

# حماية أقلية المساهمين في حال الاستحواذ على الشركة: دراسة في القانون الكويتي

د. عايض راشد المري

أستاذ القانون التجاري المشارك

قسم القانون، كلية الدراسات التجارية

الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت

## الملخص

تبرز أهمية حماية الأقلية - خاصة في الوقت الراهن - لما قد تشهده الساحة من تعثر لكثير من الشركات التجارية نتيجة الإغلاق القسري لأنشطتها التجارية نتيجة جائحة فيروس كورونا التي عصفت بالعالم ومازالت، وبالتالي لجوؤها لإعادة الهيكلة، واندماجها أو الاستحواذ عليها من قبل شركات أخرى للأهداف المختلفة التي تناولناها في البحث.

وقد تناولنا في هذه الدراسة مسألة مهمة للغاية، ألا وهي حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة، في حال الاستحواذ على الشركة، فقمنا بتقسيم الدراسة إلى مبحث تمهيدي تحدثنا فيه عن مفهوم الاستحواذ من حيث تعريفه، ونطاقه، وصوره، ثم بعد ذلك تحدثنا في المبحث الأول عن الحماية القانونية لأقلية المساهمين في ظل قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته واللائحة التنفيذية، وكذلك في ظل قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 وتعديلاته، وكذلك بالنسبة لنظرية التعسف في استعمال الحق الواردة في القانون المدني، وفي المبحث الثاني تحدثنا عن الحماية الاتفاقية والقضائية لأقلية المساهمين من مخاطر الاستحواذ، وذلك باعتماد المنهج التحليلي لنصوص القانون الكويتي ذات الصلة والمذكورة آنفاً.

وقد توصلنا في نهاية الدراسة إلى عدد من النتائج من بينها أن المشرع الكويتي أضاف حماية لأقلية المساهمين في كل من قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته واللائحة التنفيذية، وكذلك في ظل قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 وتعديلاته، وكذلك ما ورد في القانون المدني فيما يتعلق بنظرية التعسف في استعمال الحق. كما أن هناك نوعاً من الحماية لا تقل أهمية عن الحماية القانونية الوارد ذكرها في التشريعات المذكورة آنفاً، وهي الحماية الاتفاقية التي يمكن للمساهمين الاتفاق عليها لحماية الشركة والمساهمين، بالإضافة إلى أن هناك أيضاً حماية قضائية توفرها التشريعات المذكورة آنفاً لأقلية المساهمين.

وقد أوصت الدراسة بضرورة مد المشرع لأحكام الاستحواذ الواردة في قانون هيئة أسواق المال أو اللائحة التنفيذية لتشمل الشركات غير المدرجة بالبورصة كما جاء في مسألة الاستحواذ العكسي، كما أوصت بتنظيم مسألة العروض العدائية لتفويت الفرصة على العروض المنافسة غير الجدية والتي تكون عادة من فعل مجلس الإدارة، وكذلك تفعيل التزام الشركة المستهدفة أحكام ومبادئ الحوكمة لحماية لأقلية المساهمين، وتوفير أكبر قدر من المساواة والشفافية للمعلومات.

**كلمات دالة:** الاستحواذ، أسواق المال، الشركات، القانون الكويتي، إعادة هيكلة الشركات، الاندماج، حوكمة الشركات.

## المقدمة

تعني عملية الاستحواذ السيطرة الفعلية على الشركة محل الاستحواذ من خلال شراء الأسهم التي تُحوّل لصاحبها السيطرة على إدارة الشركة المستهدفة، ويقصد بالسيطرة الفعلية: «كل وضع أو اتفاق أو ملكية لأسهم أو حصص، أيًا كانت نسبتها، تؤدي إلى التحكم في تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة، أو في القرارات الصادرة عنه، أو عن الجمعيات العامة للشركة المعنية»<sup>(1)</sup>.

ويهدف المستحوذون على الشركات إلى تحقيق أهداف متعددة، فقد يهدفون إلى التوسع في نشاطهم الأصلي وتنميته من خلال الاستحواذ على شركات تباشر نشاطًا مماثلًا، أو التوسع في منطقة الشركة المستحوذ عليها أو مناطق جغرافية أخرى، كذلك قد يكون الاستحواذ إحدى الوسائل لإنقاذ الشركات المتعثرة وتفادي إشهار إفلاسها.

ومن شأن هذا الاستحواذ أن يؤثر سلبيًا أو إيجابًا على مصالح الشركة المستحوذ عليها، ومصالح كثير من الأطراف ذوي المصلحة كالعاملين والمساهمين، كما قد يؤثر على مصالح البنوك الدائنة، والموردين والمستهلكين، كذلك قد يؤثر الاستحواذ سلبيًا على حرية المنافسة؛ إذ قد يؤدي إلى خروج منافسين من السوق وانتقال السيطرة على السوق إلى المستحوذ<sup>(2)</sup>.

وينقسم المساهمون في شركات المساهمة إلى نوعين: مساهمون يملكون نسبة من الأسهم تمكنهم من السيطرة على رأس مال الشركة ومجلس إدارتها؛ ولذلك يسمون بالأغلبية، وفريق آخر على عكس ذلك، فلا يملكون من الأسهم إلا الشيء القليل، مما يجعلهم في وضع أضعف.

ولما كانت الجمعيات العامة للمساهمين هي صاحبة السلطة العليا في إدارة شركات المساهمة، ولما كانت قرارات الجمعيات العامة تخضع لمبدأ الأغلبية، فقد يترتب عليه تحكم الأغلبية بما يكفل توجيه إدارة الشركة ويحقق مصالحهم دون مراعاة لمصالح أقلية المساهمين في الشركة<sup>(3)</sup>. ويقصد بالأقلية المساهم أو مجموعة المساهمين الذين يمثلون في الجمعية العامة للشركة نسبة في رأس المال أقل مما تمثله المجموعة الأخرى وهي

(1) كتاب التعريفات، من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010.

(2) هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجمالي بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص 5 وما بعدها.

(3) أحمد بركات مصطفى، حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة: دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص 5.

مجموعة الأغلبية<sup>(4)</sup>، ويقصد بالأولى مجموعة المساهمين الذين تفرض عليهم قرارات الأغلبية الحاضرة أو الممثلة في اجتماع الجمعية العامة<sup>(5)</sup>.

ولذلك نجد أن المشرع الكويتي قد أحاط هذه الفئة بالحماية من أوجه مخاطر الاستحواذ التي من الممكن أن تواجهها الأقلية من المساهمين، في قانون رقم 7 لسنة 2010 بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، وكذلك في قانون الشركات رقم 1 لسنة 2016، وأيضاً كان للقضاء دور فاعل في حماية مصالح الأقلية في شركات المساهمة.

ولما كان العالم يشهد في الوقت الحالي جائحة فيروس كورونا الصحية التي أثرت على كل مناحي الحياة، بسبب التدابير الصحية التي اتخذتها كل دول العالم، مما أثر سلباً على الاقتصاد في العالم بكل قطاعاته، وفي ضوء أن الاستحواذ قد يكون أحد الحلول التي قد تلجأ إليها الشركات في الكويت أو خارجها لمعالجة حالات التعثر وإنقاذ تلك الشركات من الإفلاس، فقد سعينا لدراسة مسألة حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة نتيجة لعمليات الاستحواذ على تلك الشركات، مقتصرين البحث على الوضع في القانون الكويتي، وسوف نبحت في هذه الدراسة أوجه الحماية القانونية والقضائية والاتفاقية لأقلية المساهمين في شركات المساهمة.

وقد اقتضت خطة البحث أن يكون على النحو التالي:

مبحث تمهيدي: مفهوم الاستحواذ وصوره

المبحث الأول: الحماية القانونية لأقلية المساهمين

المبحث الثاني: الحماية الاتفاقية والقضائية لأقلية المساهمين

بالإضافة إلى خاتمة عرضنا فيها لأبرز نتائج وتوصيات البحث.

(4) علي فوزي الموسوي، حماية الأقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي، مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، المجلد 26، العدد الأول، 2011، ص 107.

(5) عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية - القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعيات العامة للمساهمين: دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، مصر، دون تاريخ نشر، ص 24.

## مبحث تمهيدي مفهوم الاستحواذ وصوره

نتحدث في هذا المبحث عن ماهية الاستحواذ وصوره حسب ما ورد في قانون هيئة أسواق المال وتعديلاته ولائحته التنفيذية، على النحو التالي:

### المطلب الأول

#### ماهية الاستحواذ ونطاقه

نعرض في هذا المطلب لتعريف الاستحواذ في القانون، وفي الفقه، ثم نطاقه، وذلك على النحو التالي:

### الفرع الأول

#### تعريف الاستحواذ

يشير مصطلح الاستحواذ بشكل عام إلى أية عملية شراء للأسهم لها قوة تصويت في الجمعية العامة للشركة المستهدفة بالاستحواذ، فتؤدي إلى نقل السيطرة الفعلية بصورة مباشرة أو غير مباشرة إلى الطرف الذي قام بشراء الأسهم أو حقوق التصويت، والاستحواذ على الشركات المساهمة التي لها أوراق مالية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية<sup>(6)</sup>، فهي عملية قانونية يترتب عليها حصول إحدى الشركات على إدارة شركة أخرى عن طريق شراء معظم أسهمها<sup>(7)</sup>.

وقد عرّف المشرع عرض الاستحواذ في المادة (71) من القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية بأنه: «العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك: 1. كافة أسهم 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. كافة الأسهم المتبقية في الشركة المقدم إليها العرض، والتي يتم عرضها على جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه

(6) أحمد حسن وسمي بنیان، النظام القانوني للاستحواذ على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية وفقاً للقانون العراقي، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، القاهرة، 2019، ص 9

(7) طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة: دراسة نظرية وتطبيقية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2009، ص 4.

من السيطرة على مجلس الإدارة».

كما عرّف الاستحواذ في كتاب التعريفات في اللائحة التنفيذية بأنه: «المحاولة أو الطلب لتملك أسهم تؤدي إلى سيطرة على شركة مدرجة في البورصة، أو غير مدرجة في حال الاستحواذ العكسي، طبقاً لأحكام وقواعد الكتاب التاسع (الاندماج والاستحواذ)».

وقد عرّفه الفقه بأنه: «عملية قانونية بين شخصين، يترتب عليها حصول أحدهما على كل أو بعض حصص رأس مال إحدى الشركات، سواء باتفاق مع الإدارة أو من دون، وتؤدي إلى السيطرة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة»<sup>(8)</sup>.

كما عرّفه جانب آخر من الفقه بأنه: «عملية شراء لأسهم أو أصول شركة يكون من شأنها نقل السيطرة بشكل مباشر أو غير مباشر إلى المستحوذ، فالاستحواذ من الناحية القانونية، هو نقل ملكية أصول الشركة المستهدفة أو أسهم مالكيها إلى المستحوذ على نحو يمكنه من السيطرة على تسيير شؤونها»<sup>(9)</sup>.

وعرّفه آخر بأنه: «كل اتفاق أو عقد يؤدي إلى سيطرة شركة على أخرى، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر، بواسطة شراء أسهم أو أصول الشركة المستحوذ عليها، وذلك في إطار تشريعي يضمن تحقيق المساواة بين أطراف العملية القانونية وإرساء مبدأ الشفافية والإفصاح والأمانة في التعامل، ويتحقق الاستحواذ بطريقتين: الأولى، رضاً بالاتفاق مع المساهمين أو الشركاء بالشركة المستهدفة، والثاني، جبراً بالاستيلاء على الشركة القائمة من خلال تملك نسبة من رأس مال الشركة مع ضمان حماية أقلية المساهمين فيها»<sup>(10)</sup>.

ويلاحظ على النص الوارد في تعريف عرض الاستحواذ أن المشرع كان مهتماً بشرح وبيان نوعين من أنواع عروض الشراء، وهما عرض الشراء الكلي وعرض الشراء الجزئي أكثر من بيان عناصر وخصائص عروض الشراء نفسها كالمقابل والمدة وغيرها<sup>(11)</sup>.

كذلك يتضح لنا أن الاستحواذ يرتبط بالأسهم، فلا ينصرف إلى بقية الأوراق المالية كالسندات أو خيارات الاكتتاب أو خيارات الشراء، كما أنه قد يكون موجهاً لجميع أسهم الشركة المدرجة، وقد يكون موجهاً لجميع أسهم فئة معينة، بخلاف الأسهم التي يملكها

(8) المرجع السابق، ص 8.

(9) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 21.

(10) نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2018، ص 77.

(11) نورة حزام عوض المطيري، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية حقوق أقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي: دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2017، ص 38.

مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالفة معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه من السيطرة على مجلس الإدارة<sup>(12)</sup>.

ويشمل الاستحواذ - على حسب النص - العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك كافة الأسهم المتبقية في الشركة المقدم إليها العرض، والتي يتم عرضها على جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة، نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه من السيطرة على مجلس الإدارة.

أما بالنسبة لمقدم الاستحواذ، فقد أجازت اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال أنه يجوز لأي شخص تقديم عرض استحواذ اختياري في أي وقت، وهذا النص يشمل الأشخاص الطبيعيين والأشخاص الاعتباريين على حد سواء<sup>(13)</sup>.

