

2021

## Legal Protection of Shareholders of the Company Targeted by Friendly Takeover Bid: Analytical Study in UAE Law

Alaa Yakoob Yousif Dr.

Associate Professor of Commercial Law, College of Law, University of Sharjah, Anaimiy@sharjah.ac.ae

Follow this and additional works at: [https://digitalcommons.aaru.edu.jo/sharia\\_and\\_law](https://digitalcommons.aaru.edu.jo/sharia_and_law)



Part of the [Commercial Law Commons](#)

### Recommended Citation

Yousif, Alaa Yakoob Dr. (2021) "Legal Protection of Shareholders of the Company Targeted by Friendly Takeover Bid: Analytical Study in UAE Law," *مجلة جامعة الإمارات للبحوث القانونية UAEU LAW JOURNAL*: Vol. 86: Iss. 86, Article 2.

Available at: [https://digitalcommons.aaru.edu.jo/sharia\\_and\\_law/vol86/iss86/2](https://digitalcommons.aaru.edu.jo/sharia_and_law/vol86/iss86/2)

This Article is brought to you for free and open access by Arab Journals Platform. It has been accepted for inclusion in *مجلة جامعة الإمارات للبحوث القانونية UAEU LAW JOURNAL* by an authorized editor. The journal is hosted on [Digital Commons](#), an Elsevier platform. For more information, please contact [rakan@aarj.edu.jo](mailto:rakan@aarj.edu.jo), [marah@aarj.edu.jo](mailto:marah@aarj.edu.jo), [u.murad@aarj.edu.jo](mailto:u.murad@aarj.edu.jo).

---

## Legal Protection of Shareholders of the Company Targeted by Friendly Takeover Bid: Analytical Study in UAE Law

### Cover Page Footnote

Dr. Alaa Yakoob Yosif, Associate Professor of Commercial Law, College of Law, University of Sharjah  
anaimiy@sharjah.ac.ae



[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الودي]

---

**Keywords:** takeover, Shareholder Protection, Shareholder Minority, Compulsory takeover bid, Friendly takeover, takeover System.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

## الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الودي دراسة تحليلية في القانون الإماراتي

د. آلاء يعقوب يوسف

أستاذ القانون التجاري المشارك - كلية القانون - جامعة الشارقة

[anaimiy@sharjah.ac.ae](mailto:anaimiy@sharjah.ac.ae)

### ملخص البحث

يعد الاستحواذ على الشركات التجارية إحدى الوسائل التي يتحقق بها التركيز الاقتصادي. ولا يخفى ما للاستحواذ من مزايا للمستحوذ، فالأخير بحصوله على نصيب كبير من أسهم شركة أخرى إنما يعمل على توسيع نطاقه اقتصادياً وجغرافياً، ويزيد بذلك من قدرته التنافسية في السوق. كما يعزز الاستحواذ القدرة التنافسية للشركة المستهدفة بالاستحواذ أيضاً، وتستطيع من خلاله تحسين أدائها من خلال الاستفادة من قدرات المستحوذ. إلا أن هذه المزايا تقابلها مثالب معينة، ولا يخلو الأمر من مخاطر قد تلحق بمساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، فموافقتهم على بيع أسهمهم ومن ثم تمكين المستحوذ من تحقيق هدفه ينبغي أن تكون على بصيرة منهم، ويتعين أن يكون لهم دور معين في دراسة مدى أثر الاستحواذ على الشركة ومن ثم اتخاذ القرار الملائم في ضوء ذلك ببيع الأسهم أو رفض الاستحواذ وإبقاء الحال على ما هو عليه، وفي حال وافقوا على الاستحواذ فلا بد من تنظيم الشروط التي يتم في ضوئها تفادياً لفرض الأغلبية شروطها على الأقلية منهم، ومن ثم تمكين المساهمين من الحصول على أفضل العروض، لذا فإن الحاجة قائمة إلى حماية قانونية تحيط مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ. وحيث إن المشرع الإماراتي نصّ على الاستحواذ في قانون الشركات التجارية رقم ٢ لسنة ٢٠١٥، كما صدر قرار عن هيئة الأوراق المالية والسلع برقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٧ في تنظيم أحكام الاستحواذ، فإن التساؤل يثار عن مدى كفاية

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الودي]

أحكام الاستحواذ المتعلقة بحماية المساهمين، حيث تبيّن من البحث أن المشرع الإماراتي يحيط المساهمين بحماية سابقة على تنفيذ الاستحواذ وحماية لاحقة عليه، إلا أن بعض النصوص المجسدة لهذه الحماية تتطلب إعادة صياغة لتعزيز هذه الحماية أو لتفادي ما يعترها من غموض، وهو ما انتهى إليه البحث في توصياته.

الكلمات المفتاحية: الاستحواذ، حماية المساهمين، أقلية المساهمين، عرض الاستحواذ الإجمالي، عرض الاستحواذ الودي، نظام الاستحواذ.

المقدمة:

يعد الاستحواذ على الشركات التجارية إحدى الوسائل التي يتحقق بها التركيز الاقتصادي. ولا يخفى ما للاستحواذ وسواه من الوسائل التي تدعم التكاتف بين المشروعات التجارية من مزايا للمستحوذ، فالأخير بحصوله على نصيب كبير من أسهم شركة أخرى إنما يعمل على توسيع نطاقه اقتصادياً وجغرافياً، وهو ما يزيد من قدرته التنافسية في السوق. ويحقق له الاستحواذ هذا الهدف مجنباً إياه سلسلة من الإجراءات الإدارية التي تستلزم وقتاً ومصروفات لا يستهان بها فيما لو سعى إلى تحقيق ذات الهدف من خلال إنشاء مشروع جديد. ولا يعد المستحوذ المستفيد الوحيد من عملية الاستحواذ، فالاستحواذ يعزز القدرة التنافسية للشركة المستهدفة بالاستحواذ أيضاً، وتستطيع من خلاله تحسين أدائها من خلال الاستفادة من قدرات المستحوذ الاقتصادية كالحصول على علامته التجارية أو التكنولوجيا المتقدمة التي يجوزها، كما أنه يعد وسيلة مهمة لإعادة هيكلة الشركة، بإعادة هيكلة رأس المال بدخول مساهمين جدد يملكون أغلبية رأس المال، وإعادة هيكلة الجهاز الإداري في الشركة تبعاً لذلك، إذ يمكن للمساهمين الجدد الحائزين على الأغلبية اختيار مجلس إدارة جديد من أجل تحسين مستوى إدارة الشركة، فإذا ما تم استبدال إدارة كفاءة بالإدارة السابقة فإن ذلك ينعكس بطبيعة الحال إيجابياً على مركزها المالي ويزيد من أرباحها. وكل ذلك دون أن تفقد الشركة المستهدفة بالاستحواذ كيانها وشخصيتها القانونية.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

