

الجوانب الاقتصادية والقانونية للعروض العامة لشراء الأسهم

أ. د. طارق محمود عبد السلام

عميد كلية القانون - الجامعة الأمريكية في الإمارات

المقدمة :

تعتبر العروض العامة لشراء الأسهم أحد أساليب الاستحواذ، وإن كانت لا تؤدي مباشرة إلى سيطرة مقدم العرض على المشروع المستهدف، إلا أنها تعتبر خطوة هامة لتحقيق ذلك⁽¹⁾. وتعد العروض العامة لشراء الأسهم عملية يتوجه بها مقدم العرض بصفة مباشرة إلى المساهمين في الشركة المستهدفة (النظام الأمريكي والنظام الإنجليزي) أو بصفة غير مباشرة عن طريق وسيط نزيه هو السلطة المختصة بمراقبة سوق المال (النظام الفرنسي والنظام المصري) طالباً الاستحواذ على ما يملكونه من أسهم في رأس مال هذه الشركة.

وترجع ضرورة تنظيم عروض الشراء العامة إلى الرغبة في تجنب المخاطر الناجمة عن عملية تجميع أسهم شركة معينة من خلال شرائها من البورصة، حيث تقوم شركة ما بإعلان رغبتها في شراء أسهم شركة أخرى بسعر غالباً أعلى من سعر السوق أو عن طريق مبادلة أسهم بأسهم تحت رقابة إدارة البورصة⁽²⁾.

ويمكن تقسيم العروض العامة للشراء إلى عدة تقسيمات تختلف باختلاف الزاوية المنظور منها إليها، فيمكن تقسيم العروض العامة للشراء من حيث المقابل إلى عروض نقدية أو عروض تبادلية، أو عروض مختلطة أو عروض تخييرية، ومن حيث رضا المشروع المستهدف إلى عروض ودية وغير ودية، ومن حيث طبيعة العرض إلى أصلية وعكسية ومنافسة. ويمكن تقسيم العروض العامة لشراء الأسهم من حيث الغرض أو الباعث على طرحها إلى ثلاث طوائف رئيسية هي: الصناعية والمالية

(1) www.investorwords.com/4940/tender_offer.html

(2) Bhagat, S., M. Dong, and D. Hirshleifer: "Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence," Journal of Financial Economics, 71(1), 2005, p. 3.

والتجارية والمجموعة، ومن حيث الكمية المطلوب شراؤها إلى عروض كلية أو جزئية، ومن حيث حرية إرادة مقدم العرض إلى عروض اختيارية وعروض إجبارية، وبالنظر لما هو سائد في الاقتصاديات العالمية يمكن أن نميز بين نماذج ثلاثة هي: النموذج الألماني، النموذج الأنجلوسكسوني، والنموذج اللاتيني، ولكل منها سماته.

وتحقق العروض العامة عدداً من الإيجابيات بالنسبة للمشروعات سواء المستهدفة أو مقدمة العرض، وكذلك بالنسبة للمساهمين وللاقتصاد القومي، إلا أن الأمر لا يخلو من بعض السلبيات مما يقتضي التعرض لبيان الآثار الاقتصادية لعروض الشراء العامة.. ولما كان الهدف الرئيسي من العروض العامة هو هدف اقتصادي، لهذا فإن صد هذا الهجوم الذي يمثله العرض العام لابد وأن يحقق أحد أمرين أو كليهما: الأول: الحد من فرص السيطرة على الإدارة، والثاني: الحد من فرص الربح، وهو ما يستلزم عرض أساليب الدفاع ضد العروض العامة.

وعلى ذلك فإننا في هذا البحث سوف نتناول الجوانب الاقتصادية والتنظيمية للعروض العامة لشراء الأسهم مع التطبيق على أحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري الصادر بقرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007م⁽¹⁾، وسوف نتناول هذا البحث في خمسة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول- التعريف بالعروض العامة لشراء الأسهم.

المبحث الثاني- أنواع العروض العامة لشراء الأسهم

المبحث الثالث- التجارب الدولية.

المبحث الرابع- الآثار الاقتصادية للعروض العامة لشراء الأسهم.

المبحث الخامس- الدفاع ضد العروض العامة لشراء الأسهم.

(1) الوقائع المصرية، العدد 26 تابع (ب) في 2/4/2007.

المبحث الأول

التعريف بالعروض العامة لشراء الأسهم

في هذا المبحث نوضح تعريف العروض العامة لشراء الأسهم، (مطلب أول) وتمييزها عما يشتهر بها (مطلب ثان)، ثم نوضح أهم مبادئ العروض العامة في (المطلب الثالث).

المطلب الأول

تعريف العروض العامة لشراء الأسهم

تتمثل آلية عروض الشراء العامة في قيام شركة ما بإعلان مساهمي شركة أخرى برغبتها في شراء أسهمهم بسعر غالبا ما يكون مرتفعاً عن سعر التداول في البورصة، أو برغبتهم في مبادلة أسهم، بأسهم وذلك تحت رقابة إدارة البورصة، وتتم العروض العامة للاستحواذ عن طريق قيام الراغب في الاستحواذ بإخطار المساهمين في شركة ما بصورة علانية برغبته في الاستحواذ على ما يملكونه من أسهم بسعر محدد نقداً وهو ما يطلق عليه العروض العامة للشراء نقداً، أو عن طريق مبادلة أسهم بأسهم وهو ما يسمى بالعروض العامة بمبادلة أسهم بأسهم، وإذا كان الغالب هو ورود العروض العامة للاستحواذ على أسهم تشكل جزءاً من رأس المال وتعطي حق التصويت (الأسهم بأنواعها - شهادات الاكتتاب - شهادات تعطي الحق في التصويت)، فإنه من الممكن أن يكون محلها صكوك دائنية تستحق في مواجهة الشركة (السندات بأنواعها).

وفي الحالة التي ترد فيها هذه العروض على الأسهم، فيكون الغرض من ورائها هو السيطرة على الشركة، هذا بخلاف الأمر إذا ما انصبت على سندات، إذ يكون الهدف من ورائها هو السداد المعجل لهذه السندات. وعلى ذلك، فلا يجوز أن ترد العروض العامة للاستحواذ على الخيارات البسيطة والتي لا تتجسد في صكوك ومنها خيارات الاكتتاب أو خيارات الشراء.

وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مهد العروض العامة لشراء الأسهم takeover or tender offer، وينظمها حالياً قانون⁽¹⁾ Williams Act الصادر عام

(1) www.sec.gov/about/laws/sea34.bdf

1969م والمعدل لقانون الصرف Exchange Act⁽¹⁾، إلا أن هذا القانون لم يتعرض لتعريف العروض العامة لشراء الأسهم بصفة مباشرة، وقدم القضاء الأمريكي عدة مبادئ لعروض الشراء العامة تتمثل فيما يلي⁽²⁾:

- أن العرض العام هو إيجاب يوجه إلى عموم المساهمين.
- يتم الإعلان عن العرض العام في وسائل الإعلام.
- يتميز بالسرعة في الإجراءات.
- يلزم أن يكون القبول موافقاً لشروط العرض.
- يظل العرض مفتوحاً لمدة محدودة من الزمن.
- يلزم المشتري نفسه بشراء كل الأسهم المصدرة أو حصة منها.
- أنه يشترط في الإعلان العام لشراء الأوراق المالية Stoke أن يكون متبوعاً بالاستحواذ السريع للأسهم، فإن تم الاستحواذ ببطء فلا يعد ذلك سوى عملية هجومية.
- وفي بريطانيا لم تظهر العروض العامة للشراء إلا بعد الحرب العالمية الثانية، حيث أعد بنك إنجلترا بالاشتراك مع سوق الأوراق المالية وجمعيات السماسرة في الأوراق المالية، عشرة مبادئ عامة وتسعاً وثلاثين قاعدة لتنظيم العروض العامة لشراء وبيع الأسهم، وأطلق عليه تقنين المدينة City code، ظهرت أول طبعة له عام 1959م، وهذا التقنين وإن كان لا يتمتع بالقوة الإلزامية، إلا أنه يلقي احتراماً كبيراً وفقاً للتقاليد الإنجليزية المرنة.

ويعرف تقنين المدينة العرض العام Take over للشراء أو التبادل بأنه عمليات الاستحواذ أو الاندماج أياً كانت الوسيلة التي نفذت بها، بما فيها العروض العكسية أو الجزئية أو المقدمة في ساحة القضاء، أو العرض المقدم من الشركة الأم للاستحواذ على

(1) Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and corporate Restructurings, John Wiley and sons, 2002, p246.

- Margaret M. Blair, ownership and control: who's at stake in the corporate Governance Debates , Brookings in situation press, p63.

(2) Donald Depamplilis, Mergers, Acquisitions, and other Restructuring, Academic press, 2002, p.127.

أسهم في الشركة التابعة، ومن ثم فهو ليس سوى وسيلة فنية للاستحواذ أو الدمج، ولم يتعرض التعريف بذلك للخصائص الموضوعية للعرض كالسعر الواحد لجميع المساهمين، وعمومية الطرح، لأنها مسائل نصت عليها المبادئ العامة.

لقد كانت فترة الستينات من القرن الماضي (العشرين) هي بداية ظهور العروض العامة في فرنسا⁽¹⁾، وقد عرفت المادة الأولى من اللائحة العامة بأنه الإجراء الذي يسمح لشخص طبيعى أو معنوي بأن يعلن للكافة أنه ينوي الاستحواذ أو التنازل عن كل أو جزء من الأسهم في شركة مقيدة في السوق الثانوية، أو تتداول أسهمها خارج السوق. ومن جهته، فقد عرف التوجيه رقم 13 الصادر عن الاتحاد الأوروبي العرض العام بأنه العرض المقدم إلى حملة الأوراق المالية في شركة للاستحواذ على كل أو جزء من هذه الأوراق المالية نظير مقابل نقدي أو مبادلة لأوراق مالية أخرى.

وفي مصر وردت بعض القواعد المنظمة للعرض العام لشراء الأسهم في المواد 59 إلى 61 مكرر من اللائحة التنفيذية للقانون 95/1992، في مرحلة سابقة، وحاليا تخضع هذه العروض لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية الصادر بقرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007م، والذي بموجبه تم إلغاء المواد 59 إلى 61 مكرر من ذات اللائحة²، وقد عرفت المادة 326 منها العرض العام بأنه: «العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء أكان مقابل الشراء نقدياً أم مبادلة بأوراق مالية أخرى أو عرضاً مختلطاً، وسواء أكان العرض إجبارياً أم اختيارياً».

ويلاحظ أن هذا التعريف لم يشر إلى ضرورة أن يكون العرض علنياً وعماماً أي موجهاً إلى كل حملة الأوراق المالية في الشركة، وأن يكون العرض خلال مدة معينة، وبسعر موحد، وهو ما يعيبه، إلا أنه أحسن حين استخدم اصطلاح «الأوراق المالية» بدلاً من «الأسهم»، كما أنه جاء شاملاً للعروض النقدية، والتبادلية، والمختلطة، وكذلك العروض الإجبارية والاختيارية.

(1) انظر: سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، 2006، ص 60.
- Aswath Damodaran, Investment valuation: tools and techniques for Determining the value, John Wiley and sons, 2002, p 891.

(2) الوقائع المصرية، العدد 26 تابع (ب) في 4/2/2007

ويمكننا تعريف العرض العام بأنه عرض موجه إلى حملة أسهم لبيع أسهمهم بغرض الاستحواذ، بسعر محدد، وخلال فترة محددة، وبشروط محددة في العرض⁽¹⁾.

المطلب الثاني

تمييز العروض العامة لشراء الأسهم عما يشته به⁽²⁾

تتميز العروض العامة عن الدمج وعن الطرح الخاص وعن عمليات تجميع الأسهم، وفيما يلي بيان ذلك:

أولاً - العروض العامة والدمج:

تعد العروض العامة للاستحواذ عملية يتوجه بها مقدم العرض بصفة مباشرة إلى المساهمين في الشركة المستهدفة (النظام الأمريكي والنظام الإنجليزي) أو بصفة غير مباشرة عن طريق وسيط نزيه هو السلطة المختصة بمراقبة سوق المال (النظام الفرنسي والنظام المصري) طالباً الاستحواذ على ما يمتلكونه من أسهم في رأس مال هذه الشركة، وعلى ذلك فهي عملية لا تستلزم صدور قرارات من جانب الأجهزة الإدارية للشركة، وذلك بسبب أن إتمامها يتم من خلال البورصة، هذا على خلاف الحال في عملية الدمج التي تستلزم موافقة الأجهزة الإدارية للشركة (مجلس الإدارة - الجمعية العمومية)، وذلك طبقاً للأوضاع والأحكام المنصوص عليها في النظام الأساسي للشركات الداخلة في الدمج، فضلاً عن ذلك، فإنه لا يترتب على إتمام عملية العرض العام للاستحواذ انتقال عناصر من الذمة المالية للشركة مقدمة العرض إلى الذمة المالية للشركة المستهدفة أو العكس، وإنما كل ما يترتب عليها هو حلول مقدم العرض محل المساهم الذي وافق على العرض بوصفه خلفاً خاصاً لهذا الأخير، ومن ثم تنحصر صفة المساهم عن المساهمين الذين وافقوا على بيع أسهمهم في إطار العرض العام للاستحواذ، وتنتقل من ثم هذه الصفة بالمقابل إلى مقدم العرض بمجرد

(1) Oren Fuerst & Uri Geiger, From Concept to Wall Street, FT press, 2003, 292.

(2) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 2006، ص 12-20.

-Aras.cor .sibel KARGIN, Mergers and Tender offers A review of the Literature,- www. bayar.ed.tr/niibf/dergi/bdf/cbs12001/sk.pdf

إتمام هذا الأخير، وذلك على خلاف الحال في الاندماج، وعلى ذلك يختلف العرض العام عن الدمج Merger في أن المشروع المستهدف في الدمج يصبح جزءاً من المشروع المستحوذ، بينما في العرض العام يستمر المشروع المستهدف في الوجود وإن كان العرض العام يهدف مستقبلاً إلى أن يتحول إلى دمج.