ويظهر مما سبق أن عرض الشراء بقصد الاستحواذ يمكن أن يقدم من شخص طبيعي أو اعتباري، وأنه يكون موجهاً لجميع حاملي الأوراق المالية للشركة المستهدفة، وبسعر موحد لجميع المساهمين لتحقيق مبدأ المساواة بينهم، وأن طريقة الدفع في عروض الشراء للاستحواذ تكون إما بمبلغ نقدي، أو بمبادلة أسهم الشركة بأسهم أخرى، أو مختلطة ما بين نسبة نقدية ونسبة أسهم<sup>(14)</sup>، ويرتبط بالأسهم فلا يشمل باقي الأوراق المالية، ولا السندات أو خيارات الشراء أو خيارات الاكتتاب<sup>(15)</sup>.

## الفرع الثاني

### نطاق الاستحواذ

حدّد المشرع في المادة (71) من القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، نطاق عرض الاستحواذ بالشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية دون غيرها، وبالتالي يخرج من هذا النطاق جميع الشركات غير المدرجة، أما بالنسبة للأسهم فقد تحدد نطاق الاستحواذ بالأسهم التي يتم طلب شرائها من مقدم العرض من حملة الأسهم بالشركة، بخلاف الأسهم التي يملكها مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالفة معه في تاريخ تقديم العرض.

وهذا بخلاف الاستحواذ العكسي؛ حيث نص المشرع على أن أحكام الاستحواذ تنطبق

(12) بدر حامد يوسف الملا، التنظيم القانوني لأسواق المال، ط2، دون ناشر، الكويت، 2012، ص 496.

(13) المادة (3-1-1) من كتاب الاندماج والاستحواذ (الكتاب التاسع) من اللائحة التنفيذية للقانون.

(14) نورة حزام المطيري، مرجع سابق، ص 39.

(15) محمد خليفة الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة: دراسة مقارنة،

ط1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2018، ص 37.

على عمليات الاستحواذ التي تتضمن العرض أو المحاولة أو الطلب للاستحواذ على أسهم شركة مدرجة، أو شركة غير مدرجة في حال الاستحواذ العكسي<sup>(16)</sup>، والمقصود به ذلك الترتيب الذي تقوم بموجبه شركة مدرجة بإصدار أسهم جديدة وعرضها على مساهمي شركة غير مدرجة عوضاً عن أسهمهم، بحيث تمثل الأسهم الجديدة أكثر من 50% من الأسهم المصدرة في الشركة المدرجة بعد تنفيذ الاستحواذ<sup>(17)</sup>.

## المطلب الثاني

### صور عروض الاستحواذ

عروض الشراء بقصد الاستحواذ هي الآلية القانونية للاستحواذ على الشركات، وتتخذ صوراً متعددة على حسب الزاوية التي ينظر إليها من خلالها، فمن حيث التزام مقدم العرض في تقديمه من عدمه، فتتقسم إلى عروض الشراء الإجبارية وعروض الشراء الاختيارية. ومن حيث مقابل الشراء، تنقسم إلى عروض شراء نقدية، وعروض شراء بالمبادلة بالأسهم، وعروض الشراء المختلطة.

ومن حيث رضا الشركة المستهدفة، فتتقسم إلى عروض الشراء الودية، وعروض الشراء العدائية. ومن حيث الكمية المطلوب شراؤها، فتتقسم إلى عرض شراء كلي وعرض شراء جزئي. أما بحسب رضا أقلية المساهمين فتتقسم إلى عروض انسحاب اختيارية، وعروض انسحاب إجبارية، ومن حيث طبيعة العرض، فتتقسم إلى عرض شراء أصلي، ومنافس وعكسي.

وسوف نستعرض هذه الأنواع بشيء من الإيجاز ما عدا عرض الشراء بحسب رضا أقلية المساهمين، وعرض الشراء بحسب التزام مقدم العرض في تقديمه؛ فسنرجئ الحديث عنهما إلى موضع آخر بإذن الله.

## الفرع الأول

### عروض الشراء على حسب طبيعة العرض

تنقسم عروض الشراء على حسب طبيعة العرض إلى أربعة أقسام: عروض شراء أصلية، وعروض شراء معدلة، وعروض شراء منافسة، وعروض شراء عكسية على النحو التالي:

(16) المادة (2-1) من كتاب الاندماج والاستحواذ (الكتاب التاسع) من اللائحة التنفيذية للقانون.

(17) المادة (3-10-1) من كتاب الاندماج والاستحواذ (الكتاب التاسع) من اللائحة التنفيذية للقانون.

## أولاً- عرض الشراء الأصلي

ويُقصد به عرض الشراء الذي يحصل ابتداء من مقدم العرض، وقد جاء النص عليه في نص المادة (71) من قانون هيئة أسواق المال بأنه: «العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك: 1- كافة أسهم 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- كافة الأسهم المتبقية في الشركة المقدم إليها العرض، والتي يتم عرضها على جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة، نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه من السيطرة على مجلس الإدارة».

## ثانياً- عرض الشراء المعدل

يُفترض في هذه الحالة، أن يكون هناك عرض شراء مقدم أصلاً، ولكن تم تعديله، إما لسبب قانوني ملزم، وإما لسبب راجع إلى إرادة مقدم العرض نفسه. فقد نص المشرع على أنه إذا قام مقدم العرض، أو أي شخص تابع له أو متحالف معه، بشراء أسهم في الشركة محل العرض بسعر أعلى من سعر العرض خلال فترة العرض، فإنه يجب عليه زيادة قيمة عرضه بما لا يقل عن أعلى سعر مدفوع للأسهم التي تملكها خلال تلك الفترة، ويجب عليه الإفصاح مباشرة بعد الشراء أنه سيتم تعديل العرض، وأن ينص الإفصاح على عدد الأسهم التي تم شراؤها والسعر المدفوع لذلك<sup>(18)</sup>.

أما بالنسبة لحالات تعديل عرض الشراء الأصلي بمحض إرادة مقدم العرض؛ فقد نص المشرع في المادة (12-3-3) من اللائحة التنفيذية على أنه: يجوز لمقدم العرض التقدم للهيئة بطلب تعديل مستند العرض وبموعد أقصاه خمسة أيام عمل من تاريخ انتهاء فترة تجميع أسهم الشركة محل العرض، وبشرط أن يكون التعديل لصالح المساهمين، وبشرط أن يكون طلب التعديل مسبباً أيضاً. كذلك أجاز المشرع لمقدم العرض الأصلي تعديله في حال تقديم عرض استحواذ منافس، فيجوز لمقدم عرض الاستحواذ الأصلي تقديم عرض استحواذ معدل بشرط أن يكون التعديل جوهرياً ولصالح المساهمين<sup>(19)</sup>.

## ثالثاً- عرض الشراء المنافس

ويقصد به عرض الاستحواذ الاختياري المقدم بغرض التنافس مع عرض الاستحواذ الأصلي<sup>(20)</sup>، وقد أجاز المشرع تقديم عرض الاستحواذ المنافس في حال تضمنه لإضافة

(18) المادة (3-14) من اللائحة التنفيذية.

(19) المادة (3-7-9) من اللائحة التنفيذية.

(20) المادة (3-1-9) من اللائحة التنفيذية.

جوهرية، أو تعديل أساسي في شروط عرض الاستحواذ الأصلي، وأن يبيّن مقدم عرض الاستحواذ المنافس أغراضه من تقديم العرض<sup>(21)</sup>، وذلك قبل خمسة أيام عمل من انتهاء فترة التجميع لعرض الاستحواذ الأصلي، ويترتب على تقديمه، وقف إجراءات عرض الاستحواذ الأصلي لمدة عشرة أيام عمل، لتبثّ الهيئة في عرض الاستحواذ المنافس<sup>(22)</sup>.

### رابعاً- عرض الشراء العكسي

الأصل أن عرض الشراء للاستحواذ لا يكون إلا على أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ومع ذلك فقد أجاز المشرع ذلك للشركات غير المدرجة في حال الاستحواذ العكسي<sup>(23)</sup>. وقد عرّف المشرع الاستحواذ العكسي بأنه أي ترتيب تقوم بموجبه شركة مدرجة بإصدار أسهم جديدة وعرضها على مساهمي شركة غير مدرجة عوضاً عن أسهمهم، بحيث تمثل الأسهم الجديدة أكثر من 50% من الأسهم المصدرة في الشركة المدرجة بعد تنفيذ الاستحواذ<sup>(24)</sup>.

أيضاً يكون العرض عكسياً في حال قدمت الشركة المستهدفة عرضاً للشركة المهاجمة لصد هجومها، كذلك 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<sup>(25)</sup>.

## الفرع الثاني

### عروض الشراء علي حسب رضا الشركة المستهدفة

تنقسم عروض الشراء للاستحواذ من حيث رضا الشركة المستهدفة، إلى عروض الشراء الودية، وعروض الشراء العدائية.

(21) المادة (2-9-3) من اللائحة التنفيذية.

(22) المادة (3-9-3) من اللائحة التنفيذية.

(23) المادة (2-1) من اللائحة التنفيذية.

(24) الكتاب الأول من اللائحة التنفيذية، التعريفات.

(25) طارق محمود السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 34.

## أولاً- عرض الشراء الودي

هو ذلك العرض الذي لم يكن مفاجئاً للشركة أو للمساهمين فيها، وفيه يفصح مقدم العرض قبل تقديم العرض عن نيته في تقديمه، مما يترتب عليه سهولة إجراءات انتقال الاستحواذ من البائعين إلى المشترين. ومع ذلك، فإن هذا الإفصاح المبكر قد يثير بعض أصحاب المصالح ممن ليس لديهم الرغبة في إتمام الصفقة وإثارة الاعتراضات المبررة وغير المبررة<sup>(26)</sup>.

ومع ذلك يتميز العرض الودي بتسهيل انتقال السيطرة، وضمن مساعدة مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، واستمرار تعاون أقلية المساهمين مع الإدارة الجديدة، وضمن استقرار العلاقات الطيبة مع العاملين والمتعاملين بالشركة المستهدفة<sup>(27)</sup>.

## ثانياً- عروض الشراء العدائية

يكون العرض عدائياً عندما يقدم المستحوذ عرض الشراء فجأة، ودون إفصاح مسبق، ودون ترتيبات مسبقة مع إدارة الشركة المستهدفة بالعرض، والعرض العدائي يكون عادةً في حالة معرفة مقدم العرض بالشركة جيداً وبأحوالها، كما لو كان أحد المساهمين أو أحد أعضاء مجلس الإدارة، أو كانت شركة منافسة لها ولكن على دراية بها جيداً.

ويلجأ مقدم العرض إلى العرض العدائي لتفويت الفرصة على المنافسين، ولتفادي أي مضاربات على سعر السهم<sup>(28)</sup>. 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 هي عروض لا يقصد من ورائها سوى تعطيل العرض الأصلي<sup>(29)</sup>.

## الفرع الثالث

### عرض الشراء على حسب مقابل الشراء

تنقسم عروض الشراء بحسب مقابل الشراء إلى عروض شراء نقدية، وعروض شراء بطريق المبادلة، وعروض الشراء المختلط.

(26) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 51 وما بعدها.

(27) طارق محمود السالوس، مرجع سابق، ص 31.

(28) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 52.

(29) طارق محمود السالوس، مرجع سابق، ص 33.

## أولاً- عرض الشراء النقدي

عرّف المشرع الكويتي عرض الشراء النقدي بأنه رغبة تملك ورقة مالية مدرجة في السوق ومن خلاله مقابل قيمة نقدية<sup>(30)</sup>. فإذا كان مقابل شراء الأسهم من الشركة المستهدفة نقدياً، كان عرض الشراء نقدياً، وهذا هو الأصل، ففي هذه الحالة يقوم المشتري بتسديد ثمن الشراء نقدًا، سواء أكان السداد عاجلاً أم آجلاً، والشراء النقدي من خلال عروض الشراء الأصل فيه أنه حال وغير مشروط<sup>(31)</sup>.

## ثانياً- عرض الشراء بالمبادلة

هي مبادلة أسهم بأسهم، كما جاء في تعريف المشرع لعرض الشراء بالمبادلة حيث نص على أنه: «المحاولة أو الطلب لتملك جميع أسهم شركة مدرجة أو جميع الأسهم الخاصة بأي فئة أو فئات ضمن شركة مدرجة - بخلاف الأسهم التي يملكها مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالفة معه في تاريخ تقديم العرض- وذلك بمقابل عبارة عن أسهم صادرة لمساهمي الشركة محل العرض في رأس مال الشركة مقدمة العرض أو شركة أخرى،...»<sup>(32)</sup>.

وبالتالي فعرض الشراء بالمبادلة قد يكون شراء أسهم بأسهم، فيعرض مقدم العرض شراء الأوراق المالية محل العرض مقابل التزامه بنقل ملكية أوراق مالية مملوكة له أو لإحدى شركاته التابعة إلى الباعة المحتملين من حملة الأوراق المالية محل العرض<sup>(33)</sup>. وقد ألزم المشرع الشركة مقدمة العرض إن كانت مدرجة في البورصة الحصول على

(30) المادة (1) من قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010.