إلا أن مزايا الاستحواذ هذه تقابلها بطبيعة الحال مثالب معينة، فقد يحدث عكس المأمول من تحسن الأداء الإداري للشركة المستهدفة، بأن يغالي المستحوذ في مركزية الإدارة فيحد من قدرة إدارة الشركة على مزاولة دورها، كما أن تغير الهيكل الإداري للشركة قد يخلق حالة من عدم الاستقرار في الشركة، يضاف إلى ذلك أن عملية شراء أسهم الشركة إذا ما تمت بشكل غير منظم فإنها تنعكس سلباً على أسعار تلك الأسهم في سوق المال.

وعلى الرغم من أن مثل هذه المثالب يمكن دراستها وتجنبها في حالات الاستحواذ الودي الذي يتم باتفاق المستحوذ مع الشركة المستهدفة، إلا أن الأمر لا يخلو من مخاطر قد تلحق بمساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، فموافقتهم على بيع أسهمهم ومن ثم تمكين المستحوذ من تحقيق هدفه ينبغي أن تكون على بصيرة منهم، ويتعين أن يكون لهم دور معين في دراسة مدى أثر الاستحواذ على الشركة ومن ثم اتخاذ القرار الملائم في ضوء ذلك ببيع الأسهم أو رفض الاستحواذ وإبقاء الحال على ما هو عليه. وفي حال وافقوا على الاستحواذ فلا بد من تنظيم الشروط التي يتم في ضوئها تفادياً لفرض الأغلبية شروطها على الأقلية منهم، ومن ثم تمكين المساهمين من الحصول على أفضل العروض، لذا فإن الحاجة قائمة إلى حماية قانونية تحيط المساهمين عموماً في الشركة المستهدفة بالاستحواذ والأقلية منهم في بعض الأحوال.

### مشكلة البحث وحدوده:

يعد التنظيم القانوني للاستحواذ تنظيمياً مستحدثاً في دولة الإمارات العربية المتحدة، فقد أشار إليه المشرع الإماراتي في قانون الشركات التجارية الاتحادي النافذ رقم ٢ لسنة ٢٠١٥ في ثلاث مواد هي المواد ٢٩٢-٢٩٤، إلا أن هذا التنظيم جاء مقتضباً، ولعل سبب ذلك رغبة المشرع في أن يتم تنظيم الاستحواذ في قانون فرعي إذ أحال إلى الأحكام والقرارات التي تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، وبالفعل صدر القرار المرقم ١٨ لسنة ٢٠١٧ عن رئيس مجلس إدارة الهيئة بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة الذي

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهدي]

يضم ٦١ مادة، وقد تضمن عدداً من القواعد المتفرقة التي تهدف إلى حماية أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ، إلا أن هذا المنهج يثير التساؤل عن مدى كفاية هذه القواعد ومدى كفاية القانون الفرعي لتنظيم عملية الاستحواذ، مع ملاحظة أن حدود البحث تقف عند القواعد الموضوعية. أما إجراءات الاستحواذ فهي وإن كانت تهدف في جوانب منها إلى حماية المساهمين إلا أنها خارج الإطار المحدد للبحث.

أهمية البحث وهدفه:

تحتل دولة الإمارات العربية المتحدة مكانة مهمة بين اقتصاديات العالم المتقدم، وتدل على ذلك مؤشرات أداء الأعمال في العالم، إذ حلت دولة الإمارات وفقاً لمؤشر البنك الدولي لممارسة الأعمال الذي تضمنه تقرير البنك الدولي للعام ٢٠١٩ في المرتبة الحادية عشرة على مستوى العالم في أداء الأعمال التجارية وفي المرتبة الخامسة عشرة في مدى حماية أقليات المساهمين<sup>(١)</sup>، كما أن أضخم عمليات الاستحواذ في منطقة الخليج تمت في دولة الإمارات وهي عملية استحواذ بنك أبوظبي الوطني على بنك الخليج الأول بقيمة ١٤,٨٤ بليون دولار<sup>(٢)</sup>، ولا شك بأن تعزيز الحماية التي يتمتع بها المساهمون في إطار عمليات الاستحواذ من شأنه أن يدعم ما تتمتع به دولة الإمارات من مركز متقدم. من هنا فإن هدف البحث هو بيان مدى كفاية الحماية القانونية التي تتيحها القواعد الخاصة بالاستحواذ في القانون الإماراتي لمساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

(1) The World Bank, Doing Business 2019, training for reform report, P; 218. Available at: [https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report\\_web-version.pdf](https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report_web-version.pdf)

(2) institute for mergers and acquisitions Alliances statistics, available at: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

تجدر الإشارة إلى أنه وفقاً للمصدر أعلاه فقد تمت ٧٩٠٠٠٠ عملية استحواذ على مستوى العالم ما بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠١٨ وبقيمة تزيد على ٥٧ تريليون دولار، وقد ارتفعت قيمة عمليات الاستحواذ في العام ٢٠١٨ بنسبة ٤٪ بما يعادل ٣,٨ تريليون دولار.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

### منهج البحث:

يعد المنهج التحليلي المنهج العلمي الرئيس المعتمد في هذا البحث، إذ يقوم البحث على تحليل الواقع القانوني الإماراتي المتعلق بحماية المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ، لبيان مدى كفايته ومدى توافقه مع الهدف من تلك الحماية، يترافق مع هذا المنهج المنهج النقدي وصولاً إلى حلول قانونية ملائمة لمشكلة البحث. فضلاً عن هذين المنهجين يصار إلى المنهج الوصفي كلما دعت الضرورة لعرض المفاهيم تمهيداً لتحليلها.