ثانياً - العرض العام والطرح الخاص:

الطرح الخاص هو عملية تشتمل على عرض أوراق مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية (بنوك، شركات تأمين، صناديق معاشات، صناديق استثمار، شركات إدارة، محافظ مالية) والمستثمرين الأفراد ذوي الخبرة أو الملاءة المالية العالية، وتقوم الشركات، سواء عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال، بعمليات طرح خاص لأسهمها أو لجانب منها (طرح خاص في السوق الأولية) كما قد يقوم بعض الأشخاص المساهمين والشركات بعمليات طرح خاص لجانب من أسهمها (طرح خاص في السوق الثانوية أو سوق التداول) على جهات أو أفراد معينة من ذوي الخبرة في مجال الأوراق المالية أو ذوي الملاءة المالية العالية.

ومن تعريف نظامي عروض الشراء والطرح الخاص، يتضح أن ثمة فروقاً بينهما نوجزها فيما يلي⁽¹⁾:

- الطرح الخاص يعد اكتتاباً في أسهم، ولكنه اكتتاب موجه إلى أشخاص تتوافر فيهم صفات معينة أهمها الملاءة المالية، أما عروض الشراء فهي لا تعد اكتتاباً في أسهم الشركة، وإنما هو عرض لشراء هذه الأسهم يقدمه أحد الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الذين يريدون السيطرة على شركة ما، وهو يعد إيجاباً من نوع خاص تنعقد به الصفقة إذا صادفه قبول مطابق وفق شروط وأحكام قانونية خاصة.
- توجه عمليات الطرح الخاص إلى أشخاص محددين، في حين لا يقتصر طرح عروض الشراء العامة على فئة معينة دون أخرى متى انطبقت عليها الشروط المفروضة قانوناً.
- تنصب عمليات الطرح الخاص على أسهم جديدة في السوق الأولية، أما عمليات عروض الشراء فتتعدى أسهم سبق إصدارها.

(1) د. سامي عبد الباقي، المرجع السابق، ص 14.

- من الممكن ممارسة عمليات الطرح الخاص سواء في سوق الإصدار أو سوق التداول، في حين أن مكان ممارسة عروض الشراء هو سوق التداول.

وتحقيقاً لمبادئ الإفصاح والشفافية، وحماية للمتعاملين في سوق المال، فإنه يلزم إخطار الشركة والبورصة وهيئة سوق المال في حالة إجراء عمليات طرح خاص أو عمليات عروض شراء.

ثالثاً - العروض العامة وعمليات تجميع الأسهم⁽¹⁾:

يقصد بعمليات تجميع الأسهم شراء أسهم شركة معينة من خلال عمليات تداولها في البورصة، وذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة، أما عروض الشراء فهي تتم بصورة علنية ولا تبرم بإجراء مفاوضات مباشرة بين البائع والمشتري، حيث إن الراغب في الشراء لا يعرف البائع مقدماً وإنما هو يلتزم، كما سنرى، بتقديم عرض عام للشراء يتوجه به إلى كل مساهمي الشركة وليس إلى فئة معينة من بينهم، يضاف إلى ذلك أن السيطرة على الشركة بسلوك طريق تجميع الأسهم أو جمعها تستغرق وقتاً طويلاً، كما أنها تعد أكثر كلفة من عروض الشراء؛ وذلك لأنه سوف يترتب على الاستحواذ عن طريق تجميع الأسهم بشرائها من البورصة على فترات طويلة ارتفاع أسعار هذه الأسهم بصورة كبيرة وذلك بفعل الطلب المستمر عليها، وتعد عملية تجميع الأسهم في ذاتها عملية مشروعة ما لم تتم بطريق غير مشروع⁽²⁾.

المطلب الثالث

مبادئ وضوابط العروض العامة

تهدف العروض العامة لشراء الأسهم إلى الحفاظ على عدد من المبادئ، وقد أجملتها المادة 327 من اللائحة التنفيذية للقانون 92 لسنة 1995، كما يلزم توفر عدد من الضوابط ينبغي مراعاتها عند تقرير عرض عام لشراء الأسهم، وفيما يلي بيان ذلك:

(1) المرجع نفسه، ص 15.

- at:www.islelove.com/vb/t52190,html

(2) Chemla, G.: "Hold-Up, Stakeholders and Takeover Threats," Journal of Financial Intermediation, 14,2005,p 376.

أولاً - مبادئ العروض العامة⁽¹⁾:

يوجد عدد من المبادئ يلزم مراعاتها في العروض العامة لشراء الأسهم هي: مبدأ الشفافية، المساواة، الأمانة، ومراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض، وفيما يلي بيان ذلك.

1 - مبدأ الشفافية :

يعتبر الهدف الأول لأحكام تنظيم العروض العامة لشراء الأسهم هو إرساء مبدأ الشفافية الكاملة بما يتفق مع أحكام القوانين واللوائح السارية، وأفضل الممارسات الدولية في هذا الشأن، وهذا يستلزم أن يلتزم صاحب العرض بأن يتحرى الصدق والشفافية في المعلومات المقدمة إلى مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، كما يلزم مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة تقديم المعلومات اللازمة عن الشركة إلى كل أصحاب العروض دون تمييز.

ولتحقيق ذلك تنص القوانين المنظمة للعروض العامة على ضرورة الإفصاح عن شخصية صاحب العرض ونواياه ومقاصده، وتقديم المعلومات الكافية عن العرض إلى الجهات المعنية، وأن تكون المعلومات كافية، وعدم اللجوء للأساليب الملتوية أو الغش للتأثير على المساهمين، وهذا ما نصت عليه الفقرة (ب) من ذات المادة حيث استلزمت حصول مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء والأشخاص المعنية بالعرض على المعلومات الكافية والفرصة المناسبة والتوقيت الملائم لتقييم عرض الشراء واتخاذ القرار الاستثماري بناء على ذلك، ويرتبط بذلك ما قرره اللائحة التنفيذية للقانون من الالتزام بالإفصاح. وفيما يلي بيان ذلك:

2 - الالتزام بالإفصاح⁽²⁾ :

يلتزم المستحوذ بالإفصاح عن العملية أو العمليات التي تم الاستحواذ من خلالها إلى هيئة سوق المال، ويلزم أن يتضمن الإخطار بالإفصاح ما يلي:

(1) Raymond Boatright, Ethics in Finance, Blackwell Publishing, 2004, p158 .

(2) Dann, L.Y, and H. DeAngelo, Corporate financial Policy and Corporat Control: A Study of Defensive Adjustments In Asset and Ownership Structure, Journal of Banking and finance, 2 Dec1978, p87.

- تعريفاً كافياً بالمستحوذ ونسبة مساهمته في الشركة المعنية بعد إتمام العملية.
- عدد ونوع الأسهم محل العملية.
- سعر التنفيذ.
- اسم وعنوان شركات الوساطة المالية التي أجريت العملية من خلالها.
- بياناً كافياً بالأشخاص المرتبطة بالمستحوذ.

3 - المساواة :

- يلزم مراعاة المساواة وتكافؤ الفرص فيما بين مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء، وكذلك فيما بين الأشخاص المعنية بالعرض. وهذا يقتضي عدة أمور منها⁽¹⁾:
- (أ) إخطار المساهمين بالمعلومات المتوفرة لدى مجلس الإدارة حول العروض في الوقت المناسب، فلا يجوز اختصاص كبار المساهمين دون غيرهم ببعض المعلومات أو حجب معلومات عن الصفقة لأي سبب.
- (ب) المساواة في معاملة المساهمين القابلين وبصفة خاصة فيما يتعلق بالسعر المطروح.
- (ج) أن يشتري صاحب العرض الأسهم من المساهمين خلال فترة سريان العرض بسعر واحد.
- (د) ألا يمتنع صاحب العرض عن الشراء من مساهم بذاته خلال فترة سريان العرض تحقيقاً للعدالة.
- (هـ) كما تتحقق المساواة بين مختلف العروض المتنافسة عن طريق التفاعل الحر بين هذه العروض المختلفة، وطرحها على المساهمين ليكون لهم الخيار في قبول عرض ما أو رفضه.

وقد رفضت الهيئة العامة لسوق المال عرض الشراء الإجباري الخاص بأسهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول المترتب على تنفيذ حكم التحكيم الصادر في شأن النزاع بين كل من شركة أوراسكوم تيليكوم القابضة وباقي الشركاء في شركة

(1) الفقرة ج من المادة 327 من اللائحة.

موبينيل للاتصالات لتقديم سعر بعيد عن السعر المشتق الذي ألزم حكم التحكيم مجموعة شركات فرانس تيليكوم بالشراء به لأسهم شركة موبينيل للاتصالات المالكة لـ 51 % من أسهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول وذلك لمخالفته مبدأ المساواة⁽¹⁾.

4 - مراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض:

وهذا يستلزم تحديد الثمن وفقاً للقواعد الموضوعية، وتشجيع العروض المنافسة للحصول على أفضل العروض، وتقديم عرض إجباري إذا بلغت عمليات الشراء في السوق حداً معيناً، والسماح بخروج أقلية المساهمين بعد نجاح العرض عن طريق العرض العام للانسحاب، وهو ما نصت عليه الفقرة (هـ) من المادة 327، كما نصت م 328/2 على التزام مجلس إدارة الشركة المستهدفة مراعاة تحقيق مصلحة الشركة والامتناع عن أي عمل من شأنه أن يقيد أو يحول بين مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء وتقييمها وفقاً لأسس التقييم السليمة.

5 - الأمانة في التعامل:

وهو ما يقتضي حظر التلاعب في أسعار الأسهم المستهدفة بالعرض، وتلافي اضطراب السوق وتعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية، وهذا يستلزم عدم القيام بأي عمل يعوق أو يحبط المنافسة، كما يستوجب الالتزام بقواعد السلوك القويم، وصحة البيانات المقدمة، وعدم القيام بمضاربات تؤدي إلى الإضرار بالسوق أو بحملة الأسهم⁽²⁾، ومن ذلك أيضاً حظر التعامل على الأوراق المالية محل العرض خلال مدة سريان العرض وذلك حماية للسوق المالية وللمتعاملين من المضاربات غير المشروعة.

ثانياً - ضوابط العروض العامة لشراء الأسهم:

يمكن ذكر بعض الضوابط العامة التي ينبغي مراعاتها عند تقرير طرح عروض عامة على المشروعات، منها الأخلاقية والقانونية والاقتصادية وذلك لضمان تفعيل الإيجابيات وتجنب السلبيات سالفه البيان.

(1) www.cma.gov.eg/cma/content/arabic/pools_extra_data/232pdf.htm1

(2) الفقرة د من المادة 327 من اللائحة.

1 - الضوابط الأخلاقية⁽¹⁾:

تتمثل هذه الضوابط في ضرورة أن تتوخى المشروعات «الشرف في التعامل» بمعنى ضرورة أن يراعي طارح العرض عدم التلاعب في الأسعار، أو نشر معلومات خاطئة، أو إخفاء نواياه من اكتساب المشروع (...)، وألا تخطط إدارتها بين بقاءها في مناصبها وبين بيع هذه المشروعات، إذ عليها أن تعي أن الكلمة الأخيرة في شركات الأموال تخص رأس المال وليس الإدارة، وقد وردت هذه الضوابط في المادة 327 من اللائحة التنفيذية والتي سبق بيانها.

2 - الضوابط القانونية⁽²⁾:

تتمثل في ضرورة تواجد قواعد قانونية تؤكد الصفة التعاقدية لهذه العروض، وأن تتسم هذه القواعد بالتفصيل الملأ كتحديد إجراءات تنفيذ العروض، ونطاقها وعدد العروض المسموح بطرحها في وقت محدد، وشروط طرح عروض أجنبية... وهكذا. كذلك يجب أن تتسم هذه القواعد بالحياد، حيث لا تؤدي إلى تمييز طرف على الآخر، وسوف يرد بيان هذه الضوابط الإجرائية وفقاً لأحكام اللائحة التنفيذية لاحقاً بشيء من التفصيل.

3 - الضوابط الاقتصادية:

ينبغي أن تضع هذه التنظيمات القواعد الكفيلة لحماية الاقتصاد القومي والمصلحة العامة من خطر هذه العروض، وهكذا لا يمكن أن يترك للسوق أن يلعب دوره كاملاً، بل لابد من تدخل من سلطات تضع حدوداً وقواعد لهذه العروض لا ينبغي تجاوزها، أهمها ما يلي:

– ألا تكون العروض المسموح بها ذات طابع مالي بحيث لا تستند إلى مبررات صناعية⁽³⁾، ذلك أن هذه العروض أقرب ما تكون إلى المضاربات الضارة التي تحاربها البورصات، بل أنها تعد أشد ضرراً، إذ أن هدفها لا يتركز فقط على بيع الأسهم المكتسبة بناء عليها «كما في المضاربات»، وإنما قد تضحي بالكيانات

(1) Raymond Boatright, Ethics in Finance, Blackwell Publishing, 2004, p158.

(2) Harris, M, and A. Raviv, Corporate control Contests and the success of hostile Takeover Bids, Journal of political Economy, 89, April 1990, p295.

(3) Mitchell, M. L., and J. H. Mulherin: "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity," Journal of Financial Economics, 41, 1996, p 193.

الاقتصادية التي تم اكتسابها؛ لذلك فإن لجنة عمليات البورصة الفرنسية، في تقييمها لهذه العروض، أكدت على ما يلي:

• أن أول تنظيم للعروض العامة بالشراء في فرنسا قد اتجه نحو استبعاد العمليات التي تتسم بالطابع المالي أكثر من الطابع الصناعي، نظراً لما تتسم به من استغلال لمناورات تحركات البورصة.

• أن العمليات ذات الطبيعة المالية الخالصة تقود إلى تقطيع، أو تمزيق، المنشآت القابلة للاستمرار، بدون منطق صناعي، وبدون أي تقدم في الإنتاجية العامة.

– ألا تؤدي هذه العروض إلى نشأة وضع احتكاري في السوق: تحرص مختلف الدول على ألا يؤدي التقارب بين الشركات إلى الإضرار بقواعد المنافسة، ففي ألمانيا –مثلاً– رغم أن مسألة نقل الإشراف تتم بصورة اتفاقية، إلا أنها حرصت –من خلال مصلحة الشركات– على منع الاندماجات التي تؤثر على قواعد المنافسة، كذلك في إنجلترا توجد لجنة لتقييم تأثير الاندماج بين الشركات على قواعد المنافسة تسمى Monopolies and Mergers commission، لها سلطة إلغاء العملية التي تمثل مساساً بهذه القواعد⁽¹⁾.