(31) نهاد أحمد إبراهيم السيد، مرجع سابق، ص 17. طارق محمود السالوس، مرجع سابق، ص 30. وكمثال على العرض النقدي، نجد عرض شركة اديتيو للاستحواذ على شركة أمريكانا لكل سهم من أسهم العرض 2.650 دينار كويتي للسهم (سعر العرض) يدفع نقدًا، وسيلبلغ إجمالي المبلغ الذي ستدفعه اديتيو (بافتراض الاستحواذ على جميع أسهم العرض) 325,042,388.250 دينارًا كويتيًّا. انظر: مستند عرض الاستحواذ الإلزامي المقدم من شركة اديتيو للاستحواذ على جميع أسهم الشركة الكويتية للأغذية أمريكانا، منشور على موقع شركة الاستثمارات الوطنية الإلكترونية مدير عملية الاستحواذ.

(32) المادة (3-8-1) من اللائحة التنفيذية. وكمثال على عرض الشراء بالمبادلة، نجد بيت التمويل الكويتي عندما تقدم للاستحواذ على البنك الأهلي المتحد عن طريق تبادل الأسهم بمعدل التبادل البالغ 2.325581 سهماً من أسهم الأهلي المتحد مقابل السهم الواحد من أسهم بيتك، على أن يكون تنفيذ هذا القرار معلقاً على موافقة الجمعية العامة غير العادية لمساهمي الأهلي المتحد على الاستحواذ على 100% من أسهم رأس المال بطريقة تبادل الأسهم وبالمعدل المحدد أعلاه، وتفويض مجلس الإدارة أو من يفوضه في ذلك في تقديم عرض الاستحواذ واستيفاء متطلبات الجهات الرقابية في الكويت ومملكة البحرين. تقرير منشور على الموقع الإلكتروني لبيت التمويل الكويتي بتاريخ 2020/1/21.

(33) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 47.

استشارة مستقلة بشأن العرض من مستشار استثمار مستقل<sup>(34)</sup>، علماً بأن شرط العرض على مستشار الاستثمار ليس خاصاً بعرض الشراء بالمبادلة، وإنما شامل لكل أنواع عروض الشراء، واشترط فيه المشرع أن يكون مستقلاً، ومن غير أصحاب المصالح، ومرخصاً له من الهيئة<sup>(35)</sup>.

### ثالثاً- عرض الشراء المختلط

أجاز المشرع الكويتي تقديم عروض الشراء المختلطة، عندما أجاز أن يكون عرض الشراء عبارة عن نسبة نقدية، ونسبة أسهم صادرة لمساهمي الشركة محل العرض في رأس مال الشركة مقدمة العرض أو شركة أخرى<sup>(36)</sup>. فالعرض العام المختلط يتكون من شقين: رئيس وفرعي، حيث يكون الشق الرئيس نقدياً، ويكون الشق الفرعي عينياً أو العكس، ويحدد صاحب العرض النسبة بين الشقين الرئيس والفرعي<sup>(37)</sup>.

## الفرع الرابع

### عرض الشراء على حسب الكمية المطلوب شراؤها

ينقسم عرض الشراء على حسب الكمية المطلوبة إلى عرض شراء كلي، وعرض شراء جزئي، ويقصد بعرض الشراء الكلي ذلك الشراء الذي يستهدف كافة الأسهم المصدرة أي 100% من رأس مال الشركة، أما عرض الشراء الجزئي فهو الذي يستهدف شراء نسبة محددة من رأس المال.

ويكمن الفارق بين عروض الشراء الكلية والجزئية في الهدف، فبينما يكون الهدف من الأولى السيطرة على الشركة المستهدفة، نجد أن الهدف من الثانية التمهد 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<sup>(38)</sup>.

(34) ملحق رقم 3، إجراءات تنفيذ عمليات الاستحواذ غير النقدي، كتاب الاندماج والاستحواذ، اللائحة التنفيذية.

(35) المادة (3-1-5) من اللائحة التنفيذية.

(36) المادة (3-1-8) من اللائحة التنفيذية.

(37) طارق محمود السالوس، مرجع سابق، ص 32.

(38) طارق محمود السالوس، المرجع السابق، ص 40.

## المبحث الأول

### الحماية القانونية لأقلية المساهمين

لم تعد الجمعية العامة للشركة ككيان تعبر عن مصلحة الشركة، حيث تتضارب مصالح المساهمين مع بعضهم بعضاً، وخاصة في حال فرض رأي الأغلبية على الأقلية من خلال التصويت على القرارات بالأغلبية وليس بالإجماع، مما قد يؤثر سلباً على موقف الأقلية في الشركة<sup>(39)</sup>.

فحماية الأقلية داخل شركة المساهمة تقتضي أن يطمئن مساهمو الأقلية إلى أن الشركة تدار على نحو يحقق مصالح جميع المساهمين، وأنه متى حاد من يقومون على أمر الشركة عن تحقيق هذا الهدف، بأن يسعوا إلى تحقيق مصلحتهم على حساب الأقلية، جاز للأقلية استعمال الوسائل التي منحها إياهم المشرع، والتي تكفل تحقيق المصلحة<sup>(40)</sup>.

وقد قام المشرع بحماية الأقلية في شركات المساهمة من مقدم عرض الاستحواذ وفقاً لقانون أسواق المال، من خلال إجبار الطرف المستحوذ بتقديم عرض شراء إجباري لباقي الأسهم في الشركة، كما منح المشرع الأقلية حق الاعتراض على قرارات الجمعية العامة في حال رأى الأقلية أن القرارات التي اتخذتها في غير مصلحتهم أو مصلحة الشركة، بالإضافة إلى ذلك نجد أن المشرع قد نص على مبادئ حوكمة الشركات في الكتاب الخامس عشر من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال؛ لما فيها من حفظ حقوق المساهمين وتحقيق المساواة بينهم.

## المطلب الأول

### الحماية وفقاً لقانون هيئة أسواق المال

سنبحث في هذا المطلب الحماية القانونية التي وفرها المشرع للأقلية في شركات المساهمة من مخاطر الاستحواذ، من خلال إجبار المستحوذ على تقديم عرض شراء إجباري لشراء بقية أسهم الشركة، وبما لا يقل عن أعلى سعر تم عرضه، حتى يضمن المشرع حصول مساهمي الأقلية على سعر عادل لأسهمهم، كذلك نص المشرع على مبادئ الحوكمة التي تمنح مزيداً من الحماية للأقلية من خلال المساواة ما بين المساهمين في الشركة، وتوفير أكبر قدر من الشفافية للمعلومات.

(39) علاء سليمان، حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة المغفلة من مخاطر الاستحواذ، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 16، العدد 2، ديسمبر 2019، ص 497.

(40) حمادة محمد عبد العاطي نصر، دور مجلس الإدارة في حماية أقلية المساهمين في شركة المساهمة، المجلة القانونية، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، فرع الخرطوم، مجلد 2، العدد 2، 2017، ص 169.

## الفرع الأول

### تقديم عروض الشراء الإجبارية

سنتحدث عن كل من مفهوم عرضي الشراء الإجباري والاختياري، وحالات عرض الشراء الإجباري واستثناءاته وآثاره المتمثلة بالتزامات المستحوذ على الشركة، وحقوق الأقلية على النحو التالي:

### الغصن الأول

#### عرض الشراء الاختياري وعرض الشراء الإجباري

سنعرض أولاً لعرض الاستحواذ الاختياري، ثم لعرض الشراء الإجباري ثانياً، وذلك على النحو التالي:

#### أولاً- عرض الاستحواذ الاختياري

الأصل أنه لا يجبر الشخص على إبرام عقد لا يرضى عنه، وبالتالي، فمقدم العرض يقوم من تلقاء نفسه بتقديم عرض الاستحواذ على عدد معين من أسهم الشركة المستهدفة، تمهيداً للسيطرة عليها فيما بعد، أو قد لا يكون ينوي السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة أصلاً.

وجاء النص على عرض الشراء الاختياري في الفقرة الأولى من المادة (71) من قانون هيئة أسواق المال، حيث نصت على أنه: «العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك كافة أسهم 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».

كما عرّفه المشرع في الكتاب الأول من اللائحة التنفيذية بأنه: «المحاولة أو الطلب لتملك جميع أسهم 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 الطلب».

ونصت المادة (73) من قانون هيئة أسواق المال على أنه: «يجب على الهيئة أن تضمّن اللائحة التنفيذية القواعد المنظمة لعمليات تملك أي شخص نسبة لا تقل عن 5% ولا تزيد عن 30% من أسهم أي شركة مدرجة في البورصة».

والاستحواذ الاختياري في القانون الكويتي قد يكون نقدياً أو غير نقدي (تبادلي) أو

مختلطاً، كما أنه قد يكون عكسياً أو منافساً<sup>(41)</sup>.

وألزم المشرع مقدم العرض بعمل إجراءات الإفصاح عن عرض الاستحواذ الاختياري، وبالتالي يتعين إخطار الهيئة قبل القيام بالإفصاح عن الاتفاق الأولي بشأن عرض الاستحواذ، ويجب أن يتضمن هذا الإفصاح اسم مقدم العرض والشركة محل العرض، على ألا يتضمن هذا الإفصاح المعلومات التي يجب أن ترد في مستند العرض مثل السعر أو الجدول الزمني، أو مدير عملية الاستحواذ، أو مصادر التمويل أو غيرها من المعلومات التي يجب أن يتضمنها مستند العرض<sup>(42)</sup>.

### ثانياً- عرض الشراء الإجمالي (الإلزامي)

عرّف المشرع عرض الاستحواذ الإلزامي بأنه المحاولة أو الطلب لتملك جميع الأسهم المتبقية محل العرض، والتي يلتزم مقدم العرض بأن يقدم طلب شرائها من جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة، نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة 30% من الأوراق المالية المتداولة لشركة مساهمة مدرجة<sup>(43)</sup>.

فعرض الشراء الإجمالي يتحقق في الحالات التي يلتزم فيها مقدم العرض بتقديم عرض شراء للاستحواذ على جميع أسهم الشركة، أو نسبة 30% من هذه الأسهم، بحيث يتمكن من السيطرة الفعلية على باقي المساهمين، وقد شرعت قواعد عرض الشراء الإجمالي بهدف حماية حقوق المساهمين من الأقلية، بحيث يحق لهم البقاء في الشركة أو الانسحاب منها<sup>(44)</sup>.

كما تهدف قواعد الشراء الإجمالي إلى الحد من ظاهرة الاستحواذ، من خلال عمليات شراء متعددة وفي تواريخ متباعدة، بحيث يتم الشراء من بعضهم بسعر أعلى من الآخرين، وهو ما من شأنه الإخلال بالمساواة فيما بين المساهمين وحملة الأوراق المالية<sup>(45)</sup>.

وألزم المشرع الشخص الملتزم بتقديم عرض الاستحواذ الإلزامي القيام بإجراءات الإفصاح، فيجب عليه القيام على الفور بالإفصاح عن التزامه بتقديم عرض الاستحواذ

(41) محمد خليفة الشحومي، مرجع سابق، ص 210.

(42) المادة (3-2-3) من اللائحة التنفيذية.

(43) الكتاب الأول من اللائحة التنفيذية، التعريفات، وكذلك المادة (3-5-3) من اللائحة التنفيذية

(44) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 42.

(45) سامي عبد الباقي، مشار إليه عند: هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 43. وكمثال على تقديم عرض الشراء الإلزامي، نجد تأكيد شركة الخير العالمية على تقديم عرض إلزامي بعد استحواذها على نسبة 35.876% من رأس مال شركة أركان الكويت العقارية، حيث رفعت حصتها من 29.58% بزيادة 6.296%. الخبر منشور على الموقع الإلكتروني مباشر بتاريخ 2019/12/17. Mubasher.info

حتى ولو لم تتوافر لديه جميع المعلومات ذات العلاقة، فإذا امتنع الشخص الملتزم عن القيام بالإفصاح خلال فترة ثلاثين يوماً من تاريخ إخطاره بقرار الهيئة بإلزامه بتقديم عرض الاستحواذ، تقوم الهيئة بالإعلان عن قرارها في البورصة، على أن يتضمن اسم الملتزم بتقديم العرض، واسم الشركة، وتنبئيه بفترة الثلاثين يوماً لمباشرة إجراءات تنفيذ عملية الاستحواذ الإلزامي، وإلا تعرض للجزاء حسب ما جاء بالقانون<sup>(46)</sup>.