### خطة البحث:

تم تقسيم البحث بعد مقدمته إلى ثلاثة مباحث، تعقبها الخاتمة، حيث يتناول المبحث الأول مفهوم الاستحواذ، في حين ينصب المبحث الثاني على بحث الحماية القانونية السابقة على تنفيذ الاستحواذ، أما المبحث الثالث فيتناول بالبحث الحماية القانونية اللاحقة على اتخاذ القرار المتعلق بالاستحواذ. وترد بعد ذلك خاتمة أذكر فيها أبرز نتائج البحث والتوصيات.

## المبحث الأول

### مفهوم الاستحواذ

يتطلب البحث في الحماية القانونية لمساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، البحث ابتداء في مفهوم الاستحواذ. فالتعرف على هذا المفهوم يلقي الضوء على مبررات هذه الحماية. كما أن بيان المفاهيم ابتداء يعد أساسياً لبيان حدود البحث من خلال بيان المقصود بالاستحواذ الودي وتمييز الاستحواذ عن سواه من العمليات القانونية، وفي كل منها تتطلب حماية المساهمين قواعد خاصة بها. بناء عليه فقد تم تقسيم المبحث الأول إلى ثلاثة مطالب، يتناول المطلب الأول تعريف الاستحواذ، ويعالج المطلب الثاني نطاق الاستحواذ، أما المطلب الثالث فينصب على بيان التمييز بين الاستحواذ وغيره من الأوضاع القانونية التي قد تشبه به.

## المطلب الأول

### تعريف الاستحواذ

يفيد الاستحواذ لغة الاستيلاء والسيطرة<sup>(٣)</sup>، ولا يخرج مفهومه في الاصطلاح القانوني عن هذا الإطار، فهو بشكل عام يفيد استيلاء وسيطرة شخص معين على شركة معينة. والاستحواذ على الشركة قد يكون ودياً وقد يكون عدائياً، وهو ما نبينه من خلال الفقرات الآتية:

أولاً: المقصود بالاستحواذ بشكل عام:

عرّف الفقه القانوني الاستحواذ تعريفات متعددة، فمن الفقه من يذهب إلى تعريفه بأنه: "عملية قانونية تؤدي إلى نقل أصول الشركة المستهدفة أو أسهم مالكيها إلى الشركة المستحوذ، على نحو يمكنها من حسن إدارتها بشكل مباشر أو غير مباشر بعد استيفاء مجموعة من الإجراءات القانونية الواجب مراعاتها"<sup>(٤)</sup>. ويؤخذ على هذا التعريف أنه لم يشر إلى الهدف الرئيس من الاستحواذ وهو سيطرة المستحوذ على الشركة المستهدفة، الذي تقف وراءه أهداف عدة قد لا يكون من بينها بالضرورة حسن إدارة الشركة المستهدفة، فالأخيرة قد تكون حسنة الإدارة وهدف المستحوذ الاستفادة منها بدخوله سوق جديدة مثلاً، أو يكون مضارباً يشتري أسهم الشركة بنية بيعها بعد مدة معينة.

ويرى فقه آخر أن الاستحواذ على الشركات يفيد "عملية استحواذ على أسهم أو أصول يكون من شأنها نقل السيطرة الفعلية بشكل مباشر أو غير مباشر إلى المستحوذ. فمحصلة عملية الاستحواذ من الناحية القانونية، نقل ملكية أصول الشركة المستهدفة أو أسهم مالكيها

(٣) المعجم الوسيط، الجزء الأول، مجمع اللغة العربية، ١٩٨٩، مادة الحاء، لفظ (حاذ)، ص ٢٠٥.

(٤) نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤، ص ٥٩.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

إلى المستحوذ على نحو يمكنه من سيطرته على تسيير شؤونها".<sup>(٥)</sup>

في حين يذهب جانب آخر في الفقه إلى تعريفه بأنه: "عملية قانونية بين شخصين يترتب عليها حصول أحدهما على كل أو بعض حصص رأس مال إحدى الشركات سواء باتفاق مع الإدارة أو بدون، وتؤدي إلى السيطرة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة".<sup>(٦)</sup>

أما المشرع الإماراتي فإنه وعلى الرغم من تنظيمه للاستحواذ في قانون الشركات التجارية الاتحادي النافذ رقم ٢ لسنة ٢٠١٥ إلا أنه لم يضع تعريفاً له تاركاً جل أحكامه إلى القرارات التي تصدرها هيئة الأوراق المالية والسلع. وهذه الأخيرة عرّفت الاستحواذ في قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٧ الخاص بقواعد الاستحواذ بأنه: "تملك الجهة المستحوذة الأوراق المالية من خلال الشراء و/ أو المبادلة أو أي اتفاق أو صفقة أو ترتيب خاص، وفقاً لشروط ونسب الاستحواذ المحددة في هذا القرار".<sup>(٧)</sup>

(٥) هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣، ص ٢١. بذات الاتجاه: إبراهيم إسماعيل إبراهيم ونوفل رحمن ملغيط الجبوري، المسؤولية القانونية للمستحوذ على الشركة المساهمة (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق الخلي للعلوم القانونية والسياسية، العدد الأول، المجلد الرابع، ٢٠١٢، ص ١١-١٢.

(٦) طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، المجلد ١٠٠، العدد ٤٩٧، ٢٠١٠، ص ١٩٨. وأيضاً طاهر شوقي مؤمن، دراسة قانونية عن مجموعة الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٧، ص ٤٧. وقريب من هذا التعريف: عمر ناطق يحيى، النظام القانوني للاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك- كلية القانون والعلوم السياسية، المجلد السادس، العدد ٢١، ٢٠١٧، ص ١٢٨. زينة غانم عبد الجبار وهدي عبد الله الحساني، الاستحواذ على الشركات المساهمة بين التبعية والاستقلال- دراسة في ضوء قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة، مجلة العلوم القانونية والسياسية، المجلد السابع، العدد الأول، ٢٠١٨، ص ٧٠.