– ألا تتعارض العروض العامة بالشراء مع مصلحة الاقتصاد القومي: لا شك أن ذلك القيد يشكل أهمية خاصة، لذا تحرص مختلف الدول على النص عليه صراحة، ولذلك تضع القوانين المنظمة للعروض العامة عدداً من الضوابط لضمان ذلك، ومن هذا ما نصت عليه اللائحة التنفيذية للقانون 92 لسنة 1995 من قواعد للرقابة على عمليات عروض الشراء بالمواد من 349-352 والتي سيرد بيانها لاحقاً.

تمويل العروض العامة لشراء الأسهم⁽²⁾:

تفرض بعض التشريعات في حالة عروض الشراء النقدية، ضرورة أن تكون المبالغ اللازمة لتمويل العملية جاهزة وموجودة، سواء عن طريق وضعها في حساب بنكي

(1) www.blacksacademy.net/content/3328.html-1

(2) د. سامي عبد الباقي، المرجع السابق، ص 140.

- Chang, S.: "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns," Journal of Finance, LIII(2), 1998, p 773.

مخصص لسداد ثمن الأسهم المشتراة أو فتح ائتمان غير قابل للرجوع فيه أو غير مشروط مخصص فقط لسداد ثمن الأسهم محل العرض، ويجب تقديم مستند بهذا الحساب أو الائتمان ضمن مستندات العرض، أما في حالة عروض الشراء بالمبادلة، فيجب أن يكون مقدم العرض يمتلك الأسهم بالفعل أو يستطيع إصدارها أو لديه حق في اكتسابها بالعدد اللازم لإتمام الصفقة.

ويفرض تقنين المدينة الإنجليزي على مقدم العرض التعهد بوجود الأموال اللازمة لتمويل العملية، كما يجب على مستشاريه الماليين التأكيد على جدية هذا التعهد وصحته للسلطات القائمة على تنظيم البورصة، ونظراً لضخامة الأموال اللازمة لإتمام العروض العامة للاستحواذ، فإن توفير مثل هذه المبالغ يتم بسلوك أحد طريقتين⁽¹⁾:

الطريق الأول: يتمثل في الاعتماد على الأموال السائلة المملوكة للراغب في الاستحواذ، وذلك إذا كان العرض العام هو عرض شراء نقدي، أو قيام المستحوذ بزيادة رأس ماله بإصدار أسهم جديدة وذلك في حالة العرض العام بالمبادلة أي مبادلة الأسهم الجديدة التي تم إصدارها بأسهم الشركة المستهدفة.

الطريق الثاني: يعتمد المستحوذ في تمويله لعملية الشراء في هذه الحالة على الأوراق المقترضة، والتمويل هنا قد يتم عبر الشركة بالدين المقترض المستحق في ذمة هذه الأخيرة، والذي غالباً ما يكون مصحوباً بتمويل عالي المخاطر وغير مضمون وقصير الأجل عن طريق ما يسمى الرفع المالي Leverage⁽²⁾.

ولأهمية بيان كيفية سداد الأموال المقترضة لتمويل عملية الشراء وأثرها على الشركة المستهدفة، فقد استلزم المشرع المصري بموجب لائحة عروض الشراء الجديدة (المادة 335 بند 8) ضرورة أن تشتمل مذكرة المعلومات على بيان ما إذا كان ضمان أو سداد تمويل عمليات الشراء يعتمد بصورة من الصور على الموارد المالية للشركة المستهدفة بغرض الشراء، وآثار هيكل التمويل على أصول وأنشطة الشركة المذكورة.

(1) يستلزم إتمام عمليات العروض العامة للاستحواذ تدبير أموال ضخمة، فقد تطلب العرض العام المقدم من شركة Huchan للاستحواذ على أسهم شركة Docks de France في سبتمبر عام 1996 توفير مبلغ 19 مليار فرنك فرنسي.

(2) Holger M. Muller and Fausto Panunzi, Tender offers and leverage, August 2003, www.haas.berkeley.edu/groups/finance/tend.pdf

المبحث الثاني

أنواع العروض العامة لشراء الأسهم

يمكن تقسيم العروض العامة للشراء إلى عدة تقسيمات تختلف باختلاف الزاوية المنظور منها إليها وبيان ذلك فيما يلي:

المطلب الأول

أنواع العروض العامة من حيث المقابل

يمكن تقسيم العروض العامة للشراء من حيث المقابل إلى عروض نقدية وعروض تبادلية وعروض مختلطة وعروض تخييرية.

أولاً - العروض النقدية⁽¹⁾:

يكون العرض نقدياً إذا كان المقابل المدفوع في الأسهم كمية من النقود، وهو الصورة الأكثر شيوعاً في الواقع، ويمكن أن يكون المقابل النقدي بالعملة الوطنية أو الأجنبية، وتوفر العروض النقدية الحرية الكاملة للمساهمين في إعادة استثمار المقابل الذي يحصلون عليه.

ثانياً - العروض التبادلية:

ويكون العرض تبادلياً إذا كان المقابل عدداً من الأسهم سواء من شركة صاحب العرض أو شركات أخرى، ويتحدد سعر التبادل بين السهمين محل عملية المبادلة بواسطة الخبراء الماليين وغيرهم.

ثالثاً - العروض التخييرية:

ويكون العرض تخييرياً إذا كان مقابل الوفاء في العرض إما كمية من النقود، أو كمية من الأسهم، ويترك حق الخيار للمساهم البائع ليحدد وسيلة الدفع، ويتعين أن يمارس المساهم البائع حقه في الخيار خلال فترة صلاحية العرض، وإلا انتقل حق

(1) Patrick A. Gaughan .op.cit , p248

- SarkisJ.Khoury , Transnational Mergers and Acquisitions in the United States , Beard Books , 2002 , p.217 .

الخيار إلى صاحب العرض وفقاً للقواعد العامة في القانون المدني (م 276 / 2 مدني مصري)، وإن كان البعض يُعد المساهم الذي لم يمارس حقه في الخيار طوال فترة صلاحية العرض منسحباً من العرض⁽¹⁾.

رابعاً - العروض المختلطة:

يتكون العرض العام المختلط من شقين: رئيسي وفرعي، حيث يكون الشق الرئيسي نقدياً والشق الفرعي عينياً أو العكس، ويحدد صاحب العرض النسبة بين الجزئين الرئيسي والفرعي، وتشترط القواعد الفرنسية أن يكون هناك ارتباط لا ينفصل بين الجزئين، وإلا كان العرض تخييراً وليس مختلطاً⁽²⁾. ولم يكن القانون المصري قبل تعديل اللائحة التنفيذية يعرف إلا صورة واحدة من العروض العامة وهي العروض النقدية، إلا أن التعريف الوارد بالمادة 326 من الباب الثاني عشر والمضاف بقرار وزير الاستثمار رقم 2 لسنة 2007 سوى بين أن يكون مقابل العرض المطروح نقداً أو مبادلة بأوراق مالية أخرى أو عرضاً مختلطاً، إلا أنه من الناحية العملية يتبين أن جميع العروض التي تم الإعلان عنها في مصر كانت عروضاً نقدية.

وقد يشترط القانون أن يكون العرض نقدياً كما هو الحال في عروض الشراء المنافسة، حيث اشترطت المادة 346 من اللائحة بقبول عرض الشراء المنافس أن يكون سعر عرض الشراء نقدياً، وكذلك عروض الشراء المقدمة لحماية الأقلية وفقاً للمادة 357، حيث اشترطت المادة 358 أن يكون العرض المقدم في هذه الحالة نقدياً.

(1) سمير برهان، المرجع السابق، ص 120.

(2) - Chang, S. (1998): "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns, op .cit, p 780.

المطلب الثاني

من حيث رضا المشروع المستهدف⁽¹⁾

تقسم العروض العامة من هذه الزاوية إلى عروض ودية وعروض غير ودية.

أولاً - العرض العام الودي:

يكون العرض ودياً إذا تم بالاتفاق والتراضي مع أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، ويتميز العرض الودي بما يلي:

- تسهيل انتقال السيطرة وضمان مساعدة أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، واستمرار تعاون أقلية المساهمين مع الإدارة الجديدة.
- ضمان استقرار العلاقات الطيبة مع العاملين بالشركة المستهدفة.
- الاحتفاظ بالعلاقات الطيبة مع المتعاملين مع الشركة المستهدفة.

ثانياً - العرض غير الودي:

يكون العرض غير ودي إذا كان مفاجئاً دون اتصالات بين الأطراف أو مفاوضات للاتفاق على الشروط، أو يكون قد تم ذلك دون الوصول إلى اتفاق يرضي الطرفين. ويستدل على قرب طرح عرض عام على أسهم الشركة من ازدياد الطلب المفاجئ على أسهمها، أو وجود عمليات بيع كبيرة، أو التذبذب السريع في قيمة السهم.

ومن بين المثالب التي تنطوي عليها عروض الشراء غير الودية كثرة العروض المنافسة التي سوف تكون جميعها من فعل مجلس الإدارة، ولا تشكل عروضاً جدية وإنما عروضاً لا يقصد من ورائها سوى تعطيل العرض الأصلي، ولمنع مثل هذه المحاولات وتفادي العروض غير الجدية أي التافهة، تحرص معظم التشريعات على النص على ضرورة ألا تقل الزيادة في سعر العرض المنافس عن 2% من سعر العرض الأصلي (المادة 346 من لائحة عروض الشراء المصرية الجديدة)، ويذكر أن هذا الحكم مأخوذ عن المشرع الفرنسي على نحو ما سنرى فيما بعد.

(1) (1) - Aswath Damodan, op.cit.p891.

- Alan J.Auerbach, Corporate takeovers: Causes and consequences , university of Chicago press, 1988, p101.

المطلب الثالث

من حيث طبيعة العرض

وهنا نميز بين العروض الأصلية والعكسية والمنافسة، ونعرض لها على الشكل التالي:

أولاً - العرض الأصلي والعرض العكسي :

وهو العرض المقدم ابتداء بينما يكون العرض عكسياً Reverse – Take over في حالة تقدم الشركة المستهدفة بعرض للشركة المهاجمة لصد هجومها المنتظر Pac-Man Defense⁽¹⁾. كما قد يؤدي العرض الأصلي إلى نتيجة عكسية إذا أدى إلى انتقال السيطرة إلى الشركة المستهدفة بدلاً من الشركة صاحبة العرض، حيث قد تضطر الشركة صاحبة العرض إلى زيادة أسهم رأس المال ذات حقوق التصويت بها بأكثر من 100 % من الأسهم المصدرة للوفاء للمساهمين في الشركة المستهدفة بمقابل العرض، مما قد يؤدي إلى أن يصبح المساهمون في الشركة المستهدفة ذوي أغلبية عكس ما كان مقصوداً من طرح العرض، مع بقاء الشركة صاحبة العرض من الناحية القانونية شركة قابضة على الشركة المستهدفة.

وقد نظمت العروض العكسية في تقنين المدينة في بريطانيا، ولم يوجد له تنظيم مماثل في فرنسا ومصر.

ثانياً - العروض المنافسة :

العروض المنافسة هي التي تقدم قبل انتهاء فترة سريان عرض الشراء الأصلي من شركات أخرى، سواء تم ذلك باتفاق بين مقدمي العروض المنافسة والشركة المستهدفة كوسيلة دفاع أو بدون اتفاق، وقد نظمت اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992 العروض المنافسة في المادتين 346 و 347.

(1) د. حسين محمد فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، ص 233.
-Bebchuk, L. A.: "Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements," University of Pennsylvania Law Review, 152, 2003, p713.

(أ) شروط قبول إيداع العرض المنافس:

أجازت المادة 346 من اللائحة التنفيذية تقديم مشروع عرض شراء منافس قبل خمسة أيام على الأقل من انتهاء فترة سريان عرض الشراء الأصلي، ويشترط لقبول إيداع مشروع العرض المنافس أن يكون سعر عرض الشراء نقدياً، وألا تقل الزيادة عن (2 %) من سعر عرض الشراء الأصلي أو المنافس السابق، ومع ذلك فإنه يمكن للهيئة قبول مشروع العرض المنافس ولو لم يتضمن سعراً أعلى إذا تضمن تعديلاً جوهرياً في الشروط المقترحة لمصلحة مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء، ويجب مراعاة أحكام المواد من (335) إلى (340) عند النظر في قبول مشروع العرض المنافس من قبل الهيئة.

(ب) الإجراءات التنفيذية ومتطلبات الإفصاح الخاصة بعروض الشراء المنافسة:

أجازت المادة 347 من اللائحة للهيئة في حالة قبول مشروع العرض المنافس، مد أجل العرض الأصلي للمدة التي تحددها، وإذا تجاوزت فترة سريان عرض الشراء المنافس محتسبة منذ بداية فترة سريان العرض الأول ستين يوماً، جاز للهيئة أن تشترط حداً أقصى بواقع خمسة أيام أخرى لإنهاء العروض، يتم بعدها تقديم العروض النهائية من قبل جميع مقدمي العرض وفقاً لنظام المظاريف المغلقة، وطبقاً للمعايير المتعلقة من قبل الهيئة وتحت إشرافها الكامل والمباشر، وتقتصر المفاضلة وفقاً لنظام المظاريف المغلقة على سعر عرض الشراء، وترخص الهيئة لمقدمي العرض الأعلى سعراً بنشره على ألا تتجاوز فترة سريان هذا العرض خمسة أيام.

المطلب الرابع

من حيث الغرض من العرض

يمكن تقسيم العروض العامة لشراء الأسهم من حيث الغرض أو الباعث على طرحها إلى أربع طوائف رئيسية هي: الصناعية والمالية والتجارية والمجمعة.

أولاً - العروض الصناعية:

وهي التي تهدف إلى اكتساب أداة صناعية لم تكن في حوزتها، وبالتالي فإنها تفضل

طرح عرض عام بالشراء للحصول على وحدة جديدة، بدلاً من تجهيزها وبنائها؛ لأن الوسيلة الأخيرة ستكون أكثر كلفة، ويوجه هذا النوع من العروض إلى شركة تنتمي إلى نفس قطاع الشركة طارحة العرض، بغرض السيطرة على أداة الإنتاج، أو سيطرة الشركة الأم على فرع من فروعها، بهدف تقوية الشركة الأم باستبعاد الأقلية أو بغرض استمرارية المشروع محل العرض حال تعرضه لإخفاقات تهدد بقاءه.