### ثالثاً- التفرقة بين عرضي الشراء الإجباري والاختياري

هناك أوجه تفرقة بين كل من عرض الشراء الإجباري وعرض الشراء الاختياري تتمثل في الآتي<sup>(47)</sup>:

1. يستهدف مقدم عرض الشراء الإجباري السيطرة الفعلية على الشركة، في حين لا يستهدف مقدم عرض الشراء الاختياري السيطرة الفعلية عليها.
2. عرض الشراء الإجباري إلزامي، أما عرض الشراء الاختياري فهو غير إلزامي، فعروض الشراء الاختيارية تتم بمحض إرادة مقدم العرض لشراء الأسهم، أما بالنسبة لعرض الشراء الإجباري فيتم بناء على التزام قانوني فرض على مقدم العرض في حال توفر شروطه.
3. عرض الشراء الاختياري، يجوز أن يكون المقابل في تملك الأسهم مبلغاً نقدياً، أو مبادلة، أو مختلطاً، أما بالنسبة لعرض الشراء الإلزامي فيجب أن يكون العرض نقدياً مراعيّاً أعلى سعر من المتوسط المرجح للسعر اليومي في البورصة للشركة محل العرض خلال الأشهر الستة السابقة لتاريخ الإفصاح عن عرض الاستحواذ الإلزامي، أو أعلى سعر مدفوع من قبل مقدم العرض أو أي شخص تابع له أو متحالف معه، خلال الأشهر الستة السابقة لتاريخ الإفصاح عن عرض الاستحواذ الإلزامي<sup>(48)</sup>.
4. فيما يتعلق بجواز الانسحاب من تنفيذ عرض الشراء، فبالنسبة لعرض الشراء الاختياري لم يُجْزِ المشرع الانسحاب من تنفيذ عملية الاستحواذ الاختياري بعد الإفصاح بالبورصة عن الاتفاق الأولي، إلا في حالات محددة متمثلة في حال تحقق حدوث حدث جوهري بعد الإفصاح عن الاتفاق الأولي، أو في حال الإخلال بأي شرط من شروط إتمام الصفقة، أو تعذر تجميع نسبة الأسهم

(46) المادة (3-2-3) من اللائحة التنفيذية.

(47) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 43 وما بعدها.

(48) المادة (2-5-3) من اللائحة التنفيذية.

المزمع الاستحواذ عليها بموجب مستند العرض، أما بالنسبة لعرض الاستحواذ الإلزامي، فلم يجز المشرع سحبه نهائياً.

## الغصن الثاني

### حالات الالتزام بعرض الشراء الإجباري واستثناءاته

سنناقش أولاً حالات الالتزام بتقديم عرض الشراء الإلزامي، ثم حالات الإعفاء من تقديم عرض الشراء الإجباري ثانياً، وذلك على النحو التالي:

#### أولاً- حالات الالتزام بتقديم عرض الشراء الإلزامي

حماية لأقلية المساهمين من الزيادة المفاجئة للملكية المسيطر على أسهم الشركة، فقد نص المشرع في المادة (74) من قانون هيئة أسواق المال على أن: «يلتزم الشخص خلال ثلاثين يوماً من حصوله بصورة مباشرة أو غير مباشرة على ملكية تزيد على 30% من الأوراق المتداولة لشركة مساهمة مدرجة، بأن يبادر بتقديم عرض بالشراء لكافة الأسهم المتداولة المتبقية طبقاً للضوابط التي تحددها اللائحة التنفيذية».

وبالتالي فإن من تجاوز نسبته 30% من أسهم الشركة المستهدفة، وجب عليه المبادرة بتقديم عرض الشراء الاجباري.

كذلك ألزم المشرع المسيطر بتقديم عرض استحواذ إلزامي في حال تجاوزه نسبة شراء الأسهم المسموحة له، والمتمثلة في نسبة 2% للملكية التي تزيد عن 30% حتى 50% نصف سنوياً، و5% للملكية التي تزيد عن 50% نصف سنوياً<sup>(49)</sup>.

فإذا ما تجاوز المسيطر هذه النسبة، التزم بتقديم عرض استحواذ إلزامي لشراء كافة الأسهم المتبقية، وكذلك في حال انخفاض نسبة ملكيته عن 30% من أسهم الشركة المدرجة، ثم قام بزيادتها مرة أخرى عن هذه النسبة<sup>(50)</sup>، وذلك حماية لأقلية المساهمين من مظاهر التعسف في حقوقهم من قبل الأغلبية باشرطه توافر نسبة محددة يمتلكها المساهم المستحوذ، سواء بنفسه أو من خلال الأشخاص المرتبطة، فعندها يلتزم بتقديم عرض الشراء الإلزامي<sup>(51)</sup>.

(49) المادة (3-6-2) من اللائحة التنفيذية.

(50) المادة (3-6-6) من اللائحة التنفيذية.

(51) علي طلال هادي، الحماية القانونية لأقلية المساهمين من مخاطر الاستحواذ، مجلة العلوم القانونية، كلية القانون، جامعة بغداد، المجلد 32، العدد الثاني، 2017، ص 397.

ويتحقق الاستحواذ غير المباشر في فروض متعددة منها الحالة التي يقوم فيها شخص طبيعي أو معنوي بالاستحواذ على الشركة الأم المالكة لأغلبية أسهم الشركة المستهدفة بالاستحواذ غير المباشر، ويتحقق أيضاً الاستحواذ غير المباشر من خلال إجراءات زيادة رأس المال في الشركة المالكة للأسهم في الشركة المقيدة بالبورصة، أو حدوث تغيير في هيكل مساهمتها المباشر<sup>(52)</sup>.

ويلتزم مقدم العرض الإلزامي - والاختياري كذلك - بتقديم عرضه لمساهمي الشركة محل العرض مباشرة دون الحاجة للعرض على الجمعية العامة للشركة المستهدفة محل العرض، ويتاح لكل مساهم الخيار ببيع أسهمه لمقدم العرض أو الاحتفاظ بها<sup>(53)</sup>.

### ثانياً- حالات الإعفاء من تقديم عرض الشراء الإجباري

إذا ما توافرت الحالات التي ذكرناها سابقاً، وجب تقديم عرض الشراء الإجباري، ولكن المشرع نص أيضاً على حالات محددة أعفى بموجبها الشخص من تقديم عرض الشراء الإجباري، وتتمثل هذه الحالات في الآتي<sup>(54)</sup>:

1. الاستحواذ، مراعاةً للمصلحة العامة وصالح باقي المساهمين، وتصدر الهيئة قرار الإعفاء مكتوباً ومسبباً.
2. الحصول على النسبة المشار إليها بسبب زيادة رأس مال الشركة وامتناع بعض المساهمين عن الاكتتاب.
3. الحصول على النسبة المشار إليها بسبب رسملة الدين.
4. الحصول على النسبة المشار إليها بسبب إرث، أو وصية، أو حكم قضائي، وفي هذه الحالة يتعين على الشخص الذي حصل على النسبة أن يوفق أوضاعه خلال مدة لا تتجاوز سنتين من أيلولتها إليه.
5. الحصول على النسبة المشار إليها في حال تخصيص الشركات المدرجة وأثناء فترة التخصيص.
6. إذا وصلت ملكية الشخص إلى النسبة المشار إليها نتيجة قيام الشركة المدرجة باستهلاك أسهم الخزينة وإلغائها، مما يؤدي إلى زيادة نسبة ملكية أحد المساهمين عن 30% من الأسهم المتداولة في الشركة المدرجة.

(52) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 138.

(53) المادة (3-1-3) من اللائحة التنفيذية

(54) المادة (1-5-3) من اللائحة التنفيذية.

7. الحصول على النسبة المشار إليها نتيجة نقل ملكية أسهم الشركة المدرجة بين الشركات التي تقع ضمن مجموعة استثمارية واحدة، بشرط أن تظل الشركة التي حصلت على هذه النسبة ضمن المجموعة الاستثمارية، على أن يتم نقل الملكية، وفقاً لأحكام خاصة في قواعد البورصة.

8. إذا حصل شخص على النسبة المشار إليها نتيجة عملية اندماج.

9. الحصول على النسبة المشار إليها نتيجة التنفيذ على الأسهم وفاءً لمديونية، أو الحصول عليها نتيجة تسوية الديون للمؤسسات المالية عيناً عن طريق نقل ملكية الأسهم المرهونة.

10. الحصول على النسبة المشار إليها دون أن يكون هناك سيطرة، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر على مجلس الإدارة، ودون ممارسة حقوق التصويت الناشئة عن تلك النسبة، على أن يؤشر بذلك في سجل مساهمي الشركة مصدره الأسهم، ويسقط هذا الإعفاء بمجرد قيام مالك هذه النسبة بممارسة حقوق التصويت بموجبها، أو عند حدوث سيطرة بشكل مباشر أو غير مباشر على مجلس الإدارة، وتلتزم وكالة مقاصة بإخطار الهيئة في حالة ممارسة حقوق التصويت على هذه النسبة.

11. الحصول على النسبة المشار إليها من قبل إحدى المؤسسات المالية التزاماً منها بضمان تغطية الاكتتاب في أسهم الشركة المدرجة.

12. الحصول على النسبة المشار إليها بسبب التنازل عن الأسهم بين الأصول والفروع من الأشخاص الطبيعيين.

13. في الأحوال التي تعترض فيها إحدى الجهات الرقابية التي تخضع لها أي من أطراف عملية الاستحواذ.

14. الحصول على النسبة المشار إليها بسبب مزاوله شخص لنشاط صانع السوق<sup>(55)</sup>، بشرط عدم استخدامها في التصويت في الجمعيات العامة للشركة، أو تفويض الغير للتصويت بها، أو استخدامها في تعيين أعضاء مجلس إدارة، أو التأثير على قرارات تلك الشركة.

15. حصول الجهات الحكومية على النسبة المشار إليها تحقيقاً للمصلحة العامة

(55) ويقصد بصانع السوق الشخص الذي يضمن توفير قوى العرض والطلب على ورقة مالية أو أكثر طبقاً للضوابط التي تضعها الهيئة. انظر: المادة الأولى من قانون هيئة أسواق المال.

ومصالح المساهمين، بشرط أن يتم الحصول على تلك النسبة التي تزيد على 30% من الأوراق المالية المتداولة دون ممارسة حقوق التصويت الناشئة عن تلك الأسهم، وأن يؤشر بذلك في سجل الشركة مصدرة الأسهم. ويسقط هذا الإعفاء بمجرد قيام الجهات الحكومية باستخدام أي حقوق تصويت لنسبة تزيد على 30% من الأسهم المتداولة، وتلتزم وكالة مقاصة بإخطار الهيئة في حالة ممارسة حقوق التصويت على تلك النسبة.

16. الحالات الأخرى التي تقررها التعليمات والقواعد التي تصدرها الهيئة.

## الفرع الثاني

### القيود على مجلس الإدارة

فرض المشرع على مجلس الإدارة قيوداً بعد تقديم عرض الشراء بهدف منعه من الإضرار بحقوق ومصالح المساهمين، وتحديد الأقلية منهم؛ حيث لم يجز للشركة محل العرض القيام خلال فترة العرض أو المفاوضات الأولية بشأن تقديم عرض بإصدار أسهم جديدة في حدود رأس المال المصرح به أو إصدار أو منح خيارات تتعلق بهذه الأسهم، أو إصدار أي 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 فرصة اتخاذ قرار بشأنه، أو تحميل الشركة أي التزامات مادية مؤثرة إلا في حدود تمكينها من تمويل وممارسة أنشطتها العادية، إلا بعد الحصول على موافقة الجمعية العامة للمساهمين، أو في الأحوال التي نشأ فيها التزام الشركة باتخاذ تلك التصرفات قبل تقديم العرض<sup>(56)</sup>.

كما لم يجز لعضو مجلس الإدارة 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، كما يتعين على عضو مجلس الإدارة الإفصاح عن أي مصالح غير مباشرة أو بالتحالف مع آخرين وفقاً لأحكام الكتاب العاشر (الإفصاح والشفافية) من اللائحة التنفيذية<sup>(57)</sup>.

(56) المادة (16-1-3) من اللائحة التنفيذية.

(57) المادة (17-1-3) من اللائحة التنفيذية.

## الفرع الثالث

### الاعتراض على قرارات الجمعية العامة

أجاز المشرع للأقلية حق الاعتراض على قرارات الجمعية العامة العادية وغير العادية؛ حيث نصت المادة (73) من قانون هيئة أسواق المال على هذا الحق، وكذلك أجازت اللائحة التنفيذية<sup>(58)</sup> لأي مساهم أو عدد من المساهمين الذين لا تقل ملكيتهم عن نسبة 5% ولا تزيد عن 30% من أسهم شركة مدرجة أن يتقدموا للهيئة منفردين أو مجتمعين بالاعتراض على قرارات الجمعية العامة العادية أو غير العادية، وذلك بالشروط التالية:

1. أن يتم الاعتراض خلال الخمسة عشر يوماً من تاريخ إصدار القرار المعترض عليه أو علمهم به أيهما أبعد.
2. ألا يكون المساهمون المعترضون ممن وافقوا على القرار المعترض عليه.
3. أن يكون القرار المعترض عليه يتضمن إجحافاً بحقوق الأقلية.

## الفرع الرابع

### مبادئ حوكمة الشركات

تعدُّ مبادئ حوكمة الشركات من الأهمية بمكان؛ لأنها تحافظ على المساهمين، أغلبية كانوا أو أقلية من الإجحاف بحقوقهم جرّاء عملية الاستحواذ، نظراً لما تلزم به مبادئ الحوكمة من ضرورة الالتزام بالإفصاح والشفافية تجاه المساهمين، وتزويد المساهمين بأية معلومات تتعلق بأعمال الشركة لتعزيز الثقة بين المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين فيها؛ الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى وضع حاجز ضد مقدمي عروض الشراء العدائية بقصد الاستحواذ على الشركة ليضمن اطمئناناً مزدوجاً لكل من مجلس الإدارة من عدم قبول المساهمين في حال لو تم تقديم هذا العرض العدائي، وكذلك اطمئنان المساهمين بأن مجلس الإدارة يسعى لتحقيق مصلحة الشركة والمساهمين فيها<sup>(59)</sup>.