(٧) انظر المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٧ بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة، ويشار إليه لاحقاً بقرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الودي]

وترد على هذا التعريف من وجهة نظر الباحثة عدة ملاحظات، فمن جهة أن التعريف يتضمن الإشارة إلى المستحوذ دون الشركة المستهدفة بالاستحواذ، في حين أن الاستحواذ لا يتم إلا بوجود طرفيه، ولا تكفي الإشارة إلى الأوراق المالية للدلالة على الشركة المستهدفة بالاستحواذ، فالأوراق المالية يصدرها شخص اعتباري قد لا يكون شركة مساهمة بالضرورة. كما أنه من جانب ثانٍ لا يشير إلى الغرض الرئيس من تملك الأوراق المالية وهو السيطرة على الشركة المستهدفة بالاستحواذ، فإذا لم يكن الهدف السيطرة فإن العملية لا تعد استحواذاً ولا تسري أحكام الاستحواذ وإن أدت إلى تملك أوراق مالية بنسب الاستحواذ المحددة<sup>(٨)</sup>. ومن جهة ثالثة يلاحظ أن التعريف يقتصر على ذكر تملك المستحوذ للأوراق المالية كوسيلة للاستحواذ ولا يشير إلى تملكه لأصول الشركة الذي قد يقود إلى الاستحواذ والسيطرة أيضاً، ولعل وراء ذلك ما يبرره، فالاستحواذ على الشركة من خلال شراء أصولها، كسواء المستحوذ مصنعاً للشركة المستهدفة بالاستحواذ، لا يخضع لذات القواعد التي يخضع لها الاستحواذ من خلال عروض شراء الأوراق المالية، بل يخضع للقواعد العامة في نقل الملكية بحسب طبيعة الأصل الذي يتم شراؤه<sup>(٩)</sup>.

بناءً على ما تقدم يمكن تعريف الاستحواذ بشكل عام بأنه: العملية التي يهدف المستحوذ من خلالها إلى السيطرة على شركة مساهمة عامة من خلال تملك أصول الشركة أو نسبة معينة من أوراقها المالية عن طريق الشراء سواء بمقابل نقدي أو عيني من خلال المبادلة بأوراق مالية أخرى أو كليهما.

ثانياً: المقصود بعرض الاستحواذ الودي:

يقصد بالاستحواذ الودي شراء المستحوذ للأوراق المالية للشركة المستهدفة بالاستحواذ بموجب اتفاق مع إدارة الشركة الأخيرة، وهو الأصل في الاستحواذ. ويضمن المستحوذ

(٨) انظر الإعفاءات والاستثناءات التي تنص عليها المادة ٤ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٩) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص ٣٤.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

بلجونه إلى عرض الاستحواذ الودي تحقيق العديد من المزايا، وأولها نجاح الاستحواذ حيث يزداد إقبال المساهمين في الشركة المستهدفة على بيع أسهمهم في حال تم بالاتفاق مع مجلس إدارة الشركة، وقام الأخير بدراسة العرض وبيان أهميته وجوانبه الإيجابية بالنسبة للشركة وللمساهمين فيها. كما أن المستحوذ بعد نجاح عملية الاستحواذ سيتولى إدارة الشركة، وفي المرحلة الانتقالية يحتاج إلى تعاون الإدارة السابقة وأقلية المساهمين والعاملين في الشركة معه لتحقيق ذلك بطريقة يسيرة، وهو ما يتحقق في حالة كون الاستحواذ ودياً، فهذا النوع يضمن عدم إثارة مخاوف العاملين في الشركة بشأن سياسة المستحوذ المتعلقة بهم، لسبق اطلاعهم على أهداف المستحوذ وخططه المستقبلية، ويضمن للمستحوذ من جهة أخرى استمرار تعامله مع عملاء الشركة المستهدفة ممن تستلزم مصلحة الشركة استمرار التعامل معهم<sup>(١٠)</sup>.

أما عرض الاستحواذ غير الودي أو كما يطلق عليه الاستحواذ العدائي فيقوم به المستحوذ دون اتفاق مع إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ، يستوي في ذلك أن يتوجه المستحوذ مباشرة إلى مساهمي الشركة فيكون مفاجئاً، أو يتم بعد عرضه على مجلس إدارة الأخيرة دون التوصل إلى اتفاق معها<sup>(١١)</sup>.

وكل من عرض الاستحواذ الودي وغير الودي يمكن أن يكون إجبارياً أو اختيارياً. فالاستحواذ الإجباري كما تدل على ذلك تسميته يكون المستحوذ بمقتضاه مجبراً بحكم القانون على تقديم عرض للاستحواذ على الأوراق المالية للشركة المستهدفة بالاستحواذ. وقد

(١٠) عمر ناطق يحيى، مرجع سابق، ص ١٦٤؛ طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠، ص ٣٢.

(١١) طارق محمود عبد السلام السالوس، مرجع سابق، ص ٣٣؛ سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ - دراسة مقارنة -، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٧٣؛ عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة - كلية الحقوق، العدد ٤٣، ٢٠٠٨، ص ١٥.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهودي]

حدد قرار الهيئة السابق الإشارة إليه حالات الاستحواذ الإجباري بحالتين اثنتين<sup>(١٢)</sup>؛ هما:

١- أن تبلغ ملكية شخص معين بمفرده أو مع من يرتبط معه نسبة (٣٠٪+ ورقة مالية واحدة)، بعد بدء العمل بأحكام القرار بشرط وجود نية استحواذ لديه، فإذا لم تكن مثل هذه النية موجودة توجب عليه حينها تخفيض نسبة الملكية إلى (٣٠٪) أو أقل.