ثانياً - العروض المالية :

وتتسم هذه العروض بانتماء طرفيها إلى قطاعات متباينة، وتهدف إلى تحقيق أهداف مالية سريعة في الأجل القصير أو المتوسط، ولذلك توجه أساساً للسيطرة على الشركات التي تقل قيمتها السوقية عن قيمتها الاقتصادية، نتيجة مرورها بأزمات معينة أو نتيجة سوء الإدارة وعدم استغلال مواردها الاستغلال الأمثل، حيث يتم تفكيك هذه المشروعات وبيع أصولها، وقد يتم ذلك بعد حيازة الأصول لفترة يتم فيها تنمية قيمتها لتحقيق أكبر كسب ممكن عن إعادة بيعها، وتسمى في هذه الحال بالعروض المخططة، وقد يتم ذلك البيع دون هذه الإستراتيجية الاستثمارية وتسمى في هذه الحالة «عروض الهوس».

ويطلق على طارحي العروض المالية «القناصة» أو «الغزاة» ، وغالباً ما يعتمد القناصة في تمويل هذه العروض على أموال مقترضة، وهو ما يسمى: «الرفع المالي»⁽¹⁾ Leveraged Buyout (LBO) ، ويتم ذلك عن طريق قيام صاحب العرض بتأسيس شركة جديدة يقدم هو نفسه جزءاً من رأسمالها ويساعده أحد البنوك في طرح سندات للتداول تمثل قيمتها لتغطية المبلغ اللازم لشراء أسهم الشركة المستهدفة، وعند نجاح العرض تصبح الشركة المستهدفة فرعاً للشركة الجديدة أو تندمج معها ويتشابكان محاسبياً بحيث تكون أصول الشركة المستهدفة مهياً لسداد دين السندات التي تم طرحها، أي لسداد دين الاستحواذ عليها⁽²⁾.

(1) Holger Muller Fausto pavunzi , tender offers and leverage , op.cit .

- Margaret M.Blair , the deal decade : what take over and Leveraged buy out mean for corporate ,op.cit .

(2) د حسين محمد فتحي ، المرجع السابق ، ص 191 .

ثالثاً - العروض التجارية:

وتهدف هذه العروض إلى اكتساب ماركة أو علامة تجارية، وتنقسم هذه العروض إلى:

1 - **العروض العامة المستعارة**، حيث يسعى مقدم العرض إلى تحسين صورته وسمعته في السوق باكتساب مشروع ذي اسم أو علامة تجارية ذات شهرة، بدلاً من ابتكار ماركة جديدة في السوق.

2 - **العروض بغرض التنوع**، حيث يسعى مقدم العرض إلى اكتساب شركة قوية قادرة على تطوير منتجاتها في فرع معين، بغرض تنويع مجال نشاطه، ويشتمل التنويع بصفة عامة على تحقيق التكامل الرأسي، ويتم ذلك بهدف السيطرة على حرفة أخرى مرتبطة، كأن تقوم شركة صناعية بالسيطرة على مصادر المواد الخام، كما يشتمل على تحقيق التكامل الأفقي، حيث يهدف العرض إلى مد نفوذ الشركة جغرافياً إلى مناطق جديدة.

رابعاً - طائفة العروض المجمعة :

تتعلق طائفة العروض المجمعة بمشروع تتوفر فيه كل صفات طوائف العروض السابقة.

المطلب الخامس

عروض الشراء من حيث الكمية المطلوب شراؤها:

عروض كلية أو جزئية⁽¹⁾

تقسم العروض العامة من هذه الزاوية إلى عروض كلية وعروض جزئية، وعروض الشراء الكلية هي التي يلتزم بموجبها مقدم العرض بالاستحواذ على كل الأسهم التي يتم تقديمها من قبل المساهمين في الشركة المستهدفة لبيعها في إطار عرض الشراء، والتي يمكن نظرياً أن تصل إلى 100 % من رأس مال الشركة، ومن هنا يتضح أن هذا النوع من العروض يسمح لكل المساهمين في الشركة المستهدفة ببيع ما يريدونه من

(1) د. سامي عبد الباقي، المرجع السابق، ص74.

Bhagat, S., M. Dong, and D. Hirshleifer, opcit, p10.

كميات من الأسهم التي يمتلكونها دون أن يكون لمقدم العرض حق رفض شراء هذه الكميات وقصر العرض على شراء بعض منها.

أما عروض الشراء الجزئية فهي العروض التي يسمح فيها لمقدم العرض بوضع سقف معين لعدد الأسهم التي يريد الاستحواذ عليها في إطار العرض، بحيث إذا زاد العدد المقدم من قبل المساهمين عن هذا السقف، جاز لمقدم العرض رفض القدر الزائد. ومن هنا يتضح أن عروض الشراء الجزئية، على عكس عروض الشراء الكلية، تسمح لكل المساهمين في الشركة المستهدفة ببيع ما يملكونه من أسهم في إطار العرض المقدم، ولكن يكون من حق مقدم العرض تحديد الكميات التي يريد الاستحواذ عليها.

ويمكن الفارق الأساسي بين عروض الشراء الكلية وبين عروض الشراء الجزئية في الهدف، فبينما يكون الهدف من الأولى هو السيطرة على الشركة المستهدفة، نجد أن الهدف من الثانية لا يكون السيطرة على الشركة، بل قد يكمن الهدف في التمهييد للسيطرة على الشركة في المستقبل القريب، أي أن عرض الشراء الجزئي ما هو إلا خطوة أولية تمهد لتقديم عرض شراء كلي للاستحواذ على كل أسهم الشراء المستهدفة، ومن ثم السيطرة عليها، وقد تميز بعض القوانين بين النوعين من العروض بتقرير إجراءات مبسطة في حالة العروض الجزئية، كما هو الحال في اللائحة الفرنسية الجديدة المتعلقة بعروض الشراء⁽¹⁾.

ويذكر أن المشرع المصري لم يفرق هنا بين عروض الشراء بإجراءات مبسطة أو عروض شراء بإجراءات عادية، بل إنه وضع إجراءات تسري على كل عروض الشراء مع بعض الفروق البسيطة بحسب ما إذا كان العرض نقدياً أو بمبادلة أسهم بأسهم أو كان اختيارياً أو إجبارياً.

والأصل في القانون الفرنسي ضرورة أن يستهدف العرض شراء كل الأسهم التي يتم تقديمها من قبل المساهمين في الشركة المستهدفة في إطار العرض، ويتفق تقنين المدينة الإنجليزي مع ما قرره المشرع الفرنسي من ضرورة أن يستهدف العرض كل الأسهم التي تشكل جزءاً من رأس المال (القاعدة 14 من تقنين المدينة). وفي الحالة التي

(1) Jarrell Gand R Comment., Two-Tier and Negotiated Tender offer ,op.cit, p290.

تتعدد فيها أنواع طوائف الأسهم التي تشكل جزءاً من رأس المال في الشركة المستهدفة، فيجب تقديم عروض شراء متشابهة وليست متطابقة لكل طائفة أو نوع من هذه الأسهم (القاعدة 1/14 من تقنين المدينة).

ويلزم وفقاً لللائحة عروض الشراء المصرية، كما هو الحال في القانون المقارن، أن يتوجه العرض إلى كل المساهمين من مالكي الأسهم المستهدفة بالعرض، فلا يجوز أن يتوجه العرض إلى بعض المساهمين دون البعض.

المطلب السادس

من حيث حرية إرادة مقدم العرض:

العروض الاختيارية والعروض الإجبارية

الأصل أن عرض الشراء يكون اختيارياً لمقدم العرض إلا في حالات معينة قد يلتزم فيها بموجب القانون بتقديم عرض شراء إجباري، وتختلف العروض الإجبارية عن الاختيارية من ناحيتين:

الأولى تتعلق بالغرض، فبينما نجد أن الهدف من عروض الشراء الاختيارية هو الاستحواذ على عدد معين من الأسهم يتيح السيطرة على الشركة المستهدفة، وذلك في إطار من الشفافية والمساواة فيما بين المساهمين المخاطبين بالعرض، نجد أن الغرض من عروض الشراء الإجبارية هو إقامة وضمان نوع من المساواة بين المساهمين في الشركات المقيدة بالبورصة.

ومن الناحية الثانية، فبينما نجد أن تقديم عروض الشراء الاختيارية يتم بمحض اختيار مقدم العرض، فإن عروض الشراء الإجبارية تفرض على مقدمها بموجب نصوص قانونية، وينبني على ذلك أن يكون لإرادة مقدم العرض، في حالة عروض الشراء الاختيارية، دور في تحديد محتوى هذا الأخير، بينما يتراجع هذا الدور في حالة عروض الشراء الإجبارية، وخاصة فيما يتعلق بعدد الأوراق المالية التي يجب شراؤها وبتحديد سعر الشراء.

ومفاد أحكام العرض الإجباري أن على المساهم الذي تتجاوز ملكيته حصة معينة

من الأسهم أو من حقوق التصويت نسبة معينة إخطار الهيئة المشرفة على إجراءات العرض العام، بتجاوزه الحد المقرر، وأن يقوم بإيداع مشروع عرض عام على المساهمين، يستهدف شراء كل الأسهم أو كل حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، وهذه النسبة هي الثلث في كل من القانونين المصري والفرنسي و 30 % وفقاً لتقنين المدينة الإنجليزي⁽¹⁾.

ويرجع تقرير هذا النوع من العروض الإجبارية رغم مخالفته مبدأ حرية التعاقد، والذي لا يجبر إجبار الشخص على إبرام عقد لا يرضى عنه، مراعاة لمصلحتين، الأولى: مصلحة صاحب العرض الذي تمكن من السيطرة على الشركة المستهدفة بتملك أغلبية الأسهم أو حقوق التصويت وضمان إكماله السيطرة على الشركة المستهدفة، والثانية: حماية أقلية المساهمين وكفالة الحق في التخرج من الشركة بشروط مناسبة⁽²⁾، فضلاً عن أن عروض الشراء الإجبارية تحد من ظاهرة تجميع أسهم الشركة المستهدفة من خلال عمليات شراء التي تتم على فترات زمنية متعاقبة، وهو ما قد يخل بمبدأ المساواة فيما بين المساهمين في الشركة المستهدفة وخاصة فيما يتعلق بسعر الأسهم، إذ أن عمليات التجميع، على عكس عروض الشراء الإجبارية، لا تتم بسعر واحد.

أحكام العروض الإجبارية في النظام المصري:

أوضحت اللائحة التنفيذية للقانون 95/1992 الحالات التي يمكن فيها الاستحواذ على الأسهم من خلال عمليات السوق المفتوح، وذلك في المواد 331 و 332 و 333، بينما تناولت المواد من 353 إلى 356 أحكام عرض الشراء الإجباري، فقد قررت المادة 331 جواز الاستحواذ على أسهم في رأس مال إحدى الشركات، وذلك بإتمام العمليات وفقاً لقواعد التداول السارية بالبورصة دون الالتزام بتقديم عرض للشراء، وذلك بما لا يجاوز ثلث حقوق التصويت أو رأس المال، كما يجوز إتمام هذه العمليات

(1) Bebchuk, L. A., The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, op.cit, p917.

(2) Gokhale, G., E. L. Groshen, and D. Neumak, Do Hostile Takeovers Reduce Extra-marginal Wage Payments?, Review of Economics and Statistics, 77(3), 1995, p 470.

من خلال عمليات محمية طبقاً للقواعد والإجراءات التي تصدرها البورصة وتعتمدها الهيئة، في حين ألزمت اللائحة المساهم الذي تتجاوز ملكيته حصة معينة من الأسهم أو من حقوق التصويت سقفاً معيناً بإخطار الهيئة وتقديم مشروع عرض لشراء جميع الأوراق المالية التي تشكل جزءاً من رأس المال أو حقوق التصويت والسندات التي تخول حائزها الحق في تملك جزء منه، وفيما يلي بيان حالات العروض الإجبارية، وشروطها، والاستثناءات عليها.

المبحث الثالث أهم التجارب الدولية

يمكن أن نميز بين نماذج ثلاثة على المستوى الدولي⁽¹⁾ وهي النموذج الجرمانى، النموذج الأنجلوسكسونى، والنموذج اللاتينى، وفيما يلي نبذة عنها:

المطلب الأول النموذج الجرمانى

يميل هذا النموذج إلى وضع عقبات في طريق تطبيق العروض العامة، مما يصعب معها تقديم عروض عدائية غير مرغوبة على الشركات، ويطبق هذا النموذج في كل من ألمانيا والدنمارك واليابان وهولندا والسويد وسويسرا، ففي ألمانيا مثلاً تعد العروض نادرة، نظراً للتركيز الشديد في رأس المال، بالإضافة إلى التمثيل القوي للبنوك في المشروعات كمساهمة في رؤوس الأموال، وممثلة للمساهمين بالإنابة Procreation.

(1) د. عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، ص 381.

- Jennifer Payne, Takeovers in English and German Iounart publishing, 2002, p.120.
- W.Michael Hoffman and Robert Frederick, the Ethics of Organizational Transformation: Mergers, takeovers, 2005, p.125
- Anthony Vice, the Strategy of Thake Overs : A case book of International practice, 1971, p.90
- W.Carlkester, Japanese takeovers: the Global Contest for corporate control , Beard Books , 1991, p.104.
- Klaus J.Hopt , European takeovers : law and practice , Butteworths , 1992 .p.110

لذا لوحظ أن كل المشروعات المسجلة في البورصة تخضع لإشراف مباشر أو غير مباشر، من قبل العائلات الكبرى أو البنوك أو مؤسسات الاستثمار، مما يجعل الوسائل المفضلة لاكتساب الرقابة هي الوسائل التقليدية التي تتم خارج البورصات «كالاندماج الاتفاقي»، والتي لا تخضع لأية قيود، عدا تلك المتعلقة بحماية التنافس التي ترعاها مصلحة الشركات، وكذلك الأمر في سويسرا حيث تملك مجالس إدارة الشركات رفض إعطاء حق التصويت لمساهمين غير سويسريين.

ويثير النموذج الجرمني مشكلة المعاملة بالمثل، كما توجد حالياً بعض الأصوات، خاصة في ألمانيا واليابان، تطالب بإجراءات أكثر سهولة لتغيير الإشراف تناظر تلك التي تسير عليها الأسواق الأنجلو سكسونية.