وقد أصدرت هيئة أسواق المال في الكتاب الخامس عشر من اللائحة التنفيذية قواعد حوكمة الشركات والتي تضمنت 11 قاعدة والمتمثلة في: بناء هيكل متوازن لمجلس الإدارة، والتحديد السليم للمهام والمسؤوليات، واختيار أشخاص من ذوي الكفاءة لعضوية مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، وضمان نزاهة التقارير المالية، ووضع نظم

(58) المادة (1-12-3) من اللائحة التنفيذية .

(59) علي طلال هادي، مرجع سابق، ص 401.

سليمة لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية، وتعزيز السلوك المهني، والإفصاح والشفافية بشكل دقيق وفي الوقت المناسب، واحترام حقوق المساهمين، وإدراك دور أصحاب المصالح، وتعزيز وتحسين الأداء، والتركيز على أهمية المسؤولية المجتمعية.

وسوف نتحدث عن بعض هذه المبادئ لنعرف أهميتها بالنسبة للمساهمين - ومنهم الأقلية - بالنسبة لعملية الاستحواذ، على النحو الآتي:

### أولاً- المعاملة المتساوية للمساهمين

من المهم مراعاة المساواة وتكافؤ الفرص بين المساهمين والمستثمرين، مما يستوجب المساواة في معاملة المساهمين فيما يتعلق بسعر العرض وشروطه ومدته، فلا يجوز إتاحة معلومات تتعلق بعروض الشراء أو بالشركة لبعض المساهمين دون البعض الآخر، كما لا يجوز قصر الشراء على فئة من المساهمين دون الأخرى فتقصر مثلاً عن أقلية المساهمين، كما لا يجوز المغايرة في سعر العرض بين المساهمين بحيث يتم الشراء من بعضهم بسعر أعلى أو أدنى من باقي المساهمين<sup>(60)</sup>.

وقد أوجب المشرع على مقدم العرض معاملة جميع مساهمي الشركة محل العرض من الفئة ذاتها معاملة متساوية، كذلك لم يجز المشرع لمقدم العرض أو للشركة محل العرض أو أي من مستشاريهما أن يقدموا خلال فترة العرض أو أثناء دراسته معلومات لبعض المساهمين دون إتاحتها لباقي المساهمين<sup>(61)</sup>.

وقد حددت اللائحة الحقوق العامة للمساهمين والمتمثلة في قيد قيمة الملكية المساهم بها في سجلات الشركة، والتصرف في الأسهم من تسجيل للملكية ونقلها وتحويلها، والحصول على النصيب المقرر في توزيعات الأرباح، والحصول على نصيب من موجودات الشركة في حالة التصفية، والحصول على البيانات والمعلومات الخاصة بنشاط الشركة واستراتيجيتها التشغيلية والاستثمارية بشكل منتظم وميسر.

وكذلك حقهم في المشاركة في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين والتصويت على قراراتها، وانتخاب مجلس الإدارة، ومراقبة أداء الشركة بشكل عام وأعمال مجلس الإدارة بشكل خاص، ومساءلة مجلس إدارة الشركة أو الإدارة التنفيذية، ورفع دعوى

(60) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 106. نهاد أحمد إبراهيم السيد، مرجع سابق، ص 73. محمد علي سويم، حوكمة الشركات في الأنظمة العربية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 83 وما بعدها. بدر حامد يوسف الملا، مرجع سابق، ص 549. طارق أحمد قدور، حماية مصالح الأقلية في شركات المساهمة المقيدة في البورصة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2019، ص 53.

(61) المادة (1-3-2) من اللائحة التنفيذية، المادة (9-6) من اللائحة التنفيذية.

المسؤولية وذلك في حال إخفاقهم في أداء المهام المناطة بهم<sup>(62)</sup>.

كما أوجب المشرع على مجلس إدارة الشركة محل العرض تزويد مساهميها بالمعلومات والتوصيات الكافية لتمكينهم من التوصل إلى قرار من أجل قبول العرض أو رفضه<sup>(63)</sup>. كما ألزم المشرع مجلس إدارة الشركة محل العرض - وخلال سبعة أيام عمل من تاريخ استلام مستند العرض - بأن يرفع للهيئة رداً يبين فيه رأيه وتوصيته للمساهمين بالإضافة إلى رأي مستشار الاستثمار، وأن ينشر توصيته لمساهمي الشركة بشأن العرض<sup>(64)</sup>.

## ثانياً- الإفصاح والشفافية

يعدُّ مبدأ الإفصاح والشفافية من أهم مبادئ حوكمة الشركات والتجارة الدولية على الإطلاق، نظراً لما يمثله من استقرار وشفافية وحماية لجميع الأطراف والمتعاملين مع الشركات والأسواق المالية، ويقتضي هذا المبدأ توفير المعلومات وإتاحتها لكل الجهات الرقابية والمساهمين والجمهور، بحيث تصبح الشركات مرآةً لحقيقة ما يحدث داخلها، كما يتضمن المبدأ الإعلان عن النتائج المالية وأهداف الشركة وبيئتها عن هيكل الملكية وحقوق التصويت، وبيان أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والمزايا المالية التي يحصلون عليها، والتقارير المالية الدورية والطارئة، والقوائم المالية، والإفصاح عن السياسات الاجتماعية والبيئية، وتلك المتعلقة بالسلامة والصحة المهنية، وكذا الإفصاح عن السياسات المستقبلية، وما تنوي الشركة القيام به من تطوير أو تغيير في حجم العمالة أو تدريبها، وبرامجها للرعاية الاجتماعية، سواء داخل الشركة أو خارجها في المجتمع المحيط بها، والإفصاح عن المخاطر المتوقعة وقواعد المراجعة<sup>(65)</sup>.

وبالتالي فيلزم إرساء الشفافية الكاملة بشأن كافة مراحل عرض الشراء؛ وذلك لتمكين حملة الأوراق المالية من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، وتحقيق المساواة وتكافؤ الفرص فيما بينهم، وبالتالي يساعد ذلك في الحد من الممارسات الضارة التي قد تؤثر على أسعار الأسهم، ارتفاعاً أو انخفاضاً، من خلال الحد من التلاعب بالأسعار،

(62) المادة (9-5) من اللائحة التنفيذية.

(63) المادة (3-7) من اللائحة التنفيذية.

(64) المادة (3-10) من اللائحة التنفيذية.

(65) أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص 22 وما بعدها. محمد علي سويم، مرجع سابق، ص 96 وما بعدها. هادي بن علي محمد اليامي، الالتزام بالإفصاح والشفافية في نظام حوكمة الشركات السعودي، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006، ص 41. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 124 وما بعدها.

واضطراب السوق بسبب نشر أخبار مضللة أو غير دقيقة عن نية إحدى الشركات تقديم عرض شراء إجباري للاستحواذ على إحدى الشركات المقيدة بالبورصة<sup>(66)</sup>.

وقد تناول المشرع أحكام الإفصاح والشفافية في الفصل الثامن من الكتاب السابع من اللائحة التنفيذية، وقد اعتبر المشرع أن الإفصاح الدقيق في الوقت المناسب والشفافية من أهم ركائز قواعد حوكمة الشركات التي تتيح للمساهمين ممارسة حقوقهم على الوجه الأكمل، ومنها تحقيق المتابعة المستمرة لما يحدث في الشركة، وتسهيل عملية مساءلة كل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة<sup>(67)</sup>.

كما نصَّ المشرع على أنه يتعين على الشخص الذي يرغب في تقديم عرض استحواذ، أن يقدم نسخة من وثائق العرض مصحوبةً بالبيانات والمعلومات الأساسية إلى كل من الهيئة والبورصة ومصدر الأوراق المالية موضوع عرض الاستحواذ، كما يجب أن يحصل الشخص مقدم العرض على موافقة الهيئة قبل المضي في مباشرة إجراءات عرض الاستحواذ<sup>(68)</sup>.

ونصَّ المشرع أيضاً على وجوب التزام مقدم العرض والشركة محل العرض بالإفصاح عن كافة البيانات في حال إذا توصل الطرفان إلى اتفاق أولي بخصوص عرض الاستحواذ، وإذا التزم شخص بتقديم عرض استحواذ إلزامي، أو عند إخطار الشركة محل العرض بوجود رغبة جدية لتقديم عرض غير مشروط، أو عند موافقة الهيئة على نشر مستند العرض.

كذلك يلزم الإفصاح عند إصدار توصية مجلس إدارة الشركة محل العرض بشأن العرض المقدم، وكذلك عند الانتهاء من فترة التجميع وبيان نسبة الأسهم التي تم تجميعها. وأخيراً عند الانتهاء من كافة إجراءات عملية الاستحواذ<sup>(69)</sup>، أيضاً نصَّت اللائحة على وجوب الإفصاح الأولي عن عرض الاستحواذ الاختياري أو الاستحواذ الإلزامي<sup>(70)</sup>.

كما حدَّ المشرع من استغلال المعلومات الداخلية وتعارض المصالح، فنصَّ على أنه: «لا يجوز لأي شخص مطلع على معلومات داخلية التعامل على أسهم الشركة محل العرض، أو الأطراف التابعة له أو المتحالفة معه. ويشمل الحظر أيضاً التعامل على أسهم الشركة

(66) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص 111 وما بعدها. نهاد أحمد إبراهيم السيد، مرجع سابق، ص 57. طارق محمود السالوس، مرجع سابق، ص 78.

(67) المادة (4-8) من اللائحة التنفيذية.

(68) المادة (72) من قانون هيئة أسواق المال.

(69) المادة (1-2-3) من اللائحة التنفيذية.

(70) المادتان (2-3 و2.3) من اللائحة التنفيذية.

مقدمة العرض أو الأطراف التابعة لها أو المتحالفة معها، إذا كان أي منهم شركة مدرجة في البورصة»<sup>(71)</sup>.

كما منع المشرع أيضاً أي شخص مطلع على معلومات داخلية تتعلق بأي عرض أن يقدم توصية لأي شخص آخر بشأن التعامل في الأسهم ذات العلاقة، ويجب على جميع الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية منع الكشف عنها<sup>(72)</sup>.

وأوجب المشرع أيضاً على أعضاء مجلس إدارة الشركة محل العرض تفادي أي تعارض للمصالح عند تقديمهم توصيات لمساهمي الشركة بخصوص أي عرض استحواذ. كذلك لا يجوز لعضو مجلس الإدارة لدى أي من أطراف العرض التصويت في مجلس الإدارة أو لجانته 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 تقل عن 5% من الأسهم المتداولة للشركة محل العرض، كما يتعين الإفصاح عن أي مصالح غير مباشرة أو بالتحالف مع آخرين<sup>(73)</sup>.

## المطلب الثاني

### الحماية القانونية وفقاً لقانون الشركات

نتناول في هذا المطلب الحماية القانونية التي يوفرها قانون الشركات لأقلية المساهمين بالنسبة لعرض الشراء، الذي تمت الموافقة عليه من قبل مجلس الإدارة وأحاله إلى الجمعية العامة للتصويت عليه، سواء أكان ذلك أمام الجمعية العادية أم غير العادية، وتظهر هذه الحماية في موضعين هما: الحق في حضور اجتماعات الجمعية العامة، وكذلك حقهم في التصويت على القرارات التي يتم التصويت عليها.

#### أولاً- حضور اجتماعات الجمعيات العامة

حق حضور المساهم لاجتماعات الجمعية العامة للشركة من الحقوق الأساسية للمساهم، ويعبر عن مشاركة المساهم في إدارة الشركة، وذلك بغرض مراقبة حسن استغلال أسهمه، والدفاع عن حقوقه المالية. وتعتبر المشاركة وسيلة فاعلة لمراقبة هيئات الشركة

(71) المادة (10-1-3) من اللائحة التنفيذية.

(72) المادة (11-1-3) من اللائحة التنفيذية.

(73) المادة (17-1-3) من اللائحة التنفيذية.

حتى لا تخرج عن إطار المصلحة العامة للشركة<sup>(74)</sup>.

وقد نص المشرع في قانون الشركات على حق المساهم - أيًا كان، سواء أكان من أصحاب الأغلبية أم من الأقلية - في حضور الجمعيات العامة والاشتراك في مداولاتها<sup>(75)</sup>. وأجاز المشرع للمساهم أن يوكل غيره في الحضور عنه، وذلك بمقتضى توكيل خاص أو تفويض.

### ثانياً- المشاركة في التصويت

بالإضافة إلى حق المساهم في حضور اجتماعات الجمعية العامة، فإن له الحق أيضاً في المشاركة في التصويت على قراراتها، وبالتالي فهو يسهم في صنع القرار، ويكون لكل مساهم عدد من الأصوات يساوي عدد الأصوات المقررة لذات الفئة من الأسهم، ولا يجوز للمساهم التصويت عن نفسه أو عن يمثله في المسائل التي تتعلق بمنفعة خاصة له، أو بخلاف قائم بينه وبين الشركة<sup>(76)</sup>. ويعدُّ التصويت على القرارات في الجمعية العامة للشركة الآلية التي يتمكن من خلالها المساهم من المشاركة في إدارة الشركة<sup>(77)</sup>.