٢- أن يملك شخص بمفرده أو مع من يرتبط معه نسبة تتراوح بين (٣٠٪ و ٥٠٪+ ورقة مالية واحدة) قبل بدء العمل بالقرار وقام بزيادتها بنسبة ١٪ سواء بعملية واحدة أو عمليات متعددة تمت خلال مدة ستة أشهر مع عدم الاعتداد بالعمليات التي تمت قبل نفاذ القرار. ويدخل ضمن هذه الحالة أيضاً أن يملك شخص أكثر من هذه النسبة ولكن تنخفض نسبة ما يملكه بعد نفاذ القرار إلى ما بين (٣٠٪ و ٥٠٪+ ورقة مالية واحدة).

فإذا تحققت إحدى هاتين الحالتين فإن على المستحوذ أن يقدم عرضاً لشراء جميع الأوراق المالية في الشركة، ومن الجدير بالإشارة أن الإيجابار موجه للمستحوذ - كما سيأتي لاحقاً- فلا يلزم المساهمون في الشركة المستهدفة بالاستحواذ ببيع أسهمهم، بالتالي فإن حق المستحوذ يقتصر على ما يقبل المساهمون بيعه من الأوراق المالية، ولأن المشرع يحرص دائماً على تحقيق التوازن في المصالح بين أطراف المراكز القانونية، فإن المستحوذ لا يلزم بإتمام الاستحواذ إذا بلغ عدد الأوراق المالية التي يوافق المساهمون على بيعها أقل من نسبة ٥٠٪+ ورقة واحدة<sup>(١٣)</sup>، لأن ما يقل عن ذلك لا يحقق له الهدف الذي يرضوه من العرض وهو الاستحواذ على الشركة.

أما الاستحواذ الاختياري فهو على خلاف الاستحواذ الإجباري متروك لاختيار المستحوذ وإرادته، ويفترض أن الاستحواذ الاختياري يقتصر نطاقه على النسب التي تقل

(١٢) انظر المادة ٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١٣) انظر الفقرة الثالثة من المادة ٨ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

عن تلك التي يلزم مالکها بتقديم عرض إجباري<sup>(١٤)</sup>. أي يتحدد بمن يريد أن يملك نسبة معينة من الأوراق المالية للشركة تقل عن ٣٠٪، سواء كان مساهماً فيها ويريد رفع نسبة المساهمة إلى هذه الحدود أو لم يكن مساهماً فيها. ويفترض أيضاً أن هذه النسبة لا تكون كافية لتحقيق السيطرة على الشركة وإن كان من الممكن أن تكون خطوة باتجاه السيطرة بتملك ما يزيد على ذلك لاحقاً. ومع ذلك فإن قرار الهيئة الأنف الذكر كان له موقف آخر، إذ تحدد المادة التاسعة منه الاستحواذ الاختياري بحالة واحدة تتمثل برغبة شخص معين بمفرده أو مع أشخاص مرتبطة به بتملك ما نسبته (٣٠٪+ ورقة مالية واحدة) في الشركة المستهدفة بالاستحواذ. وتربط المادة ذاتها نجاح العرض وتنفيذ العملية بأن يكون عدد الأوراق المالية التي تتم الموافقة على بيعها في نهاية مدة العرض تساوي نسبة (٥٠٪+ ورقة مالية واحدة). وهذه المادة تتضمن تداخلاً واضحاً بين الاستحواذ الإجباري والاختياري، فبصياغتها المشار إليها تنفي كل فرق بينهما، وتجعل أثرهما واحداً باشرطتها لنجاح العملية تملك ما نسبته ٥٠٪+ ورقة مالية واحدة، وهو ما يستلزم إعادة النظر في هذه المادة وتعديلها بالشكل الذي يتحدد فيه الاستحواذ الاختياري بحالة واحدة هي الرغبة في تملك نسبة تقل عن ٣٠٪ من الأوراق المالية للشركة، فإذا ما رغب بزيادتها أو كان عدد الأسهم الموافق على بيعها يزيد على هذه النسبة ورغب المستحوذ بشرائها، فإن عليه أن يقدم عرضاً إجبارياً.

## المطلب الثاني

### نطاق الاستحواذ

يعد لازماً لغرض تحديد مفهوم الاستحواذ سواء كان ودياً أو لا تحديد نطاقه من حيث أطرافه أولاً ومن حيث محله ثانياً، بناء عليه يضم هذا المطلب فقرتين تتناول الأولى النطاق الشخصي للاستحواذ وتتناول الثانية نطاقه الموضوعي.

(١٤) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص ٤٤.

## أولاً: النطاق الشخصي

يقصد بالنطاق الشخصي للاستحواذ تحديد أطراف المستحوذ والمستهدف بالاستحواذ، إذ يثار بهذا الشأن تساؤل مهم مفاده هل يشترط أن يكون كل من طرفي الاستحواذ شركة تجارية؟ وإذا كان كذلك فهل يشترط فيها شكلاً معيناً من أشكال الشركات التجارية؟

تناول قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع المتعلق بالاستحواذ تحديد أطراف عملية الاستحواذ، فالطرف الأول وهو المستحوذ يعرف بأنه: "كل من يرغب في الاستحواذ على الأوراق المالية"<sup>(١٥)</sup>، وحيث إن النص ورد مطلقاً فإن المستحوذ يمكن أن يكون شخصاً طبيعياً أو شخصاً اعتبارياً، كما يمكن أن يكون من بين الشركاء في الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو من الغير.