المطلب الثاني

النموذج الأنجلوسكسوني

في هذا النموذج، تترك آليات السوق لتقوم بدورها كاملة، فالمساهم هو الذي يقرر تحديد مصير الإشراف على المشروع، والدولة لا تتدخل إلا في أحوال نادرة، وهذا النموذج نجده مطبقاً في كل من الولايات المتحدة وإنجلترا وأستراليا وهونج كونج وكندا، ففي الولايات المتحدة مثلاً، رغم تفاوت القواعد من ولاية إلى أخرى، إلا أنها تتفق في مجموعها على السماح للشركات - بصفة إجمالية - بالدفاع عن نفسها ضد العروض العامة بالشراء التي قد تطرح عليها بكل الوسائل المصطنعة، باعتبار أن ذلك مما تقتضيه قواعد العدالة التي تستلزم أن تكون مقسمة بالتساوي بين كافة المشروعات، فإذا كانت كافة المشروعات لها حرية إلقاء العروض على مشروعات أخرى، فإنه لا بد وأن يتقرر للمشروعات الأخيرة الحق في الدفاع عن نفسها.

ويتوافق هذا النموذج مع منطق التحرر، باعتبار أن المشروع ملك لمساهميهِ، فإن لهؤلاء وحدهم الحق في تحديد مساره، بيد أن هذا الإطلاق قد يؤدي إلى الإضرار بالاقتصاد القومي، باعتبار أن المشروع جزء من الثروة القومية، لذلك تنجّه تشريعات هذه الدول إلى التدخل لإصلاح الأوضاع، خاصة عندما يتعلق الأمر بمصلحة الاقتصاد القومي.

المطلب الثالث

النموذج اللاتيني

وتخضع فيه العروض العامة بالشراء لإشراف دقيق من قبل الدولة، وهو مطبق في كل من فرنسا وإيطاليا وإسبانيا. ويرى البعض وبحق⁽¹⁾ أن هذا النموذج من أصلح النماذج للتطبيق، إذ يتضمن توفيقاً عملياً بين النموذجين الأنجلوسكسوني والجرماني في نفس الوقت، فهو يفتح باب العروض ولكن بطريقة منضبطة لا تضر -بصفة عامة- بالاقتصاد القومي أو بالشركات من خلال ما يضعه من تنظيمات وقواعد ملزمة تطبق على هذه العروض.

المبحث الرابع

الآثار الاقتصادية للعروض العامة لشراء الأسهم

نعرض فيما يلي للآثار الإيجابية، ثم الآثار السلبية، ثم نتائج بعض الدراسات الميدانية في مجال الاستحواذ، وذلك على الشكل التالي:

المطلب الأول

الآثار الإيجابية لعروض الشراء العامة⁽²⁾

تحقق العروض العامة عدداً من الإيجابيات بالنسبة للمشروعات سواء المستهدفة أو مقدمة العرض (أولاً) وكذلك بالنسبة للمساهمين (ثانياً) وللاقتصاد القومي (ثالثاً)، وفيما يلي تفصيل ذلك:

أولاً - بالنسبة للمشروعات:

قد تؤدي العروض العامة لشراء الأسهم إلى فائدة مشتركة لكل من المشروعات

(1) د. عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 382.

(2) د. عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 368.

- Patrick A. Gaughan . op. cit . p 263

- Cohen, Lloyd R . « why Tender Offers? The Efficient Markets hypothesis, the supply of Stock and signaling», Journal of Legal Studies 19, no 1 (January 1990) .

- Alan j.Auerbard, corporate take over: causes and Consequences , University of Chicago Press, 1988, p 69 .

المستهدفة والمشروعات مقدمة العرض، نظراً لوجود أنشطة تكاملية بين الشركتين مما يدعم القوة الاقتصادية، فضلاً عما تؤدي إليه من فوائد خاصة بكل منها، وبيان ذلك فيما يلي:

1 - المشروعات المستهدفة:

- تساهم في تحقيق إصلاحات جوهرية حيث يتم توجيه الموارد المتاحة بشكل أفضل، ويتم ذلك بصورة واضحة وشفافة من خلال إعلان المنافسات المحيطة بالمشروع.
- تساعد العروض في تحسين الرقابة أو الإشراف على المشروعات المستهدفة من خلال تركيز الأسهم في أيدي فئة قوية ومستقرة، مما يساهم في تطوير هذه المشروعات.
- تؤدي العروض إلى محاربة سوء الإدارة، من خلال إحلال إدارة أكثر فاعلية، فضلاً عن أن مجرد التهديد بطرح العرض يدفع المديرين إلى تحسين أسلوب الإدارة وتحقيق الاستغلال الأمثل لأصول الشركة كوسيلة دفاع ضد هذا العرض.

2 - المشروعات مقدمة العرض:

تحقق هذه العروض عدة جوانب إيجابية للمشروعات مقدمة العرض تستند إلى نظرية الفاعلية أو نظرية دورة حياة القطاع، فمن ناحية الفاعلية تساعد العروض العامة للشراء على تقوية حصة الشركة في السوق، فضلاً عن تسهيل الدخول إلى أسواق جديدة، أما من ناحية دورة حياة القطاع، فقد استنتج البعض أن كل مرحلة من مراحل دورة حياة المشروع يلائمها نوع معين من الاستحواذ، ففي مرحلة النشأة والانطلاق تكون أغلب العروض من النوع التركيزي أو التي ترمي إلى الاندماج المالي، إذ تسعى المشروعات التي وصلت إلى مرحلة النضج أو الشيخوخة إلى التقارب مع المشروعات الجديدة التي لديها آفاق نمو كبيرة، أما في مرحلة النضج فيكون الغرض من العرض تحقيق ما يسمى بالاقتصاديات القوية أو القياسية، بينما تسعى العروض في مرحلة الهبوط إلى بقاء المشروع.

ثانياً - بالنسبة للمساهمين:

تحقق العروض للمساهمين نفعاً مباشراً يتمثل فيما تحققه من ربح مالي، ونفع غير مباشر، ويعتبر ذلك ضماناً للمساهمين ضد الإدارة السيئة حيث يساهم ذلك

في حث المديرين على توخي الدقة في الإدارة ورعاية مصالح المساهمين، أما بالنسبة لحملة الأسهم في الشركة مقدمة العرض فإن الثروة الصافية Net worth لهم ستزيد بمرور الوقت بعد نجاح شركتهم في السيطرة على إدارة الشركة المستهدفة⁽¹⁾.

ثالثاً - بالنسبة للاقتصاد القومي:

تحقق العروض العامة عدة فوائد للاقتصاد القومي يتمثل فيما يلي:

- تنشيط سوق الأوراق المالية.
- استبعاد المشروعات الضعيفة سيئة الإدارة.
- إعادة تخصيص الموارد على نحو أكثر كفاءة.
- إعادة هيكلة المشروعات على نحو أفضل وبناء شركات قوية.
- تقليل مخاطر إفلاس المشروعات.
- مع ما يترتب على ذلك من فوائد تتعلق بالإنتاجية والتوظيف والاندماج في السوق الدولية.

المطلب الثاني

الآثار السلبية للعروض العامة للشراء

قد يترتب على العروض العامة بشراء الأسهم عدة آثار سلبية أهمها:

- سوء تخصيص الموارد، حيث تضطر المشروعات المستهدفة إلى تبني إستراتيجية دفاع تراعي فيها الاعتبارات قصيرة الأجل دون الاعتبارات ذات الأجل الطويل، مما يعرض مستقبل المشروعات للخطر، فضلاً عما قد تتخذه الشركات المستهدفة من إجراءات بهدف تعويض المديرين المعرضين لفقد وظائفهم حال نجاح العرض، مما يعني سوء استغلال الموارد المتاحة.

(1) د. حسين فتحي، المرجع السابق، ص52.

- Michael G. Jensen, Takeovers: Their Causes and Consequences, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, 1988, p21.

- قد تؤدي إلى حرمان الشركة المستهدفة من أهم عناصرها مما يضعف مستقبلها، وذلك عندما تلجأ إلى بيع بعض أصولها الهامة كدفاع ضد هذا العرض المحتمل.
- الارتفاع المبالغ فيه لقيمة أصول المشروعات المستهدفة، وذلك نتيجة تنافس العروض مما قد يضطر صاحب العرض إلى الاقتراض مع ما في ذلك من أضرار مستقبلية.
- التأثير السلبي على العمالة والتوظيف نتيجة إعادة هيكلة المشروعات المستهدفة والذي يؤدي في أغلب الأحيان إلى استبعاد نسبة من العاملين مما يزيد من مشكلة البطالة.
- التأثير السلبي على استقلالية الاقتصاد الوطني في حالة استحواذ الشركات الأجنبية على الشركات الوطنية، الأمر الذي أدى إلى اعتراف رئيس الولايات المتحدة الأمريكية بالحق في إيقاف العروض الأجنبية إذا كانت تهدد الأمن القومي.
- قد يتم تمويل العرض من خلال أسلوب طرح سندات تتحول إلى مديونية مرهقة تثقل كاهل الشركة مقدمة العرض وتعرقل أنشطتها، وقد أدى ذلك الأسلوب في الجزء الأخير من الثمانينات إلى إفلاس كثير من هذه الشركات.
- فضلاً عن ما سبق، فإن أسلوب الرفع المالي في تمويل العروض العامة لشراء الأسهم هو أسلوب تحايلي قد يؤدي إلى الإضرار بدائني الشركة مقدمة العرض.

المبحث الخامس

الدفاع ضد العروض العامة لشراء الأسهم

لما كان الهدف الرئيسي من العروض العامة هو هدف اقتصادي يتمثل في تحقيق المزيد من الربح عن طريق زيادة العائد وخفض النفقات، وأن هذا يتم من خلال السيطرة على إدارة الشركة المستهدفة بالعرض، حيث يتم طرح العرض العام لشراء نسبة من أسهم الشركة المستهدفة تسمح بذلك، لهذا فإن صد هذا الهجوم الذي يمثله العرض العام لابد وأن يحقق أحد أمرين أو كليهما: الأول هو الحد من فرص السيطرة على الإدارة، والثاني وهو الحد من فرص الربح⁽¹⁾، إلا أنه

(1) Partick J. Davey, Defenses Against unegotiated cash tender offers, 1977.

قبل عرض وسائل الدفاع يلزم أن نتناول الضوابط التي يلتزم بها مجلس إدارة الشركة المستهدفة عند اختيار إجراءات الدفاع المتاحة، وذلك على الشكل التالي:

المطلب الأول

ضوابط حق الدفاع ضد العروض العامة

يجب على مجلس إدارة الشركة المستهدفة اتخاذ كافة الإجراءات اللازمة للدفاع ضد العروض العامة للشراء أو التبادل ما لم يكن العرض العام للشراء أو التبادل ودياً⁽¹⁾، على أن هذا الحق ليس طليقاً من كل قيد، بل ترد عليه بعض القيود والضوابط التي تحد من نطاقه، ومن ذلك كما يلي:

أولاً - أن يكون الدفاع مشروعاً :

تعني مشروعية الدفاع أن يكون ذلك متفقاً مع القواعد القانونية المنظمة للعروض العامة للشراء والتبادل الواردة في القوانين واللوائح والأحكام والقواعد التي تنظم العمل في السوق المالية، فضلاً عن الالتزام بالقوانين واللوائح السائدة، ومن الحالات التي يكون فيها الدفاع غير مشروع ما يلي:

– الاتفاق على وضع قيد في النظام الأساسي للشركة يحرم المساهم من التصرف والتنازل عن الأسهم؛ لأن ذلك يتعارض مع القواعد القانونية في مصر وفرنسا التي تقر أنه لا يسري في مواجهة منشئ العرض العام بالنسبة للأسهم الداخلة في نطاق عرضه، النص الاتفاقي في النظام العام للشركة المستهدفة المقيدة في السوق الرسمية أو المقيدة في السوق الثانوية إلا أن يكون ناتجاً عن التزام تشريعي.

– التصرفات التي تعد حدثاً جوهرياً ضاراً أثناء سريان العرض⁽²⁾: يتمتع على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض ومديريها من تاريخ نشر قرار الهيئة

(1) Bhagwan Chowdhry and Naracimhan Jegadeesh, Pre-Tender Offer Share Acquisition Strategy in takovers, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 29. No.1 March1994, p117.

(2) Casares-Field, L., and J. Karpoff, "Takeover Defenses of IPO Firms," Journal of Finance, LVII(5),2002, 1857.

باعتقاد مشروع عرض الشراء ومفكرة المعلومات بالبورصة وحتى تاريخ إعلان نتيجة عرض الشراء القيام بأي إجراء أو تصرف يعد حدثاً جوهرياً ضاراً، وعلى المجلس ومديري الشركة المستهدفة بالعرض الامتناع على وجه الخصوص عن القيام بأي مما يلي⁽¹⁾:

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

(ب) المساس بشكل جوهري بأصول الشركة أو زيادة التزاماتها المالية أو إعاقة تطوير نشاطها مستقبلاً، وذلك كله ما لم تكن هذه الأعمال أو التصرفات قد تمت في إطار الأعمال المعتادة لمباشرة نشاط الشركة، وفي تاريخ سابق على قرار الهيئة باعتقاد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات.

كما تنص القواعد الفرنسية على أن يلتزم أعضاء مجلس الإدارة عند طرح العرض العام على المساهمين في الشركة، مباشرة أمور الإدارة اليومية المعتادة أو الجارية دون غيرها من التصرفات التي تنقل كاهل الشركة بأعباء مالية كبيرة أو لفترات طويلة مثل: التعاقد على قروض طويلة أو إصدار سندات، أو تحويل السندات القائمة إلى أسهم، ... وكل عمل يخرج عن إطار أعمال الأوراق العادية، إلا أنه يجوز لمجلس الإدارة أن يلجأ إلى الدفاع عن طريق عرض منافس من إحدى الشركات الشقيقة أو الصديقة أثناء العرض، ولا يعد ذلك الإجراء متجاوزاً للضوابط القانونية التي يلتزم بها مجلس الإدارة أثناء العرض، وقد نظمت اللائحة تلك العروض المنافسة في المادتين 346 و347. ويظل في مقدور مجلس الإدارة اتخاذ كافة الإجراءات المشروعة والاحتياطات التي قد تحول دون طرح العرض أو إفشاله إن تم.

(1) المادة 343 من اللائحة.

ثانياً - عدم التعارض مع النظام الأساسي للشركة المستهدفة⁽¹⁾:

فلا يجوز لمجلس الإدارة أن يخالف القواعد المنصوص عليها في النظام الأساسي، ذلك أن التعديل في رأس مال الشركة بالزيادة أو النقصان يجب أن يتم بعد أخذ موافقة الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، فضلاً عن أن هذا الإجراء يعد من أعمال الإدارة الجوهرية التي لا يجوز القيام بها أثناء سير العرض.