### المطلب الثالث

#### حماية أقلية المساهمين وفقاً للقواعد العامة

لم تكن ظاهرة غياب المساهمين وحدها السبب الرئيس لتدني دور المساهم واقعيًا في حياة الشركة، وممارسة الحقوق المخولة له قانونًا على أسهمه، ولكن أيضاً بسبب عدم

(74) أحمد محمد حرز، الوسيط في الشركات التجارية، 2ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004، ص 502. محمود سمير الشراقي، القانون التجاري، ج 1، دار النهضة العربية، القاهرة، 1989، ص 351. هاني دويدار، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008، ص 745. طعمة صغفك الشمري وعبد الله الحيان، الوسيط في شرح قانون الشركات الكويتي، ط3، دون ناشر، الكويت، 2016، ص 428. محمد عمار مصباح تيباز، نظرية الحقوق الأساسية للمساهم في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، القاهرة، 1998، ص 455. عمار محمد أمين رمضان، حق المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة، ج 1، دار الكتب القانونية، الكويت، 2017، ص 161.

(75) المادة (2/178) من قانون الشركات.

(76) المادة (208) من قانون الشركات، وقد نص المشرع أيضاً في المادة (3-1-17) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال على أنه: «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.

(77) هاني دويدار، مرجع سابق، ص 752. خولة أحمد السليطي، حماية أقلية المساهمين في صفقات الدمج والاستحواذ في ضوء التشريعات والأنظمة القانونية القطرية، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة قطر، 2017، ص 14. مروان فتحي، حماية المساهمة في شركة المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012/2011، ص 73.

استطاعة المساهم أن يبدي رأياً صحيحاً حول القرارات التي تصدرها الجمعية العامة للشركة؛ لوجود تعسف من جانب الأغلبية عند ممارسة أغلبية التصويت، مما أدّى إلى ضعف دور مساهمي الأقلية الذين يستطيعون الوقوف أمام التيار الجارف من الأغلبية عند التصويت على قرارات قد تكون في غير صالح الشركة<sup>(78)</sup>.

ويمكن لأقلية المساهمين في شركة المساهمة اللجوء إلى نظرية التعسف في استعمال الحق الواردة في نص المادة (30) من القانون المدني إذا انحرفت الأغلبية عن مسلك الرجل المعتاد، وقامت بإصدار قرارات من شأنها الإضرار بحقوق الأقلية في الشركة<sup>(79)</sup>.

والتعسف يعني الاستخدام السيئ المفرط وغير الصحيح للحق أو للسلطة، فهو استعمال غير مشروع وانحراف عن الغايات المحددة<sup>(80)</sup>، وقد عرّفت محكمة النقض الفرنسية تعسف الأغلبية بأنه: «القرار إذا اتُّخذ ضد المصلحة العامة للشركة أو لصالح عدد من الأقلية للإضرار بالأقلية»<sup>(81)</sup>.

وقد عرّف المشرع هذه النظرية بأنه: «يكون استعمال الحق غير مشروع، إذا انحرف به صاحبه عن الغرض منه أو عن وظيفته الاجتماعية، وبوجه خاص: 1- إذا كانت المصلحة التي تترتب عنه غير مشروعة. 2- إذا لم يقصد به سوى الإضرار بالغير 3- إذا كانت المصلحة التي تترتب عنه لا تتناسب البتة مع الضرر الذي يلحق بالغير. 4- إذا كان من شأنه أن يلحق بالغير ضرراً فاحشاً غير مألوف».

والتعسف المقصود هنا هو التعسف الحاصل من الأغلبية تحقيقاً لمصلحتها الشخصية وإضراراً بالأقلية، وكان ضد المصلحة العامة للشركة، وبالتالي يمكن لأقلية المساهمين الاستعانة بنظرية التعسف في استعمال الحق لحماية حقوقهم.

(78) عمار محمد أمين رمضان، مرجع سابق، ص 115. سيدر سامي، الحماية القانونية للمساهم في شركة المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر، 2017/2018، ص 25.

(79) للمزيد في نظرية التعسف في استعمال الحق، انظر: عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني: مصادر الالتزام - المجلد الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 1981، ص 1169 وما بعدها. عبد النعم فرج الصدة، مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992، ص 512 وما بعدها. عبد الودود يحيى، الموجز في النظرية العامة للالتزامات - القسم الأول - مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1994، ص 244 وما بعدها.

(80) محمد عمار مصباح تيباز، مرجع سابق، ص 781. سيدر سامي، مرجع سابق، ص 63.

(81) أساور حامد عبد الرحمن، اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، العراق، المجلد 2، العدد 6، 2013، ص 45. زايدي آمال، النظام القانوني لتجمع الشركات التجارية: دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2014، ص 263.

وحتى نكون أمام تعسف في استعمال الحق من قبل أغلبية المساهمين، لا بد من توافر أركان التعسف والمتمثلة في العنصر المادّي المتمثل في الضرر الذي يمكن أن يلحق بأقلية المساهمين نتيجة لقراراتهم التي تصب في مصلحتهم كأغلبية ضد الأقلية، وبالتالي فالقرار الذي تبنته الأغلبية يجب أن يكون من شأنه أن يؤدي إلى حدوث ضرر بمصلحة الشركة من أقلية مساهمين وعاملين بالشركة، وأن يكون من شأن هذا القرار أن يخل بمبدأ المساواة بين المساهمين، بحيث يحقق مصلحة الأغلبية على حساب الآخرين<sup>(82)</sup>.

وكذلك العنصر المعنوي المتمثل في نية الإضرار بأقلية المساهمين، أو تحقيق منافع شخصية لأغلبية المساهمين على حساب الأقلية<sup>(83)</sup>.

وقد تواجه الأقلية بعض الصعوبات في إثبات خطأ الأغلبية، نظرًا لأن الأغلبية لها الحق في إدارة الشركة، واتخاذ القرارات المتعلقة بها، والمتعلقة بالمصلحة المشتركة للشركاء، ومع ذلك فلا يمنع من أن يعرض الأمر على القضاء، حيث يمكن للمحكمة أن تستخلص تعسف الأغلبية من ظروف الدعوى، فإذا ثبت للمحكمة أن هناك تعسفًا من الأغلبية، كان لها إبطال القرارات التي تنطوي على إجحاف بحقوق الأقلية، كما يكون لها الحق في التعويض عما لحقها من ضرر جرّاء القرار التعسفي، وذلك طبقًا للقواعد العامة في المسؤولية التقصيرية<sup>(84)</sup>.

(82) طارق أحمد قدور، مرجع سابق، ص 83. واثق رعد الدليمي، الحوكمة في الحد من الممارسات التعسفية داخل الشركة المساهمة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2019، ص 33.

(83) علي فوزي الموسوي، مرجع سابق، ص 112 وما بعدها. علاء سليمان، مرجع سابق، ص 501 وما بعدها. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص 43 وما بعدها. الطعن 95/31 تجاري، جلسة 1995/6/25، مجلة القضاء والقانون، السنة 33، الجزء الثاني، ص 114.

(84) أحمد بركات مصطفى، مرجع سابق، ص 27. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص 63. الطعن 97/93 تجاري، جلسة 1998/3/9، مجلة القضاء والقانون، السنة 26، الجزء الأول، ص 188. الطعن رقم 2006/1126 تجاري، جلسة 2009/1/7، مجلة القضاء والقانون، السنة 37، الجزء الأول، ص 33. الطعن رقم 2007/884 مدني، جلسة 2009/1/26، مجلة القضاء والقانون، السنة 37، الجزء الأول، ص 346. الطعن رقم 2008/369- تجاري، جلسة 2009/2/1، مجلة القضاء والقانون، السنة 37، الجزء الأول، ص 137.

## المبحث الثاني

### الحماية الاتفاقية والقضائية لأقلية المساهمين

تلجأ الشركة إلى بعض الحلول الاتفاقية التي تجنبها مخاطر عروض الشراء بقصد الاستحواذ، من خلال الاتفاق بين المساهمين على بعض القرارات في اجتماع الجمعية العامة للشركة لحماية الشركة والحفاظ على سمعتها ومكانتها، وكذلك للحفاظ على حقوق الأقلية من المساهمين، كذلك للقضاء دور فعال في حماية أقلية المساهمين من مخاطر الاستحواذ، وسوف نقسم هذا المبحث إلى مطلبين: الأول نتحدث فيه عن الحماية الاتفاقية لأقلية المساهمين، وفي الثاني نتحدث عن الحماية القضائية، في ظل قانون هيئة أسواق المال وقانون الشركات الكويتي، على النحو التالي:

### المطلب الأول

#### الحماية الاتفاقية

لم تقف حماية الأقلية عند الحماية القانونية التي وفرها المشرع، بل إن الاتفاقات بين المساهمين في الشركة لحماية الأقلية منهم، وزيادة الثقة بينهم، وللحفاظ على سمعة الشركة، لها دور كبير في حماية الشركة عموماً، والأقلية خصوصاً من مخاطر الاستحواذ، خاصة إذا كانت عملية الاستحواذ عدائية كأن تكون قد تمت من دون اتفاق مع مجلس الإدارة مسبقاً؛ لذا فقد يلجأ مجلس الإدارة بالاتفاق مع المساهمين إلى اتخاذ بعض الإجراءات التي تسهم في عرقلة عملية الاستحواذ على مقدمه، أو تأخيرها، أو زيادة تكلفتها، علماً بأن بعض هذه الاتفاقات قد يكون غير قانوني بغية إرادة مجالس إدارات تلك الشركات المحافظة على شركاتها من الاستحواذ العدائي خاصة بعد تقديم العرض بشكل رسمي<sup>(85)</sup>؛ حيث منع المشرع الشركة محل العرض أو المفاوضات الأولية بشأن تقديم العرض إصدار أسهم جديدة في حدود رأس المال المصرح به، أو إصدار أو منح خيارات تتعلق بهذه الأسهم، أو إصدار أي أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم، أو التصرف في أي أصول ذات قيمة مؤثرة، أو إبرام عقود خارجة عن إطار النشاط العادي للشركة، أو تحميل الشركة أي التزامات مادية مؤثرة، إلا في حدود تمكينها من تمويل وممارسة أنشطتها العادية<sup>(86)</sup>.

(85) طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص 76.

(86) المادة (3-1-16) من اللائحة التنفيذية.

لذلك سنتحدث في هذا البحث عن الحماية الاتفاقية لأقلية المساهمين من مخاطر الاستحواذ، وذلك وفقاً لكل من قانوني هيئة أسواق المال وقانون الشركات، على النحو التالي:

## الفرع الأول

### الحماية الاتفاقية وفقاً لقانون هيئة أسواق المال

يمكن للشركة أن تتخذ بعض الإجراءات لحماية أقلية المساهمين من مخاطر الاستحواذ، ومن تلك الإجراءات تقديم عرض منافس، أو زيادة رأس مال الشركة، أو تعديل النظام الأساسي للشركة لتحويلها من شركة مساهمة إلى شركة توصية بالأسهم، أو قيامها بشطب الشركة اختياريًا من البورصة، أو تقديم عرض استحواذ عكسي.

#### أولاً- تقديم عرض منافس

نص المشرع على جواز تقديم عرض الشراء المنافس<sup>(87)</sup>؛ وذلك لأهميته في حماية مصالح مساهمي الأقلية ووصولهم على الفرصة المناسبة للتخلي عن أسهمهم بسعر معقول وعادل، وتوسيع فرص الاختيار بين عرض الشراء الأصلي المقدم مسبقاً، وبين العرض المنافس للحصول على أفضلهما، خوفاً من أن يكون المستحوذ متواطئاً مع شخصيات مسيطرة على رأس مال الشركة ومجلس إدارتها وهم غالبية المساهمين.

أيضاً هذه الطريقة قد تلجأ إليها الشركات، حيث تستعين الشركة المستهدفة بصديق ذي ثقة لديها لتقديم عرض منافس لمقدم عرض الشراء الأصلي ليزيد من أعباء مقدم العرض الأصلي<sup>(88)</sup>.

ويقدم عرض الاستحواذ المنافس بعد نشر مستند العرض الأصلي، وقبل خمسة أيام عمل من انتهاء فترة التجميع لعرض الاستحواذ الأصلي<sup>(89)</sup>، بشرط أن يكون العرض المنافس يتضمن إضافة جوهرية أو تعديلاً أساسياً في شروط عرض الاستحواذ الأصلي<sup>(90)</sup>، ويلتزم مقدم عرض الاستحواذ المنافس بأحكام الإفصاح عند التقديم<sup>(91)</sup>.

ويترتب على تقديم مستند عرض الاستحواذ المنافس وقف إجراءات عرض الاستحواذ

(87) المادة (9-3) من اللائحة التنفيذية.

(88) علي طلال هادي، مرجع سابق، ص 408.

(89) المادة (3-9-3) من اللائحة التنفيذية.

(90) المادة (2-9-3) من اللائحة التنفيذية.

(91) المادة (4-9-3) من اللائحة التنفيذية.

الأصلي لمدة عشرة أيام عمل، وبعد ذلك تبث فيه الهيئة إما بالقبول أو بالرفض، وفي حالة قبول الهيئة له يستمر وقف إجراءات عرض الاستحواذ الأصلي لحين إصدار الجمعية العامة العادية للشركة محل العرض قرارها باختيار أحد العرضين، أما لو رفضت الهيئة العرض المنافس، فتستأنف إجراءات عرض الاستحواذ الأصلي كما كان.