أما الجهة المستهدفة بالاستحواذ فيتعين أن تكون شركة تجارية، ويجدد القرار المذكور هذه الشركة أولاً بتحديد شكلها بأن تكون شركة مساهمة. ومثل هذا التحديد يعد متوافقاً مع مجمل أحكام قانون الشركات والأسس التي يقوم عليها، إذ لا يتصور الاستحواذ على شركات أشخاص لأن تداول الحصص فيها غير متاح بحسب الأصل<sup>(١٦)</sup>، وإذا سيطر شخص على الحصة الأكبر فيها فإن ذلك يكون بموافقة الشركاء الآخرين مما تنتفي معه الحاجة إلى تدخل المشرع لتنظيمه من أجل حماية حقوق الشركاء الآخرين، كما أن الخشية من الاحتكار تكون في أضيق الحدود بالنظر لصغر حجم الأنشطة التي تقوم بها شركات الأشخاص عادة، وهو ما ينطبق أيضاً على الشركة ذات المسؤولية المحدودة. ومن جهة ثانية يجدها بكونها مؤسسة بالدولة، فإذا كانت شركة أجنبية تزاوّل نشاطها داخل الدولة من خلال فرع أو وكالة فلا تكون مشمولة بأحكام الاستحواذ. ويعد هذا منطقياً فالمركز الرئيس للشركة وأسهمها ومساهمها خارج الدولة ولا يسري عليها القانون الإماراتي إلا بقدر الجزء

(١٥) انظر المادة الأولى من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١٦) انظر المادة ٥٦ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

المتعلق بنشاط الفرع في الدولة، وأسهمها تكون مدرجة عادة في سوق الأوراق المالية في مركزها الرئيس. من جهة ثالثة يحدد القرار الشركة المستهدفة بالاستحواذ بكونها طرحت أسهمها في اكتتاب عام أو أدرجت أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويكفي أن يتحقق أحدهما، فإذا كان الاكتتاب خاصاً بأن طرحت الشركة أسهمها طرْحاً خاصاً مستهدفة فئة معينة من الأشخاص لشراء الأسهم<sup>(١٧)</sup> ولم تكن تلك الأسهم مدرجة في سوق الأوراق المالية فلا تسري أحكام الاستحواذ عليها<sup>(١٨)</sup>.

### ثانياً: النطاق الموضوعي :

يفترض أن الاستحواذ يتحقق بتملك نسبة معينة من أسهم الشركة المستهدفة بالاستحواذ، إلا أن الشركة قد تصدر أوراقاً مالية أخرى، مما يثير التساؤل عن حكم تملكها وهل يعد أساساً لتطبيق أحكام الاستحواذ من عدمه. والإجابة عن هذا التساؤل تنطلق من العلة من الاستحواذ وهي السيطرة، فإذا كان تملك الورقة المالية يقود إلى السيطرة على إدارة الشركة أو إمكانية ذلك فحينها يتعين أن تدخل في نطاق الاستحواذ، والورقة المالية تكون كذلك إذا كانت مما يدخل أو يمكن أن يدخل في رأس المال أو يتمتع بحقوق تصويت في الشركة<sup>(١٩)</sup>. ويدخل ضمن هذا المفهوم فضلاً عن الأسهم، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وشهادات الإيداع<sup>(٢٠)</sup>. بخلاف ذلك لا تحتسب الأوراق المالية التي لا يقود تملكها إلى سيطرة مالكيها على الشركة، من ذلك على سبيل المثال الصكوك الإسلامية، فلو أصدرت الشركة صكوكاً إسلامية واشترى شخص واحد نسبة كبيرة من هذه الصكوك فلا يعد هذا

(١٧) انظر طارق محمود عبد السلام السالوس، مرجع سابق، ص ١٦، ١٧.

(١٨) انظر تعريف الشركة المستهدفة بالاستحواذ في المادة الأولى من قرار الهيئة المتعلقة بالاستحواذ.

(١٩) انظر المادة الأولى من قرار الهيئة المتعلقة بالاستحواذ.

وانظر طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص ٢٠٤.

(٢٠) عمر ناطق يحيى، مرجع سابق، ص ١٥٢.

استحواذاً أو من مقدمات الاستحواذ، لأن الصكوك لا تخول حاملها حق التدخل في إدارة الشركة مصدرة الصكوك وليست إلا استثماراً مؤقتاً ينتهي بنهاية النشاط الذي أصدرت الصكوك لتمويله<sup>(٢١)</sup>.

### المطلب الثالث

#### التمييز بين الاستحواذ وغيره من الأوضاع القانونية

يشترك الاستحواذ في فكرة السيطرة التي يقوم عليها مع كل من الاندماج والشركة القابضة، فالشركة الداخلة تسيطر على الشركة المندمجة، والشركة القابضة تسيطر على الشركات التابعة لها، إلا أن هذا لا يجعل من هذه الأوضاع القانونية استحواذاً، فالأخير له مفهوم يميزه عما تقدم، ونبيّن هذا التمييز في الفقرتين الآتيتين:

#### أولاً: الاستحواذ والشركة القابضة

يدق التمييز في كثير من الأحيان بين الاستحواذ والشركة القابضة، ففكرة السيطرة تعد قواماً لكل منهما، كما يحتفظ كل من المستحوذ والمستحوذ عليه بشخصيته القانونية المستقلة تماماً كما تحتفظ الشركة القابضة والشركة التابعة بشخصيتهما المستقلتين من الناحية القانونية، ولعل هذا ما جعل بعض الباحثين يشيرون إلى الشركة المستحوذة على أنها مرادف للشركة القابضة<sup>(٢٢)</sup>، ومع ذلك فإن بين النظامين المذكورين فروقاً جوهرية، وتتمثل أهم هذه الفروق في جانبين؛ أولهما صفة المستحوذ في مقابل صفة الشركة القابضة، فالمستحوذ على خلاف

(٢١) عبد الحميد منصور عبد العظيم، الصكوك ما لها وما عليها، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ١٨٥.

(٢٢) علي فوزي إبراهيم الموسوي، أندلس حامد عبد العامري، المفهوم القانوني للاستحواذ، مجلة العلوم القانونية، كلية القانون، جامعة بغداد، العدد الخاص الرابع لبحوث التدريسيين مع طلبة الدراسات العليا، ٢٠١٨، ص ١٧٧؛ زينة غانم عبد الجبار، وهدى عبد الله الحساني، مرجع سابق، ص ٧٥.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

الشركة القابضة لا يشترط أن يكون شركة أو شخصاً اعتبارياً، إذ يمكن أن يكون شخصاً طبيعياً؛ أما ثاني هذه الفروق فهو أن الشركة القابضة بحسب القانون الإماراتي لا تباشر نشاطاً تجارياً إلا من خلال شركاتها التابعة إذ يتحدد الهدف من وجودها بتملك أسهم أو حصص في الشركات التابعة لها وإدارتها، وهو على خلاف الاستحواذ، إذ يمكن للشركة المستحوذ أن تباشر نشاطاً تجارياً خاصاً بها<sup>(٢٣)</sup>.