ثالثاً - الالتزام بالشفافية:

ففي جميع الأحوال يظل مجلس الإدارة ملتزماً بأن تكون الإجراءات علنية، وشفافة، وألا يلجأ إلى الوسائل الخفية أو الملتوية كإطلاق شائعات للتأثير على قرار المساهمين، وأن تكون كافة إجراءات الدفاع بغرض ضمان حماية مصالح المساهمين ومصلحة الشركة ككيان قانوني مستقل.

المطلب الثاني

وسائل الدفاع ضد العروض العامة

نظراً لأن العروض العامة تهدف أساساً إلى السيطرة على الشركة المستهدفة وتحقيق مزيد من الربح، فإن الدفاع ضد هذه العروض يجب أن ينطوي على محاولة إفقاد مقدم العرض هذه المزايا التي يسعى إليها، مما قد يؤدي إلى تراجعها عن تقديم العرض أو عدم تحقيق أهدافه إن تم.

أولاً - وسائل دفاع تحد من السيطرة على الإدارة⁽²⁾:

يمكن استخدام عدة وسائل للدفاع ضد العرض العام لشراء أسهم الشركة المستهدفة، تؤدي إلى الحد من فرصة صاحب العرض في السيطرة على الإدارة، مما

(1) Coates, J. C., "Explaining Variation in Takeover Defenses, Blame the Lawyers," California Law Review, 89,2001,p1301.

(2) حسين فتحي، المرجع السابق، ص59، ود. سمير برهان، المرجع السابق، ص501، ود. منير هندي، المرجع السابق، ص161.

- Harris, E. G., "Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Firm Shareholder WelfareOp.cit, p614.

يفقده الميزة التي يسعى إليها، الأمر الذي قد يحول دون تقديم العرض ابتداءً أو إفشاله إن تم، ومن ذلك ما يلي⁽¹⁾:

1 - تغيير هيكل الشركة:

تتمثل هذه الوسيلة في اتخاذ شكل قانوني لا يسمح لأصحاب العروض بالنفاز لطرح عرض عام على أسهم الشركة، مع ملاحظة أن هذه الأساليب قد تناسب بعض الشركات دون الأخرى، حسب حجم الشركة وضخامة رأسمالها، مما يعني ضرورة اختيار الأسلوب المناسب لكل شركة، ومن ذلك ما يلي:

- اتخاذ شكل شركات عائلية يمتلك أفراد العائلة كل أسهمها.
- تأسيس الشركة في شكل اتحاد تعاوني يجمع بين عدد من الشركات التعاونية، بحيث يكون لكل عضو صوت واحد أيًا كان عدد الأسهم التي بحوزته، مما يحول دون السيطرة على الإدارة.
- تحويل الشركة المستهدفة إلى شركة توصية بالأسهم، بحيث تظل إدارتها دائماً في أيدي الشركاء المتضامنين في الشركة، ولا يكون بمقدور صاحب العرض سوى أن يصل إلى مركز الشريك المساهم الذي لا يملك حق الإدارة، وقد اتبعت هذا الأسلوب شركات إيف سان لوران، وديزني لاند الأوروبية.
- تكوين شركة قابضة غير مقيدة في البورصة Holding ، ذلك أنه ليس للشركة القابضة أصول مادية بل ينحصر رأسمالها في الأصول المعنوية المتمثلة في الأسهم والحصص التي تمتلكها في الشركات التابعة، وعلى ذلك لا يجد صاحب العرض العام الذي يسعى إلى الاستفادة من أصول الشركة وبيعها فيما بعد أية فائدة من السيطرة على هذه الشركة، فضلاً عن صعوبة السيطرة على إدارة الشركة القابضة التي تسيطر على مجموعة من الشركات التابعة، بالإضافة إلى أن الشركة القابضة والشركات التابعة لها سوف تتعاون في صد العرض المطروح ومحاولة إفشاله.
- تحول الشركة إلى شركة تابعة لشركة أخرى تدعمها في صد الهجوم المتوقع عليها، ويتم ذلك إما بدخولها كشركة تابعة لشركة قابضة أو باتفاق تعاون مع شركة أخرى قوية تدعمها عند الضرورة.

(1) Arthur J. Fleischer, tender offers : Defenses , Responses , and planning , Op.cit.p55.

- عدم قيد الأسهم في البورصة أو سحب قيدها من البورصة إن كانت مقيدة، مما يحول دون تمكن صاحب العرض من الاستحواذ على الأسهم من خلال البورصة.

2 - تفعيل الرقابة على تحركات الأسهم⁽¹⁾:

تساعد بعض الأساليب على زيادة فاعلية الرقابة على تحركات الأسهم وقيد الأسهم، وعمليات البيع والشراء، مما يساعد على التحوط ضد أية تحركات غير مواتية تسعى إلى السيطرة على الإدارة، ومن ذلك:

- إصدار كل أسهم الشركة اسمية: مما يمكن الشركة من تتبع أي تغييرات في ملكية الأسهم والتعرف على نوعية المساهمين وبياناتهم من واقع سجل قيد المساهمين، وقد قررت م (1) من ق 95/1992 بشأن سوق رأس المال في مصر على أن تكون الأسهم في شركات المساهمة وحصص الشركاء غير المتضامنين في الشركات ذات التوصية بالأسهم أسهماً اسمية.

- تقييد الأسهم لحاملها في سجلات الشركة عند الشراء أو تغير الملكية مما يسمح بالتعرف على حاملها، وهو ما قرره القانون الفرنسي منذ عام 1987، وكذلك م 59 من اللائحة التنفيذية للقانون 95/1992.

- الإلزام بالإخطار إذا تجاوزت ملكية الأسهم حداً معيناً، مما يسمح لمجلس الإدارة بالاحتياط ضد أي هجوم بطرح عرض عام على أسهم الشركة قبل الموعد بزمناً كاف، وقد ألزمت م 332 من اللائحة التنفيذية للقانون 95/92 كل من يستحوذ على 5 % من حقوق التصويت أو الملكية أو مضاعفاتها بما لا يجاوز الثلث من أسهم إحدى الشركات الخاضعة لأحكام هذا الباب (الباب الثاني عشر من اللائحة الخاص بعروض الشراء بقصد الاستحواذ) من خلال عمليات السوق المفتوح سواء عن طريق عملية واحدة أو عدة عمليات أن يفصح عن تلك العملية أو العمليات بحسب الأصول إلى البورصة أو الهيئة خلال يومين من تاريخ إتمام العملية.

(1) Filippo Ippolito, Takeover Defences, Firm-specific Skills And Managerial Entrenchment, February 28, 2006. University of Oxford.

ويجب أن يتضمن الإخطار بالإفصاح تعريفاً كافياً بالمستحوذ ونسبة مساهمته في الشركة المعنية بعد إتمام العملية، وعدد ونوع الأسهم محل العملية، وسعر التنفيذ واسم وعنوان شركات الوساطة المالية التي أجريت العملية من خلالها، كما يجب أن يتضمن الإفصاح بياناً كافياً بالأشخاص المرتبطة بالمستحوذ.

ويتعين في حالة الشركات الخاضعة لأحكام المادة (8) من قانون سوق رأس المال في شأن الشركات التي طرحت أسهماً لها في اكتتاب عام إتمام العملية خلال عشرة أيام من تاريخ الإخطار المشار إليه بالمادة المذكورة، ويتم الإفصاح عن العملية بعد إتمامها وفقاً للأحكام الواردة بهذا الفصل، وإذا بلغت النسبة المستحوذ عليها (25 %) أو أكثر بما لا يجاوز الثلث من رأس مال الشركة المعنية أو حقوق التصويت فيها، لزم أن يتضمن الإفصاح خطة المشتري الاستثمارية المستقبلية وتوجهاته فيما يتصل بإدارة الشركة إن وجدت، ومع عدم الإخلال بأحكام المادة (8) من قانون سوق رأس المال في شأن الشركات التي طرحت أسهماً له في اكتتاب عام، تسري أحكام المادة السابقة على أعضاء مجلس إدارة إحدى الشركات الخاضعة لأحكام هذا الباب والعاملين بها إذا استحوذ أحدهم على (3 %) أو مضاعفاتها من أسهم تلك الشركات (م 333).

3 - تعديل حقوق التصويت في الشركة⁽¹⁾:

ويمكن أن يتم ذلك بعدة صور منها:

- الحرمان من التصويت، وذلك بإصدار أسهم أو مستندات قابلة للتحويل إلى أسهم لا تتمتع بحق التصويت، مما يحول دون السيطرة على الإدارة بحيازة هذا النوع من الأسهم أو السندات.
- مضاعفة حق التصويت للمساهمين الذين يحتفظون بملكية الأسهم مدة معينة، مما يزيد ولاء حملة الأسهم للشركة.
- تقييد حق التصويت إذا تجاوزت نسبة معينة من حملة الأصوات، مما يحول دون سيطرة البعض على الإدارة مهما بلغت حصتهم في الأسهم.

(1) Takover Defences, at :www.simonrochester.edu/fac/schwert/f423def.pdf

- Takeover Defences and Credit Risk, Moody's Investors Service ,December 2004.

4 - تكوين نواة صلبة من المساهمين القدامى:

ويتم ذلك من خلال عدة أساليب تساعد في تكوين قاعدة ثابتة من المساهمين ذوي الانتماء والثقة، مما يدعم قوة الشركة في مواجهة أي عرض محتمل، ومن ذلك:

– تغطية أرباح المساهمين المحتفظين بالأسهم لمدة معينة.

– تعزيز حقوق التصويت للمساهمين القدامى.

– الاتفاق على تطبيق نظام الشفعة عند بيع الأسهم، بحيث يكون من حق المساهمين في الشركة شراء الأسهم المعروضة للبيع قبل عرضها على الغير وبنفس الشروط.

– دعم العلاقات الطيبة مع المساهمين والعاملين بالشركة، والانتظام في توزيع الأرباح والعوائد، والالتزام بمواعيد اجتماعات الجمعية العمومية، مما يزيد الروابط بين المساهمين.

ثانياً - وسائل دفاع تحد من فرص الربح:

يمكن اتباع عدة أساليب تحد من فرص الربح التي يسعى صاحب العرض إلى تحقيقه، مما قد يثبط رغبته في الاستحواذ على الشركة المستهدفة، وقد يتم ذلك إما بخفض العائد المتوقع، أو بزيادة التكلفة التي يتحملها صاحب العرض، ومن ذلك:

1 - وسائل تخفض من العائد المتوقع⁽¹⁾:

ومن أهم الوسائل التي تحقق ذلك:

- صفقات درة التاج Crown jewel :

ويتم ذلك في حالة علم الشركة بأن عرضاً ما سوف يطرح على أسهم الشركة، وأن صاحب العرض يسعى إلى الحصول على أحد أصول الشركة العامة، فإن التخلص من هذا الأصل سوف يؤدي إلى إحباط هذا العرض وإغناء صاحبه عنه لفقد الميزة التي يسعى إليها؛ لذلك يجب على الشركات التي تحتفظ بأصول ثمينة دون استغلالها استغلالاً أمثل، إما أن تحسن استغلالها لرفع قيمة أسهمها فلا تكون فريسة سهلة

(1) Wier,P,The costs of Anti –Merger law Suits :Evidence from the Stock Market .,Journal of Financial Economics ,11 April,1983 ,p207.

للعروض العامة، أو أن تتخلص منها في الوقت المناسب خوفاً من انقضاء المنافسين عليها.

ومن الأمثلة على ذلك تخلص شركة التبغ البريطانية الأمريكية من بعض أصولها وبعض أنشطتها الثانوية لصد هجوم شركة هويليك التي كانت ترغب في السيطرة عليها، وكذلك تخلص شركة Narigntionmixte من حصة جوهريّة في قطاع التأمين لصد هجوم شركة Paribas عليها.

- زيادة مديونية الشركة⁽¹⁾:

يرى البعض أن الشركة يمكن أن تعمل على زيادة التزاماتها المالية على نحو يثبط همة صاحب العرض، وقد يتم ذلك عن طريق بيع سندات ديونها في شركة أخرى، أو اقتراض أموال وتوزيعها على المساهمين في صورة أنصبة استثنائية في الأرباح، إلا أنه ينبغي ألا تتجاوز الديون فوائد رأس المال القابلة للتوزيع حفاظاً على رأسمال الشركة، وهذا الأسلوب قد يؤدي إلى مشاكل مالية كبيرة للشركة قد تنتهي بها إلى الإفلاس، ولذا يسمى هذا الأسلوب «حبّات الدواء السام» ويعتبر بمثابة انتحار للشركة أكثر من كونه وسيلة لصد الهجوم عليها.

2 - وسائل تزيد تكلفة العرض⁽²⁾:

يمكن اتباع عدة أساليب تؤدي إلى زيادة التكلفة والعبء المالي على الشركة المهاجمة بحيث تثنيها عن طرح العرض العام، ومن ذلك:

– طرح العرض العام على مجموعة الشركة المستهدفة والشركات التابعة لها، بمعنى عدم قبول العرض العام المقدم على أسهم الشركة إلا إذا شمل أسهم الشركات التابعة لها في الداخل والخارج، ومن ذلك اشتراط شركة Lafarge امتداد العرض المطروح عليها إلى الشركات التابعة للشركة الأم في الخارج.

(1) - د. حسين فتحي، المرجع السابق، ص 59.

- Knoeber, C. R. (1986): "Golden Parachutes, Shark repellents, and Hostile Tender Offers," American Economic Review, 76(1), 1986, p 155.

(2) Wier, P, The costs of Anti-Merger law Suits: Evidence from the Stock Market., Journal of Financial Economics, 11 April, 1983, p207.

- **زيادة رأس المال**، بإصدار كمية من الأسهم الجديدة مما يزيد تكلفة صاحب العرض، ويشترط لهذا الإجراء موافقة الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، وألا تتجاوز هذه الزيادة رأس المال المصرح به، وأن يتم هذا الإجراء قبل طرح العرض لأنه ليس من أعمال الإدارة المعتادة، لذلك يمكن اتخاذ هذا القرار كوسيلة احتياطية قبل طرح العرض (المتوقع) وإرجاء تنفيذه وقت الاحتياج إليه.