### ثانياً- الشطب الاختياري

يجوز أن تلجأ الشركة إلى شطب قيدها بالبورصة اختياريًا، ممّا يفوت الفرصة على مقدم الاستحواذ، وقد أجاز المشرع لكل شركة مساهمة مدرجة أن تطلب الانسحاب الاختياري من البورصة<sup>(92)</sup>.

### ثالثاً- الاستحواذ العكسي

يجوز للشركة المستهدفة أن تقوم بإصدار أسهم جديدة وعرضها على مساهمي شركة غير مدرجة عوضاً عن أسهمهم؛ بحيث تمثل الأسهم الجديدة أكثر من 50% من الأسهم المصدرة في الشركة المدرجة بعد تنفيذ الاستحواذ<sup>(93)</sup>.

## الفرع الثاني

### الحماية الاتفاقية وفقاً لقانون الشركات

هناك طرق متعددة في قانون الشركات الكويتي يمكن من خلالها حماية الأقلية من مخاطر الاستحواذ، ومن أجل عرقلة إجراءات الاستحواذ، ورفع تكلفة الاستحواذ، وتتمثل هذه الإجراءات في تعديل رأس مال الشركة إما بالزيادة أو بالتخفيض، أو تغيير الشكل القانوني للشركة أو تعديل حقوق التصويت بالشركة، وذلك على النحو التالي:

#### 1. زيادة رأس مال الشركة عن طريق الاكتتاب العام

تقوم الشركة - لحمايتها من مخاطر الاستحواذ - بزيادة رأس المال؛ حيث تؤدي هذه الزيادة إلى صعوبة تدبير ما يلزم من أموال في ضوء ضخامة عدد الأسهم<sup>(94)</sup>، وتتم زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم زيادة رأس المال للاكتتاب العام<sup>(95)</sup>، بشرط أن يكون ذلك في حدود رأس المال المصرح به<sup>(96)</sup>، فإن زاد عن رأس المال المصرح به وجب

(92) المادة (5-2) من كتاب قواعد الإدراج - الكتاب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية.

(93) المادة (1-10-3) من اللائحة التنفيذية.

(94) طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص 74. طارق محمود السالوس، مرجع سابق، ص 88.

(95) المادة (159) من قانون الشركات

(96) المادة (148) من قانون الشركات.

أخذ موافقة الجمعية العامة غير العادية<sup>(97)</sup>، وتتم هذه الإجراءات بقرار من مجلس الإدارة ودون الحاجة للحصول على موافقة الجمعية العامة للمساهمين، وهذا الإجراء من المفيد أن يتم اللجوء إليه قبل طرح العرض؛ لأنه ليس من أعمال الإدارة المعتادة، وبذلك يمكن اتخاذ هذا القرار كوسيلة احتياطية، وإرجاء تنفيذه لحين الحاجة إليه<sup>(98)</sup>؛ لأنه بعد تقديم العرض لا يمكن للشركة القيام بتلك الإجراءات على حسب ما ورد بالمادة (16-1-3) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال، إلا بموافقة الجمعية العامة للمساهمين.

## 2. توزيع أسهم مجانية

يمكن للشركة أيضاً تغطية زيادة رأس المال عن طريق تحويل أموال من الاحتياطي الاختياري، أو من الأرباح المحتجزة، أو ممّا زاد عن الحد الأدنى للاحتياطي القانوني إلى أسهم مجانية بالقيمة الاسمية ودون علاوة إصدار، وتوزع هذه الأسهم على المساهمين بنسبة ما يملكه كل منهم في رأس المال<sup>(99)</sup>.

وتكمن أهمية توزيع الأسهم المجانية في زيادة عدد الأسهم المملوكة بواسطة المساهمين الحاليين، وهو ما يصعب على مقدم عرض الاستحواذ بلوغ هدفه وهو السيطرة على الشركة<sup>(100)</sup>.

## 3. شراء الشركة لأسهمها

قد تلجأ الشركة إلى شراء أسهمها بقيمة المبلغ الذي تريد تخفيضه من رأس المال، وذلك بموافقة الجمعية العامة غير العادية<sup>(101)</sup>، وهذه الطريقة تسمى بالاسترداد، وتقوم الشركات - تحسباً للهجومات المباغثة للاستحواذ - بإضافة شرط الاسترداد بالنظام الأساسي للشركة، بأن لا يسمح للمساهم بأن يبيع أسهمه للغير دون الرجوع إلى مجلس الإدارة، فإن نكل مجلس الإدارة عن الشراء جاز للمساهم أن يبيع أسهمه للغير<sup>(102)</sup>.

(97) المادة (157) من قانون الشركات.

(98) محمد خليفة الشحومي، مرجع سابق، ص 389.

(99) المادة (166) من قانون الشركات.

(100) حسين محمد فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، دون تاريخ، ص 58. زايدي آمال، مرجع سابق، ص 95.

(101) المواد (168، 170) من قانون الشركات

(102) أحمد حسن وسمي بنيان، مرجع سابق، ص 128. ويرى البعض أن استخدام هذا الأسلوب لتوقي عروض الاستحواذ يكتنفه الكثير من المحاذير، لأن نطاق شراء الشركة لأسهمها محدود بعدد قليل من الأسهم لن يؤدي في الغالب إلى تثبيط همة تلك العروض العدوانية للاستحواذ على أسهم الشركات، وبالتالي على حقوق التصويت فيها. انظر: حسين محمد فتحي، مرجع سابق، ص 56.

ويطلق على ما تحتفظ به الشركة من أسهمها (أسهم خزينة)، والباقي (أسهم قائمة)<sup>(103)</sup>، وتؤدي عملية الشراء إلى إلغاء هذه الأسهم وتخفيض رأس المال، وهذا التخفيض يُمكن الشركة من التخلص من دفع الأرباح عن الجزء غير الموظف في رأس مالها، وهو ما يزيد من أرباح الأسهم القائمة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها في السوق، وهو ما يعدُّ عائقاً أمام صاحب العرض العدائي<sup>(104)</sup>.

وجدير بالذكر أن شراء الشركة لأسهمها مُقيّد بضرورة إجرائه قبل تقديم العرض، أو المفاوضات الأولية بشأن تقديم العرض طبقاً لما نصت عليه اللائحة التنفيذية<sup>(105)</sup>.

#### 4. تحول الشركة إلى شركة توصية بالأسهم

تهدف الشركة من التحول إلى شركة توصية بالأسهم إلى محاولة منع الشركة مقدمة العرض من السيطرة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة، وقد أجاز المشرع تحول الشركات من شكل قانوني إلى آخر، وبالتالي فقد تقوم الشركة المساهمة بعملية تحول من شركة مساهمة إلى شركة توصية بالأسهم بهدف إجهاض ما يهدف إليه صاحب العرض بالاستحواذ على إدارة الشركة، وفي هذه الحالة لن يكون بمقدور صاحب العرض سوى الوصول إلى مركز الشريك الموصي الذي لا يملك حق الإدارة، وتظل الإدارة بين الشركاء المتضامنين<sup>(106)</sup>.

#### 5. الأسهم الممتازة أو أسهم التصويت المضاعف

يمكن للشركة زيادة رأس مالها عن طريق الأسهم الممتازة، وهي الأسهم التي 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<sup>(107)</sup>، على أن يتم منح هذه الأسهم إلى مساهمين يتميزون بالإخلاص للشركة حتى إذا ما طرحت على الشركة عروض شراء عدائية تصدوا لها، وبالتالي زادت من تكلفة الاستحواذ على أسهم الشركة عن طريق عروض الاستحواذ المحتملة<sup>(108)</sup>.

(103) عمار محمد أمين رمضان، مرجع سابق، ص 211.

(104) طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص 70.

(105) المادة (3-1-16) من اللائحة التنفيذية.

(106) حسين محمد فتحي، مرجع سابق، ص 59.

(107) محمود سمير الشرقاوي، مرجع سابق، ص 328. هاني دويدار، مرجع سابق، ص 722. عبد

الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص 18.

(108) طارق محمود السالوس، مرجع سابق، ص 89. زايدي آمال، مرجع سابق، ص 97.

## المطلب الثاني

### الحماية القضائية لأقلية المساهمين

نتناول في هذا المطلب الحماية القضائية للأقلية في ظل قانون هيئة أسواق المال وقانون الشركات الكويتي، وذلك على النحو التالي:

#### الفرع الأول

#### الحماية وفقاً لقانون هيئة أسواق المال

سنعرض لهذه الحماية من خلال الاعتراض على قرارات الجمعية العامة، والادعاء بمخالفة أحكام قانون حماية المنافسة، وذلك على النحو التالي:

#### أولاً- الاعتراض على قرارات الجمعية العامة

أجازت المادة (2/73) من قانون هيئة أسواق المال لأي من حملة الأسهم، الذين يملكون ما نسبته لا تقل عن 5% ولا تزيد عن 30% من أسهم أي شركة مدرجة في البورصة، الاعتراض على قرارات الجمعيات العمومية إذا كان من شأن هذه القرارات الإضرار بحقوق الأقلية، وله حق التظلم إلى هيئة المفوضين خلال 15 يوماً من تاريخ إصدار القرار المعارض عليه أو علمه به أيهما أبعد، وللهيئة إلغاء قرار الجمعية العمومية، إذا ثبت الضرر، ويجوز لكل ذي مصلحة الطعن على قرار الهيئة أمام المحكمة المختصة.

ويقدم الاعتراض في صورة تظلم يتضمن البيانات التالية<sup>(109)</sup>:

1. أسماء المساهمين المعارضين، وما يفيد ملكيتهم لأسهم الشركة محل الاعتراض.
2. بياناً عن القرار المعارض عليه وتاريخ صدوره.
3. تفصيلاً لأسباب اعتراضهم على القرار، وما تضمنه من إجحاف بحقوق الأقلية.
4. بياناً يثبت اتفاق المساهمين بالاعتراض على قرارات الجمعية العامة العادية أو غير العادية، وذلك في حال تقديم الاعتراض بصفة مجتمعة لعدد من المساهمين.

وتبت الهيئة في التظلم خلال عشرين يوماً من تقديمه أو من تاريخ تزويدها بالمستندات والبيانات، ويعتبر عدم رد الهيئة على التظلم خلال تلك المدة رفضاً له<sup>(110)</sup>، ويجوز الطعن في قرار الهيئة أمام المحكمة المختصة خلال ستين يوماً من تاريخ إخطار ذوي الشأن به

(109) المادة (2-12-3) من اللائحة التنفيذية.

(110) المادة (4-12-3) من اللائحة التنفيذية.

أو علمهم به علمًا يقينياً، أو من تاريخ نشره على الموقع الإلكتروني للهيئة أو بالجريدة الرسمية، ويكون الطعن بصحيفة دعوى ترفع أمام المحكمة المختصة، وتختصم فيها الهيئة والشركة محل التظلم أو المتظلم، وإلا حُكم بعدم قبول الدعوى، وللمحكمة المختصة في هذه الحالة أن تؤيد قرارات الجمعية العامة أو تعديلها أو تلغيها<sup>(111)</sup>.

### ثانياً- مخالفة أحكام قانون حماية المنافسة

اشترط المشرع على مقدم العرض الالتزام بأحكام قانون حماية المنافسة ولائحته التنفيذية<sup>(112)</sup>، وبالتالي من الممكن أن تلجأ الشركة إلى الادعاء بمخالفة أحكام المنافسة، وأن هذا العرض سوف يلحق ضرراً بالمنافسة بين المشروعات داخل الدولة، أو يضر بمصلحة المستهلكين أو يلحق الأضرار بالعمال، أو يعد مخالفاً للقوانين واللوائح، ولكن على مجلس الإدارة إثبات هذا الادعاء، من خلال إثبات الانحراف عن الغرض وسوء نية صاحب العرض<sup>(113)</sup>.

### الفرع الثاني

#### الحماية وفقاً لقانون الشركات

نص المشرع في قانون الشركات على الحماية القضائية لأقلية المساهمين، عندما أجاز الطعن على قرارات الجمعية العامة للشركة ممن يملكون ما نسبته 15% من رأس مال الشركة، كما أجاز للمساهمين ممن يملكون 5% من رأس مال الشركة الطلب من وزارة التجارة والصناعة تعيين مدقق حسابات لإجراء تفتيش على الشركة. وهذا ما سنتحدث عنه فيما يلي:

#### أولاً- الطعن على قرارات الجمعية العامة للشركة

أجاز المشرع الطعن على قرارات الجمعية العامة العادية وغير العادية التي يكون فيها إجحاف بحقوق الأقلية، ويتم الطعن من قبل عدد من مساهمي الشركة يملكون 15% من رأس مال الشركة المصدر، ولا يكونون ممن وافقوا على تلك القرارات، وتسقط تلك الدعوى بمضي شهرين من تاريخ قرار الجمعية، وللمحكمة في هذه الحالة أن تؤيد القرارات أو تعديلها أو تلغيها، أو أن ترجى تنفيذها حتى تجري التسوية المناسبة لشراء أسهم المعارضين بشرط ألا يتم شراء هذه الأسهم من رأس مال الشركة<sup>(114)</sup>.

(111) المادة (3-12-5) من اللائحة التنفيذية.

(112) المادة (3-1-9) من اللائحة التنفيذية.

(113) محمد خليفة الشحومي، مرجع سابق، ص 410.

(114) المادة (2/220) من قانون الشركات.