### ثانياً: الاستحواذ والاندماج:

يشترك الاندماج مع الاستحواذ في جوانب مهمة، فكل منهما من وسائل التركيز الاقتصادي، ويمكن أن ينجم عن كل منهما تداخل شركتين أو أكثر، إلا أن بينهما فروقاً جوهرية لعل من أهمها ثلاثة فروق؛ الأول هو أن الاندماج لا يقع الا بين شركتين متممتين بالشخصية الاعتبارية في حين أن الاستحواذ وإن كان يستهدف شركة تجارية إلا أن المستحوذ يمكن أن يكون شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً. أما الفرق الثاني فيكمن في إجراءات كل منهما والطرق القانونية التي تؤدي إليه، ففي حين يتطلب الاندماج عقد اتفاق بين الشركة الداخلة والشركة أو الشركات المندجة تقره الجمعيات العمومية لتلك الشركات في قرار خاص، لا يتطلب الاستحواذ ضمن إجراءاته الاتفاق، إذ يمكن أن يكون بموجب اتفاق بين المستحوذ وإدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ، ويمكن أن يكون بدون اتفاق مسبق، ويتمثل الفرق الثالث في أن الاندماج خلافاً للاستحواذ يؤدي إلى انقضاء الشخصية الاعتبارية للشركة أو الشركات المندجة، فعلى النقيض من ذلك تبقى كل من الشركة المستهدفة بالاستحواذ

(٢٣) انظر المادة ٢٦٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥. مصطفى البنداري أبو سعدة، قانون الشركات التجارية الإماراتي، الطبعة الثالثة، الآفاق المشرقة ناشرون، ٢٠١٧، ص ٦٧٦.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الودي]

والمستحوذ محتفظين بشخصيتها القانونيتين المستقلتين<sup>(٢٤)</sup>، وهذا ما تؤكد عليه محكمة تمييز دبي حيث قضت بأن: "الاندماج هو فناء شركة أو أكثر في شركة أخرى، أو فناء شركتين أو أكثر وقيام شركة جديدة تنتقل إليها ذمم الشركات التي انقضت. ومن ثم لا يعتبر اندماجاً دخول شركة كشركة في شركة أخرى ولو تملك معظم أسهمها وسيطرت تبعاً لذلك على إدارتها"<sup>(٢٥)</sup>.

## المبحث الثاني

### الحماية القانونية السابقة على تنفيذ الاستحواذ

يتميز عرض الاستحواذ الودي كما سبق البيان بأنه يتم بالاتفاق بين المستحوذ والشركة المستهدفة بالاستحواذ، فلا تفاجأ الشركة أو مساهموها به، إلا أن القرار بالموافقة على الاستحواذ قد يتخذ من مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة ويغيّب المساهمون ولاسيما من يحملون أسهماً تمثل الأقلية في رأس المال، الأمر الذي يستوجب وضع قواعد قانونية تحيطهم بالحماية، بأن يكون لهم دور جوهري في الموافقة على عملية الاستحواذ، وضمان حصولهم على أفضل الشروط في إطار العرض. وما تقدم لا يتأتى إلا إذا كان المساهمون على بينة بكل

(٢٤) انظر طارق محمود عبد السلام السالوس، مرجع سابق، ص ١٥-١٦. انظر أيضاً: طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص ٢٠٠؛ عمر ناطق يحيى، مرجع سابق، ص ١٣٣، ١٣١؛ أساور حامد عبد الرحمن، اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية العلوم القانونية والسياسية، كلية القانون والعلوم السياسية، جامعة كركوك، المجلد الثاني، العدد السادس، ٢٠١٣، ص ٣٤-٣٥.

(٢٥) انظر حكم محكمة تمييز دبي - الأحكام المدنية -، الطعن رقم ٦٢ لسنة ٢٠٠٧ قضائية، تاريخ الجلسة ٢١-١-٢٠٠٨ - مكتب فني ١٩، الجزء ١، ص ١٥٥. انظر أيضاً حكم محكمة النقض (أبو ظبي) - الأحكام المدنية والتجارية، الطعن رقم ٩٠٤، لسنة ٢٠١٤ قضائية - تاريخ الجلسة ١٧-٢-٢٠١٥، مكتب فني ٩، الجزء ١، ص ١٨٩. وفيه تذهب المحكمة إلى أن: "اندماج الشركات. أثره: انتقال ملكية المنشأة ذات الشخصية المعنوية واندماجها في المنشأة الأخرى وزوال شخصيتها الاعتبارية بها لها من ذمة مالية مستقلة وأيولة جميع عناصرها إلى المنشأة الداخلة وحلولها محل الأولى بها لها من حقوق وما عليها من التزامات".

[د. آلاء يعقوب يوسف]

الجوانب المحيطة بالاستحواذ المزمع إجراؤه.

بناءً على ذلك فإن الحماية السابقة على اتخاذ قرار الاستحواذ وتنفيذه تتضح في جوانب ثلاثة؛ يتمثل الأول بحق المساهم في الإعلام، ويتمثل الثاني بمشاركة المساهمين في اتخاذ القرار، في حين يتعلق الثالث بحق المساهمين في الحصول على أفضل الشروط. ونفرد لكل جانب منها مطلباً مستقلاً على النحو الآتي.

## المطلب الأول

### حق المساهم بالإعلام

يعتمد أي قرار استثماري يتعلق بالأسهم في شركات المساهمة على الاطلاع على العديد من البيانات التي تبيّن حقيقة المركز المالي للشركة، لذا فإن مبدأ الإفصاح والشفافية يعد واحداً من أهم مبادئ حوكمة الشركات، التي بتحقيقها تكون إدارة الشركة إدارة رشيدة<sup>(٢٦)</sup>.