- **تقسيم الأسهم القائمة⁽¹⁾**، بحيث يتم تقسيم السهم الواحد إلى عدة أسهم، مما يزيد عدد الحائزين للأسهم مع بقاء حجم رأس المال ثابتاً، مما يزيد من سيولة السهم وقدرته على التداول في البورصة، ومن ثم زيادة عدد المنافسين، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العرض فضلاً عن توفر حالة من عدم اليقين لدى صاحب العرض حول كمية الأسهم التي يمكن أن يحصل عليها مما قد يصرفه عن طرح العرض ابتداءً.

- **الاستعانة بالشركات الشقيقة**، وهو ما يسمى «الفارس النبيل» حيث تقوم هذه الشركات بتنفيذ عمليات شراء منظمة على أسهم الشركة المستهدفة مما يرفع قيمتها في البورصة ويزيد عبء العرض على المهاجم مما قد يضطره إلى الانسحاب من العرض، وقد يتم الاتفاق على تحمل الشركة المستهدفة فرق السعر المرتفع الذي نفذت به عمليات الشراء لصد الهجوم.

- **تقديم عروض منافسة**، عن طريق بعض الشركات الصديقة بالاتفاق مع مجلس إدارة الشركة المستهدفة، مما يزيد من أعباء العرض العام أو إحباطه.

- **تقديم عرض عام عكسي**، عن طريق طرح عام على أسهم الشركة المهاجمة من قبل الشركة المستهدفة.

- **شراء الشركة لأسهمها** shares by back من السوق، بهدف رفع أسعارها بما يجعل تكلفة شراء هذه الأسهم مرتفعة أكثر من اللازم.

3- وسائل مجابهة عروض الشراء العدائية في القانون المصري⁽²⁾:

قد تكون وسائل المجابهة في القانون المصري تشريعية أو غير تشريعية، وتتمثل وسائل المجابهة التشريعية في الرجوع إلى نصوص القوانين القائمة التي تحول دون إتمام عمليات عروض الشراء العدائية ومنها:

(1) Takover Defenses, at :www.simon ,rochester,edu/fac/schwert/f423def,pdf

(2) د. سامي عبد الباقي، المرجع السابق، ص 305.

1 - **قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية رقم 3 لسنة 2005** والذي يحظر عمليات الاستحواذ أو الاندماج التي يترتب عليها الإضرار بالمنافسة، وقد قررت لائحة عروض الشراء المصرية الجديدة إلزام مقدم العرض بأن يرفق بطلب الموافقة على عرض الشراء ومذكرة المعلومات تعهداً من جانبه بإخطار جهاز حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية بالعملية محل الشراء طبقاً لأحكام قانون المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية رقم 3 لسنة 2005.

2 - **أحكام القانون 159 لسنة 1981 والخاص بالشركات المساهمة والشركات ذات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة،** حيث يتضمن العديد من النصوص التي تشكل وسائل دفاعية أو وقائية ضد عروض الشراء العدائية منها:

- **زيادة رأس مال الشركة،** حيث يمكن للشركات المصرية المقيدة منح كل أو بعض مساهميها حقوقاً تعطيهم الحق في تملك جزء من رأس مال الشركة بعد فوات مدة معينة وبتوافر شروط معينة، ومن ذلك السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ومنح المساهمين خيارات شراء الأسهم وخيارات الاكتتاب عند زيادة رأس المال، وغير ذلك من الوسائل.

- **كما يكون للشركة زيادة رأس مالها بإصدار أسهم جديدة في حدود رأس المال المرخص به،** إلا أن هذه الزيادة تتطلب تعديلاً في النظام الأساسي للشركة بما يسمح بمثل هذه الزيادة، ولا يخفى مدى الصعوبة التي ينطوي عليها تعديل هذا النظام من ضرورة موافقة الجمعية العامة غير العادية في جلسة يجب أن يحضرها مساهمون يمثلون نصف رأس المال، ويشترط لصدور القرار موافقة ثلثي الأسهم الممثلة في الاجتماع (المادة 70 فقرة ج من القانون 159 لسنة 1981)، والحقيقة أن اللجوء إلى زيادة رأس المال، يجعل من السيطرة التي يسعى مقدم العرض العدائي إلى الحصول عليها أمراً صعباً ومكلفاً في نفس الوقت.

- **زيادة رأس المال عن طريق تحويل الشركة الديون المستحقة في ذمتها إلى أسهم،** وتكمن أهمية اتباع هذه الطريقة لزيادة رأس المال كوسيلة دفاعية في مواجهة

عروض الشراء العدائية في السماح للشركة باختيار مساهمين جدد يكونون محل الثقة ويعرفون بولائهم للشركة، أو تقوية مركز المساهمين الموجودين، ومن ذلك زيادة رأس المال من أرصدة الحسابات الدائنة للمساهمين لدى الشركة.

– **زيادة رأس مال الشركة عن طريق أسهم ممتازة**، والتي تعطي أصحابها أولوية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة أو في اقتسام أموال التصفية بعد حل الشركة التي تمنح أصحابها أصواتاً متعددة في الجمعية العامة للشركة، على أن يتم منح هذه الأسهم إلى مساهمين يتميزون بالإخلاص للشركة، حتى إذا ما طرحت على الشركة عروض شراء عدائية تصدوا لها، أو العمل على الحد من إمكانية السيطرة، الأمر الذي يدفع مقدم العرض إلى التردد كثيراً في تقديم عرض لشراء أسهم هذه الشركة.

3 – **إمكانية طلب المساعدة من صديق بتقديم عرض شراء منافس** استناداً إلى المادتين 346 و 347 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992.

ومن ناحيتنا نؤيد ما ذهب إليه البعض⁽¹⁾ من ضرورة تبني نصوص تضع ضوابط على القروض التي يكون الهدف منها تمويل عمليات عروض شراء، وإن كان من الممكن التغلب على هذه المشكلة عن طريق إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

وفيما يتعلق بوسائل المجابهة غير التشريعية⁽²⁾ لمجابهة عروض الشراء العدائية التي لا يكون الهدف منها إلا السيطرة على الشركات المصرية المقيدة أو ذات الاكتتاب العام، فهي تتركز في تضمين الأنظمة الأساسية لهذه الشركات بعض النصوص التي تحول دون إتمام عروض الشراء العدائية، ومن ذلك:

– **النص على عدم إمكانية عزل أعضاء مجلس الإدارة إلا بعد مدة معينة**، أو تحريم تغيير كل أعضاء مجلس الإدارة وحصر التغيير في نطاق الثلث، مما يحرم مقدم العرض من السيطرة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة الذي لا يملك عندئذ عزل الأعضاء الموجودين أو تغيير الأعضاء بصورة كلية، مما يشكل دفاعاً فعالاً ضد عروض الشراء العدائية، إذ لن يُقبل أحد على طرح عرض شراء للاستحواذ على

(1) المرجع نفسه، ص 310.

(2) المرجع نفسه، ص 311.

أسهم شركة يعلم مسبقاً أنه لن يستطيع السيطرة عليها ولا يكون له الحق في تشكيل مجلس إدارتها.

- **تضمين النظام الأساسي للشركة نصوصاً تخضع عمليات الاستحواذ على الشركة عن طريق عروض شراء لموافقة أغلبية كبيرة لا تقل مثلاً عن الثلثين في الجمعية العامة للشركة، أو تستلزم نصاباً مرتفعاً للحضور لكي يكون اجتماع الجمعية صحيحاً أو نصوصاً تقيد حق المساهمين في تعديل النظام الأساسي للشركة أو في تعيين أعضاء مجلس الإدارة، وغير ذلك من النصوص التي تسعى إلى تقوية سلطات الجمعية العامة ووضع العقوبات أمامها عند التصويت على عدد معين من القرارات أو عند تعديل النظام الأساسي للشركة.**

- **تضمين النظام الأساسي للشركة نصوصاً أو قيوداً اتفاقية على تداول الأسهم، ومن ذلك شرط الاسترداد والذي بموجبه يحق لمجلس إدارة الشركة أو جمعيتها العمومية تقرير شراء الشركة للأسهم المتنازل عنها، وكذلك شرط الموافقة والذي بمقتضاه تشترط الشركة في نظامها موافقة مجلس الإدارة أو الجمعية العامة على المساهمين الجدد المتنازل إليهم، ويشترط لصحة مثل هذه القيود ألا تصل إلى حد منع المساهم كلية من التنازل عن أسهمه، وذلك لأن من أهم ما يميز شركات المساهمة عن غيرها من الشركات هو قابلية أسهمها للتداول، ويعد حق المساهم في التنازل عن أسهمه من الحقوق المتعلقة بالنظام الذي لا يجوز الاتفاق على ما يخالفه.**

وعلى ذلك تتركز أساليب مجابهة العروض العدائية بشكل عام في:

- **العروض المنافسة التي يطلب تقديمها مجلس إدارة الشركة المستهدفة من قبل شركات صديقة.**

- **زيادة رأس مال الشركة المستهدفة بقرار من الجمعية العامة.**

- **تركيز رأس مال الشركة في يد مجموعة من المساهمين المعروف عنهم الولاء للشركة.**

- **تضمين النظام الأساسي للشركة عدداً من الشروط التي يكون من شأنها التصدي لأية عروض شراء عدائية.**

الخاتمة والتوصيات :

تناولنا في هذا البحث موضوع العروض العامة لشراء الأسهم، وقد تبين لنا من هذه الدراسة أن العروض العامة للاستحواذ تعد عملية يتوجه بها مقدم العرض بصفة مباشرة إلى المساهمين في الشركة المستهدفة (النظام الأمريكي والنظام الإنجليزي) أو بصفة غير مباشرة عن طريق وسيط نزيه هو السلطة المختصة بمراقبة سوق المال (النظام الفرنسي والنظام المصري) طالباً الاستحواذ على ما يمتلكونه من أسهم في رأس مال هذه الشركة. وتبين أن العرض العام يختلف عن الدمج Merger في أن المشروع المستهدف في الدمج يصبح جزءاً من المشروع المستحوذ، بينما في العرض العام يستمر المشروع المستهدف في الوجود وإن كان العرض العام يهدف مستقبلاً إلى أن يتحول إلى دمج، كما يختلف عن الطرح الخاص، ذلك أن الطرح الخاص وإن كان يعد اكتتاباً في أسهم، إلا أنه اكتتاب موجه إلى أشخاص تتوافر فيهم صفات معينة أهمها الملاءة المالية، أما عروض الشراء فهي لا تعد اكتتاباً في أسهم الشركة، وإنما هو عرض لشراء هذه الأسهم يقدمه أحد الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الذين يريدون السيطرة على شركة ما، وهو يعد إيجاباً من نوع خاص تنعقد به الصفقة إذا صادفه قبول مطابق وفق شروط وأحكام قانونية خاصة.

كما تختلف عمليات عروض الشراء عن عمليات شراء الأسهم من جهة أن عمليات الشراء قد تتم باتفاق يبرم بين الطرفين (البائع والمشتري) كما قد تتم عن طريق شراء أسهم شركة معينة من خلال عمليات تداولها في البورصة، وهذا هو ما يطلق عليه تجميع أو جمع الأسهم، وذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة، أما عروض الشراء فهي تتم بصورة علنية ولا تبرم بإجراء مفاوضات مباشرة بين البائع والمشتري، حيث إن الراغب في الشراء لا يعرف البائع مقدماً وإنما هو يلتزم، بتقديم عرض عام للشراء يتوجه به إلى كل مساهمي الشركة وليس إلى فئة معينة من بينهم.

ويرجع أصل تنظيم عروض الشراء العامة إلى الرغبة في تجنب المخاطر الناجمة عن عملية تجميع أسهم شركة معينة من خلال شرائها من البورصة، حيث تقوم شركة ما بإعلان رغبتها في شراء أسهم شركة أخرى بسعر غالباً أعلى من سعر السوق أو عن طريق مبادلة أسهم بأسهم تحت رقابة إدارة البورصة.

وقد تم تنظيم العروض العامة لشراء الأسهم بالفصل الثاني عشر من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992 والصادر بالقرار الوزاري رقم 12 لسنة 2007. وقد عرفت المادة 326 منها العرض العامة بأنه العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء أكان مقابل الشراء نقدياً أم مبادلة بأوراق مالية أخرى أم مختلطاً، وسواء أكان العرض إجبارياً أم اختيارياً، ويوجد عدد من المبادئ يلزم مراعاتها في العروض العامة لشراء الأسهم هي: مبدأ الشفافية، والمساواة، والأمانة، ومراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض.

يمكن تقسيم العروض العامة للشراء إلى عدة تقسيمات تختلف باختلاف الزاوية المنظور منها إليها، فيمكن تقسيم العروض العامة للشراء من حيث المقابل إلى عروض نقدية أو عروض تبادلية، أو عروض مختلطة أو عروض تخييرية، ومن حيث رضا المشروع المستهدف إلى عروض ودية وغير ودية، ومن حيث طبيعة العرض إلى العروض الأصلية والعكسية والمنافسة، ويمكن تقسيم العروض العامة لشراء الأسهم من حيث الغرض أو الباعث على طرحها إلى ثلاث طوائف رئيسية هي: الصناعية والمالية والتجارية والمجمعة، ومن حيث الكمية المطلوب شراؤها إلى عروض كلية أو جزئية. ومن حيث حرية إرادة مقدم العرض إلى عروض اختيارية وعروض إجبارية، وقد وضعنا كل ذلك تفصيلاً في المبحث الأول.

وبالنظر لما هو سائد في الاقتصاديات العالمية يمكن أن نميز بين نماذج ثلاثة، النموذج الجرمانى: ويميل هذا النموذج إلى وضع عقبات في طريق تطبيق العروض العامة، مما يصعب معها تقديم عروض عدائية غير مرغوبة على الشركات، والنموذج الأنجلوسكسونى: ويترك السوق يلعب دوره كاملاً، فالمساهم هو الذي يقرر تحديد مصير الإشراف على المشروع، والدولة لا تتدخل إلا في أحوال نادرة، والنموذج اللاتينى: وتخضع فيه العروض العامة بالشراء لإشراف دقيق من قبل الدولة وهو مطبق في كل من فرنسا وإيطاليا وأسبانيا، وقد كان ذلك هو محور المبحث الثاني.