## ثانياً- بطلان القرارات التي تصدر لجلب نفع خاص

أبطل المشرع تصويت المساهم عن نفسه أو عمّن يمثله في المسائل التي تتعلق بمنفعة خاصة له، أو بخلاف بينه وبين الشركة<sup>(115)</sup>، وبالتالي فإذا صدر قرار لصالح فئة معينة من المساهمين وهم الأغلبية، والذي على أثره سبب أضراراً للأقلية من المساهمين في الشركة، أو جلب منفعة شخصية لأعضاء مجلس إدارة الشركة، أو غيرهم دون مراعاة مصلحة الشركة، فإنه يجوز للأقلية المطالبة أمام القضاء ببطلان هذا القرار<sup>(116)</sup>.

## ثالثاً- حق الأقلية في تعيين خبير للتفتيش

يعتبر نظام التفتيش على الشركة من أهم الوسائل الفعالة المقررة لحماية مساهمي الأقلية في شركات المساهمة؛ لأنه من خلال هذا النظام تتمكن الأقلية من الرقابة على الشركة بالجوء إلى إجراءات بسيطة تغنيها عن إجراءات التقاضي العادية<sup>(117)</sup>.

ويجوز للمساهمين أو الشركاء الذين يملكون 5% على الأقل من رأس مال الشركة، أن يطلبوا من الوزارة تعيين مدقق حسابات لإجراء تفتيش على الشركة فيما ينسبونه إلى المدير أو أعضاء مجلس الإدارة أو مراقب الحسابات أو الرئيس التنفيذي للشركة من مخالفات في أداء واجباتهم، بشرط أن يكون لديهم تبريرات لهذا الإجراء<sup>(118)</sup>.

وبالتالي فيجوز للأقلية طلب تعيين خبير للنظر في عرض الشراء للاستحواذ، ومدى عدالة السعر المعروض من عدمه، وهذا النظام يوفر حماية فعالة لأقلية المساهمين من خلال لجوئهم إلى إجراءات بسيطة تتمثل في تقديم طلب للوزارة في حال وجود مخالفات جسيمة من المدير، أو أعضاء مجلس الإدارة، أو مراقب الحسابات، أو الرئيس التنفيذي للشركة<sup>(119)</sup>.

## رابعاً- دعوى المساهم الفردية ضد أعضاء مجلس الإدارة

أعطى المشرع للمساهم الحق في رفع دعوى تسمى دعوى المساهم الفردية - نصّ عليها المشرع في المادة (204) من قانون الشركات - طالباً التعويض، إذا كان الخطأ الذي صدر من أعضاء مجلس إدارة الشركة قد ألحق به ضرراً، كما في حال اعتماد الشركة لعرض شراء تراه الأقلية مجحفاً بحقها وسبب لها ضرراً.

(115) المادة (208) من قانون الشركات.

(116) علي طلال هادي، مرجع سابق، ص 411.

(117) طارق أحمد قدور، مرجع سابق، ص 283.

(118) المادة (298) من قانون الشركات.

(119) مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 299. أحمد

بركات مصطفى، مرجع سابق، ص 34.

وأكد المشرع على بطلان أي شرط في نظام الشركة يقضي بالتنازل عن هذا الحق في الدعوى، وتستلزم هذه الدعوى إثبات خطأ أو غش مجلس الإدارة أو أحد أعضائه، وأن تكون هناك علاقة سببية بين خطأ المجلس وما لحق المساهم من ضرر<sup>(120)</sup>.

وتعدُّ هذه الدعوى نوعاً من أنواع حماية الأقلية في شركات المساهمة، حيث تهدف هذه الدعوى إلى حماية الحقوق الشخصية للمساهم وتعويضه عن الضرر الذي لحق به نتيجة الخطأ الذي ارتكبه أعضاء مجلس الإدارة، وعليه يكون مبلغ التعويض لجبر ما لحق بالمساهم من ضرر<sup>(121)</sup>.

(120) محمد عمار مصباح تيار، مرجع سابق، ص 996. عمار محمد أمين رمضان، مرجع سابق، ص 467.

(121) مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 290. محمود سمير الشرقاوي، مرجع سابق، ص 383. هاني دويدار، مرجع سابق، ص 773. حمادة محمد عبد العاطي نصر، مرجع سابق، ص 202. خولة السليطي، مرجع سابق، ص 30. زايدي آمال، مرجع سابق، ص 270.

## الخاتمة

تناولنا في هذه الدراسة مسألة مهمة للغاية، ألا وهي حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة، في حال الاستحواذ على الشركة، وقد توصلنا في نهاية الدراسة إلى عدد من النتائج، كما قدمنا عدداً من التوصيات، نعرض لهما على النحو الآتي:

### أولاً- النتائج

1. لقد أضاف المشرع الكويتي حماية لأقلية المساهمين في كل من قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته واللائحة التنفيذية، وكذلك في ظل قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 وتعديلاته، وكذلك ما ورد في القانون المدني فيما يتعلق بنظرية التعسف في استعمال الحق.
2. هناك نوع من الحماية لا تقل أهمية عن الحماية القانونية الوارد ذكرها في التشريعات المذكورة آنفاً، وهي الحماية الاتفاقية التي يمكن للمساهمين الاتفاق عليها لحماية للشركة والمساهمين.
3. كما أن هناك أيضاً الحماية القضائية التي توفرها التشريعات المذكورة آنفاً لأقلية المساهمين.

### ثانياً- التوصيات

في ضوء ما تمت مناقشته والتوصل إليه من نتائج، نوصي بالآتي:

1. مد المشرع أحكام الاستحواذ الواردة في قانون هيئة أسواق المال أو اللائحة التنفيذية على الشركات غير المدرجة بالبورصة كما جاء في مسألة الاستحواذ العكسي.
2. تنظيم مسألة العروض العدائية لتفويت الفرصة على العروض المنافسة غير الجدية والتي تكون عادة من فعل مجلس الإدارة.
3. تفعيل التزام الشركة المستهدفة أحكام ومبادئ الحوكمة حماية لأقلية المساهمين وتوفير أكبر قدر من المساواة والشفافية للمعلومات.

## المراجع

- أحمد بركات مصطفى، حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة: دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013.
- أحمد حسن وسمي بنیان، النظام القانوني للاستحواذ على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية وفقاً للقانون العراقي، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، القاهرة، 2019.
- أحمد محمد محرز، الوسيط في الشركات التجارية، ط2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004.
- أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.
- أساور حامد عبد الرحمن، اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، العراق، المجلد 2، العدد 6، 2013.
- بدر حامد يوسف الملا، التنظيم القانوني لأسواق المال، ط2، دون ناشر، الكويت، 2012.
- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- هادي بن علي محمد اليامي، الالتزام بالإفصاح والشفافية في نظام حوكمة الشركات السعودي، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006.
- هاني دويدار، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008.
- هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013.
- واثق رعد الدليمي، الحوكمة في الحد من الممارسات التعسفية داخل الشركة المساهمة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2019.
- زايدي آمال، النظام القانوني لتجمع الشركات التجارية: دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، جامعة قسنطينة 1، الجزائر، 2014.

- حمادة محمد عبد العاطي نصر، دور مجلس الإدارة في حماية أقلية المساهمين في شركة المساهمة، المجلة القانونية، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، فرع الخرطوم، المجلد 2، العدد 2، 2017.
- حسين محمد فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، دون تاريخ.
- طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة: دراسة نظرية وتطبيقية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2009.
- طارق أحمد قدور، حماية مصالح الأقلية في شركات المساهمة المقيدة في البورصة، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، 2019.
- طارق محمود السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- طعمة صعفك الشمري وعبد الله الحيان، الوسيط في شرح قانون الشركات الكويتي، ط3، دون ناشر، الكويت، 2016.
- محمد علي سويلم، حوكمة الشركات في الأنظمة العربية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- محمد عمار مصباح تيار، نظرية الحقوق الأساسية للمساهم في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، القاهرة، 1998.
- محمد خليفة الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة: دراسة مقارنة، ط1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2018.
- محمود سمير الشرقاوي، القانون التجاري، ج1، دار النهضة العربية، القاهرة، 1989.
- مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- مروان فتحي، حماية المساهمة في شركة المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012/2011.
- نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2018.

- نورة حزام عواض المطيري، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية حقوق أقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي: دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2017.
- سيدر سامي، الحماية القانونية للمساهم، رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر، 2017/2018.
- عبد الودود يحيى، الموجز في النظرية العامة للالتزامات - القسم الأول - مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1994.
- عبد المنعم فرج الصدة، مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992.
- عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية - القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعيات العامة للمساهمين: دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، مصر، دون تاريخ نشر.
- عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني مصادر الالتزام، المجلد الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 1981.
- علاء سليمان، حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة المغفلة من مخاطر الاستحواذ، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 16، العدد 2، ديسمبر 2019.
- علي طلال هادي، الحماية القانونية لأقلية المساهمين من مخاطر الاستحواذ، مجلة العلوم القانونية، كلية القانون، جامعة بغداد، المجلد 32، العدد الثاني، 2017.
- علي فوزي الموسوي، حماية الأقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي، مجلة العلوم القانونية، كلية القانون، جامعة بغداد، المجلد 26، العدد الأول، 2011.
- عمار محمد أمين رمضان، حق المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة، ج 1، دار الكتب القانونية، الكويت، 2017.
- خولة أحمد السليطي، حماية أقلية المساهمين في صفقات الدمج والاستحواذ في ضوء التشريعات والأنظمة القانونية القطرية، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة قطر، 2017.

## المحتوى

الصفحة	الموضوع
107	الملخص
109	المقدمة
111	مبحث تمهيدي - مفهوم الاستحواذ وصوره
111	المطلب الأول - ماهية الاستحواذ ونطاقه
111	الفرع الأول - تعريف الاستحواذ
113	الفرع الثاني - نطاق الاستحواذ
114	المطلب الثاني - صور عروض الاستحواذ
114	الفرع الأول - عروض الشراء علي حسب طبيعة العرض
115	أولاً - عرض الشراء الأصلي
115	ثانياً - عرض الشراء المعدل
115	ثالثاً - عرض الشراء المنافس
116	رابعاً - عرض الشراء العكسي
116	الفرع الثاني - عروض الشراء علي حسب رضا الشركة المستهدفة
117	أولاً - عرض الشراء الودي
117	ثانياً - عروض الشراء العدائية
117	الفرع الثالث - عرض الشراء على حسب مقابل الشراء
118	أولاً - عرض الشراء النقدي
118	ثانياً - عرض الشراء بالمبادلة
119	ثالثاً - عرض الشراء المختلط
119	الفرع الرابع - عرض الشراء على حسب الكمية المطلوب شراؤها
120	المبحث الأول - الحماية القانونية لأقلية المساهمين
120	المطلب الأول - الحماية وفقاً لقانون هيئة أسواق المال
121	الفرع الأول - تقديم عروض الشراء الإجبارية
121	الغصن الأول - عرض الشراء الاختياري وعرض الشراء الإجباري
121	أولاً - عرض الاستحواذ الاختياري
122	ثانياً - عرض الشراء الإجباري (الإلزامي)
123	ثالثاً - التفرقة بين عرض الشراء الإجباري والاختياري
124	الغصن الثاني - حالات الالتزام بعرض الشراء الإجباري واستثناءاته

الصفحة	الموضوع
124	أولاً- حالات الالتزام بتقديم عرض الشراء الإلزامي
125	ثانياً- حالات الإعفاء من تقديم عرض الشراء الإجباري
127	الفرع الثاني- القيود على مجلس الإدارة
128	الفرع الثالث- الاعتراض على قرارات الجمعية العامة
128	الفرع الرابع- مبادئ حوكمة الشركات
129	أولاً- المعاملة المتساوية للمساهمين
130	ثانياً- الإفصاح والشفافية
132	المطلب الثاني- الحماية القانونية وفقاً لقانون الشركات
132	أولاً- حضور اجتماعات الجمعيات العامة
133	ثانياً- المشاركة في التصويت
133	المطلب الثالث- حماية أقلية المساهمين وفقاً للقواعد العامة
136	المبحث الثاني- الحماية الاتفاقية والقضائية لأقلية المساهمين
136	المطلب الأول- الحماية الاتفاقية
137	الفرع الأول- الحماية الاتفاقية وفقاً لقانون هيئة أسواق المال
137	أولاً- تقديم عرض منافس
138	ثانياً- الشطب الاختياري
138	ثالثاً- الاستحواذ العكسي
138	الفرع الثاني- الحماية الاتفاقية وفقاً لقانون الشركات
141	المطلب الثاني- الحماية القضائية لأقلية المساهمين
141	الفرع الأول- الحماية وفقاً لقانون هيئة أسواق المال
141	أولاً- الاعتراض على قرارات الجمعية العامة
142	ثانياً- مخالفة أحكام قانون حماية المنافسة
142	الفرع الثاني- الحماية وفقاً لقانون الشركات
142	أولاً- الطعن على قرارات الجمعية العامة للشركة
143	ثانياً- بطلان القرارات التي تصدر لجلب نفع خاص
143	ثالثاً- حق الأقلية في تعيين خبير للتفتيش
143	رابعاً- دعوى المساهم الفردية ضد أعضاء مجلس الإدارة
145	الخاتمة
146	المراجع