وتحقق العروض العامة عدداً من الإيجابيات بالنسبة للمشروعات سواء المستهدفة أو مقدمة العرض، وكذلك بالنسبة للمساهمين وللاقتصاد القومي،

وعرضنا لذلك تفصيلاً في المبحث الثاني. ولقد قام العديد من الاقتصاديين بإجراء دراسات ميدانية على مجموعات مختلفة من الدول لبحث الآثار المترتبة على الاندماج، إلا أن ثمة ملاحظات هامة عرضنا لها بخصوص مجموعات الدول محل الدراسات الميدانية منها: أن المقارنة الدولية تعد صعبة لعدة أسباب أهمها تلك الفروق الجوهرية بين الخصائص الاقتصادية لكل دولة، ولذلك فإن نتائج الدراسات تختلف باختلاف المجموعة محل الدراسة، فنجد أن نتائج الدراسات الخاصة بمجموعة الدول المتقدمة تختلف تماماً عن نتائج دراسات أخرى عن الدول الناشئة إلا أنها تمكننا من التوصل إلى اتجاهات ونتائج عامة، ولا شك أن النتائج ستختلف بحسب قوة وظروف كل من هذه الاقتصاديات.

ولما كان الهدف الرئيسي من العروض العامة هو هدف اقتصادي يتمثل في تحقيق المزيد من الربح عن طريق زيادة العائد وخفض النفقات، وأن هذا يتم من خلال السيطرة على إدارة الشركة المستهدفة بالعرض، حيث يتم طرح العرض العام لشراء نسبة من أسهم الشركة المستهدفة تسمح بذلك، لهذا فإن صد هذا الهجوم الذي يمثله العرض العام لا بد وأن يحقق أحد أمرين أو كليهما، الأول: الحد من فرص السيطرة على الإدارة، والثاني: الحد من فرص الربح، ثم اتبعناه ببيان وسائل مجابهة العروض العدائية في القانون المصري، وهو ما فصلناه في المبحث الرابع.

وقد خلصنا من هذه الدراسة إلى ما يلي:

- 1 - لا يوجد تنظيم قانوني للعروض العامة لشراء الأسهم إلا في اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992 المصري بشأن تنظيم سوق المال.
- 2 - ضرورة تنظيم هذه العروض بقواعد قانونية خاصة في الدول العربية على غرار التجارب الدولية في هذا الشأن.
- 3 - تبين قصور التعريف الوارد باللائحة التنفيذية للقانون للعروض العامة بالشراء، حيث لم يشر إلى ضرورة أن يكون العرض علنياً وعماماً أي موجهاً إلى كل حملة الأوراق المالية في الشركة، وأن يكون العرض خلال مدة معينة، وبسعر موحد، وهو ما يعيبه، ولا يقلل من هذا العيب ورود هذه الأحكام في مواضع

أخرى من اللائحة، إلا أنه أحسن حين استخدم اصطلاح «الأوراق المالية» بدلاً من «الأسهم»، كما أنه جاء شاملاً للعروض النقدية والتبادلية والمختلطة، وكذلك العروض الإجبارية والاختيارية.

4 - شمول القانون المصري لعدد من أساليب مواجهة العروض العدائية، إلا أنه جاء خلواً من بعض الأساليب الهامة كوضع ضوابط على القروض التي يكون الهدف منها تمويل عمليات عروض شراء.

5 - أن الدراسات التطبيقية لم تنته إلى نتائج قاطعة بخصوص إيجابية أو سلبية الآثار المترتبة على العروض، لذلك يجب أن يقتصر الحكم على كل حالة على حدة دون تعميم هذه الأحكام على كل الحالات؛ نظراً لاختلاف ملابسات الواقع المحيط بكل منها.

6 - ضرورة تفعيل الدور الرقابي على العروض لشراء الأسهم العامة لضمان تحقيق مبادئ وضوابط هذه العروض.

المراجع:

أولاً - باللغة العربية:

- 1 - د. أحمد جامع، المذاهب الاشتراكية، دار المعارف، 1969، القاهرة، مصر.
- 2 - أوراق بنك مصر البحثية، عمليات الدمج والاستحواذ المصرفي وأثرها على القطاع المصرفي والاقتصاد القومي، بنك مصر، العدد (5)، 1999، القاهرة، مصر.
- 3 - د. حسين محمد فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات.
- 4 - د. حمدي عبد العظيم، الآثار الاقتصادية للاندماج المصرفي، ندوة الأبعاد الاقتصادية والإدارية للاندماج المصرفي، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، 28 أغسطس 1999.
- 5 - د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 2006، القاهرة، مصر.
- 6 - د. سعيد عبد الخالق، القطاع المصرفي في مواجهة عصر الاندماج والتكتل، ندوة الأبعاد الاقتصادية والإدارية للاندماج المصرفي، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، 28 أغسطس 1999.
- 7 - سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، 2006، القاهرة، مصر.
- 8 - د. عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، القاهرة، مصر.
- 9 - د. هالة حلمي السعيد، اندماج البنوك، الدوافع والآثار، سلسلة أوراق بحثية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، العدد 22، 2005، القاهرة، مصر.

ثانياً - باللغة الأجنبية:

- 1 - Aras. Cor. Seibel KARGIN, Mergers and Tender offers A review of the Literature, www.bayar.ed.tr/niibf/dergi/bdf/cbs12001/sk.Pdf.
- 2 - Alan J.Auerbach, Corporate takeover: Causes and consequences, University of Chicago press, 1988.
- 3 - Anthony vice, the Strategy of takeovers: A case book of International practice, 1971.
- 4 - Arthur J. Fleischer, Tender offers: Defenses, Responses, and Planning, New York, law and Business, 1983.
- 5 - Aswath Damodaran , Investment Valuation: tools and techniques for Determining the value, John Wiley and sons, 2002.
- 6 - Bhagat, S., M. Dong, and D. Hirshleifer (2005), "Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence", Journal of Financial Economics, 71(1).
- 7 - Bhagwan Chowdhry and Naracimha n Jegadeesh , Pre-Tender Offer Share Acquisition Strategy in Takeovers, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 29. No.1 March, 1994.
- 8 - Bebchuk, L. A.: "Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements", University of Pennsylvania Law Review, 152, 2003.
- 9 - Dann, L.Y, and H. DeAngelo, Corporate financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments In Asset and Ownership Structure .Journal of Banking and finance, 2 Dec1978.
- 10 - Casares-Field, L., and J. Karpoff , "Takeover Defenses of IPO Firms," Journal of Finance, LVII(5),2002, 1857.
- 11 - Chang, S., "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns", Journal of Finance, LIII(2),1998.

- 12 - Chemla, G., "Hold-Up, Stakeholders and Takeover Threats", Journal of Financial Intermediation, 14,2005.
- 13 - Coates, J. C., "Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers" California Law Review, 89,2001.
- 14 - Cohen , lloyd R . "Why Tender Offers ? The Efficient Markets hypothesis, the supply of Stock and signaling", Journal of Legal Studies 19, no 1 (January 1990).
- 15 - David J. Ravenscrart , Fredric M.scherer , "Mergers , sell. Offs , and Economic Efficiency" , Brookings Institution ress, 1987.
- 16 - Donald Depamplilis, "Mergers, Acquisitions, and other Restructuring", Academic press , 2002.
- 17 - Filippo Ippolito, "Takeovers Defences ,Firm-specific Skills And Managerial Entrenchment",February 28,2006 .University of Oxford .
- 18 - Gokhale, G., E. L. Groshen, and D. Neumak: "Do Hostile Takeovers Reduce Extramarginal Wage Payments?", Review of Economics and Statistics, 77(3),1995.
- 19 - Harris ,M. and A.Raviv, "Corporate control Contests and the success of hostile Takover Bids" ,Journal of political Economy,89 ,April 1990.
- 20 - Holger M. Muller and Fausto Panunzi, "Tender offers and leverage" ,August 2003.
- 21 - Isadore Barmash, "A not-so tender offer: An insider's look at mergers and their consequences", Alan j. Auerbach , corporate takeovers.
- 22 - Jarrell , Gand R Comment., "Two-Tier and Negotiated Tender offer :The Imprisonment of the Free –Riding Shreholder", Journal of Financial Economics, 19 Dec. 1987.

- 23 - Jennifer Payne , “Takeovers in English and German Iounart publishing” , 2002.
- 24 - Joel, F.houston and Michael D.Rungaert ,”The Overall Gains from Large Bank Mergers”, Journal of Banking And Finance, No.18, 1994.
- 25 - John B. Shoven and Laurie Blair Simon, “Share Repurchases and Acquisitions: an Analysis of Which Firms Participate” ,NBER Working Paper Series ,No 2243 [www.nber.org /papers /w2243.pdf](http://www.nber.org/papers/w2243.pdf).
- 26 - Jhun Raymond Boatrigt, “Ethics in Finance”, Blackwell Publishing ,2004.
- 27 - Kaplan, S., “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value”, Journal of Financial Economics, 24,1989.
- 28 - Klaus J.Hopt, “European takeovers: law and practice”, Butterworth’s , 1992.
- 29 - Kini, O., W. Kracaw, and S. Mian, “The Nature of Discipline by Corporate Takeovers”, Journal of Finance, LIX(4),2004.
- 30 - Knoeber, C. R, “Golden Parachutes, Shark repellents, and Hostile Tender Offers,” American Economic Review, 76(1),1986
- 31 - Margaret M.Blair, “The Deal Decade: What Takeover and Leveraged buyout mean for corporate” , Brookings institution press, 1993.
- 32 - Margaret M.Blair , “Ownership and Control: Who’s at Stake in the Corporate Governance Debates” , Brookings in situation press , 1994.
- 33 - Mitchell, M. L., and J. H. Mulherin, “The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity”, Journal of Financial Economics, 41,1996.

- 34 - PartickJ.Davey , “Defenses Against Unnegotiated Cash Tender Offers”,1977
- 35 - Patrick A. Gaughan , “Mergers, Acquisitions, and corporate Restructurings” , John Wiley and sons, 2002 .
- 36 - Oren Fuerst& Uri Geiger, “From Concept to Wall Street”, FTpress, 2003, .
- 37 - Robert Marquez, “Information and Efficiency intender Offers”,Eco- nomerica,vol.76, No.5, Sep. 2008.
- 38 - Rudi Vander Vennet, “The Effect of Mergers and Acquisitions on The Efficiency and profitability of EcCreditinStitutios, Journal of Banking and Finance , 20 1996.
- 39 - Sarkis J.Khoury, “Transnational Mergers and Acquisitions in the United States, Beard Books, 2002.
- 40 - W.Carlkester, “Japanese Takeovers: The Global Contest for Corporate Control”, Beard Books, 1991.
- 41 - Wier,P. ”The Costs of Anti –Merger law Suits :Evidence from the Stock Market “, Journal of Financial Economics, 11 April 1983.

الموضوع	الصفحة
المقدمة	89
المبحث الأول- التعريف بالعروض العامة لشراء الأسهم	91
المطلب الأول- تعريف العروض العامة لشراء الأسهم	91
المطلب الثاني- تمييز العروض العامة لشراء الأسهم عما يشتهر بها	94
أولاً - العروض العامة والدمج	94
ثانياً - العرض العام والطرح الخاص	95
ثالثاً - العروض العامة وعمليات تجميع الأسهم	96
المطلب الثالث- مبادئ وضوابط العروض العامة	96
أولاً - مبادئ العروض العامة	97
1- مبدأ الشفافية	97
2- الالتزام بالإفصاح	97
3- المساواة	98
4- مراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض	99
5- الأمانة في التعامل	99
ثانياً - ضوابط العروض العامة لشراء الأسهم	99
1- الضوابط الأخلاقية	100
2- الضوابط القانونية	100
3- الضوابط الاقتصادية	100
تمويل العروض العامة لشراء الأسهم	101

الموضوع	الصفحة
المبحث الثاني - أنواع العروض العامة لشراء الأسهم	103
المطلب الأول - أنواع العروض العامة من حيث المقابل	103
أولاً - العروض النقدية	103
ثانياً - العروض التبادلية	103
ثالثاً - العروض التخيرية	103
رابعاً - العروض المختلطة	104
المطلب الثاني - من حيث رضا المشروع المستهدف	105
أولاً - العرض العام الودي	105
ثانياً - العرض غير الودي	105
المطلب الثالث - من حيث طبيعة العرض	106
أولاً - العرض الأصلي والعرض العكسي	106
ثانياً - العروض المنافسة	106
المطلب الرابع - من حيث الغرض من العرض	107
أولاً - العروض الصناعية	107
ثانياً - العروض المالية	108
ثالثاً - العروض التجارية	109
رابعاً - طائفة العروض المجمعة	109
المطلب الخامس - عروض الشراء من حيث الكمية المطلوب شراؤها: عروض كلية أو جزئية	109

الموضوع	الصفحة
المطلب السادس- من حيث إرادة مقدم العرض: العروض الاختيارية والعروض الإجبارية	111
أحكام العروض الإجبارية في النظام المصري	112
المبحث الثالث- أهم التجارب الدولية	113
المطلب الأول- النموذج الجرمانى	113
المطلب الثانى- النموذج الأنجلوسكسونى	114
المطلب الثالث- النموذج اللاتينى	115
المبحث الرابع- الآثار الاقتصادية للعروض العامة لشراء الأسهم	115
المطلب الأول- الآثار الإيجابية لعروض الشراء العامة	115
أولاً - بالنسبة للمشروعات	115
ثانياً - بالنسبة للمساهمين	116
ثالثاً - بالنسبة للاقتصاد القومى	117
المطلب الثانى- الآثار السلبية للعروض العامة للشراء	117
المبحث الخامس- الدفاع ضد العروض العامة لشراء الأسهم	118
المطلب الأول- ضوابط حق الدفاع ضد العروض العامة	119
أولاً - أن يكون الدفاع مشروعاً	119
ثانياً - عدم التعارض مع النظام الأساسى للشركة المستهدفة	121
ثالثاً - الالتزام بالشفافية	121
المطلب الثانى- وسائل الدفاع ضد العروض العامة	121

الموضوع	الصفحة
أولاً - وسائل دفاع تحد من السيطرة على الإدارة	121
1- تغيير هيكل الشركة	122
2- تفعيل الرقابة على تحركات الأسهم	123
3- تعديل حق التصويت في الشركة	124
4- تكوين نواة صلبة من المساهمين القدامى	125
ثانياً - وسائل دفاع تحد من فرص الربح	125
1- وسائل تخفض من العائد المتوقع	125
2- وسائل تزيد تكلفة العرض	126
3- وسائل مجابهة عروض الشراء العدائية في القانون المصري	127
الخاتمة والتوصيات	131
المراجع	135