وفي إطار القواعد العامة يعد الحق في الاطلاع واحداً من الحقوق الأساسية للمساهم، إذ يحق للمساهم "الاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها وعلى أية مستندات أو وثائق تتعلق بصفحة قامت الشركة بإبرامها مع أحد الأطراف ذات العلاقة بإذن من مجلس الإدارة أو بموجب قرار من الجمعية العمومية"<sup>(٢٧)</sup>، وهذا الحق من النظام العام، إذ يقع باطلاً أي قرار تتخذه الشركة يكون من شأنه المساس بهذا الحق أو الانتقاص منه<sup>(٢٨)</sup>.

(٢٦) أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠١٢، ص ٢٢-٢٣؛ ياسر أحمد محمود محمد، دور أعضاء مجلس إدارة الشركة المساهمة في ضوء مفهوم حوكمة الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦، ٢٠٧-٢٠٩؛ إلياس ناصيف، حوكمة الشركات في القانون المقارن وتشريعات الدول العربية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت-لبنان، ٢٠١٧، ص ١١٠.

(٢٧) انظر الفقرة الأولى من المادة ٢٢١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٢٨) انظر الفقرة الثالثة من المادة ٢٢١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهادي]

وتطبيقاً لذلك فإن أول حلقة من حلقات حماية المساهم في الشركة المستهدفة بالاستحواذ تبدأ بتزويده بجميع البيانات التي يتمكن على ضوءها من اتخاذ القرار السليم سواء كان يبيع أسهمه للمستحوذ أو باختيار البقاء في الشركة. وفيما يأتي نتناول أحكام حق المساهم في الإعلام، ببيان مضمون الالتزام بالإفصاح وضوابطه وجزاء عدم الإفصاح.

أولاً: مضمون الالتزام بالإفصاح

الالتزام بإعلام المساهم فيما يتعلق بالاستحواذ يتخذ نطاقاً واسعاً، فلا يقتصر تقديم البيانات على مرحلة تقديم العرض بل يتسع ليشمل المرحلة السابقة على ذلك، كما لا يقتصر نطاق الالتزام به على الشركة بل يتسع هذا النطاق ليشمل المستحوذ والجهة الإدارية الرقابية. فالالتزام بالإعلام والإفصاح لا يقتصر على مرحلة تقديم العرض، بل يتسع ليشمل مقدماته أيضاً والتي تتحقق بالاستحواذ على نسب أقل من النسبة الموجبة لتقديم عرض استحواذ إجباري، إذ تنص المادة الثالثة من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية على أنه: "يلتزم كل شخص طبيعي هو وأبنائه القصر أو كل شخص معنوي تبلغ ملكيتهم مضافاً إليها ملكية المجموعة المرتبطة إحدى النسب التالية إخطار السوق بذلك فوراً: ١- نسبة تعادل ٥٪ فأكثر من أسهم الشركة المدرجة في السوق. ٢- نسبة تعادل ١٠٪ فأكثر من أسهم شركة أم أو تابعة أو شقيقة أو حليفة للشركة المدرجة في السوق، كما يلتزم بالإفصاح عن كل ١٪ تغير فوق حدود بداية الإفصاح المبينة أعلاه". كما تنص المادة السادسة من ذات القرار على أنه: "يلتزم كل شخص طبيعي هو وأبنائه القصر أو كل شخص معنوي يرغب في شراء نسبة من أسهم شركة مدرجة تؤدي إلى تملكه هو والمجموعة المرتبطة ٣٠٪ فأكثر من أسهم تلك الشركة بإخطار الهيئة بذلك قبل تقديم طلب الشراء للتنفيذ داخل القاعة، وللهيئة عدم الموافقة على تنفيذ الأمر إذا قدرت أنه يترتب على العملية مساس بمصلحة السوق أو الاقتصاد الوطني وذلك بعد التشاور مع

السوق". وفي الحالتين تقوم السوق بعد إخطارها بإخطار الهيئة والمستثمرين<sup>(٢٩)</sup>.

وتكمن الحكمة في وجوب الإفصاح عن تملك ما يزيد على نسبة معينة من الأسهم في مراعاة المصلحة العامة باستقرار سوق الأوراق المالية وعدم التأثير على أسعار الأسهم فيه مما يؤثر على الاقتصاد الوطني، فقد يشتري شخص واحد ما نسبته ٥٪ من الأسهم ثم يقوم بعرضها للبيع دفعة واحدة مما يؤدي إلى هبوط أسعارها لزيادة العرض على الطلب. وبطبيعة الحال يحقق مثل هذا الإفصاح أيضاً حماية المصلحة الخاصة للشركة صاحبة الأسهم بضمان استقرار أسعار أسهمها وتحديدها تحديداً طبيعياً، وبالتالي حماية المستثمرين من مساهمي الشركة ومن يرغب في أن يكون مساهماً فيها، وهو بالفعل ما أشارت إليه المادة الثانية من القرار المشار إليه التي تقدم للضوابط المتعلقة بالإفصاح.

ويمكن أن ترد عدة ملاحظات على الالتزام بالإفصاح الذي تفرضه المادة المذكورة، فهو من جانب ضيق النطاق إذ يقتصر على إخطار السوق في الحالة الأولى وإخطار الهيئة في الحالة الثانية، ولا يتضمن إخطار الشركة التي أصدرت الأسهم على الرغم من تأثرها بشكل مباشر بذلك لأنه يعد بلا شك مقدمة للسيطرة على الشركة، ومن باب أولى أنه لا يتضمن التزاماً على الشركة بإخطار المساهمين فيها. كما أنه يقتصر على أسهم الشركات المدرجة في السوق ولا يتعدى ذلك إلى أسهم شركات المساهمة العامة ذات الاكتتاب العام غير المدرجة في السوق على الرغم من أن السيطرة على الشركة تتحقق بشراء الأسهم في الحالتين. من جانب ثالث فإن الحالة الثانية تلزم المشتري المحتمل بأن يخاطر الهيئة برغبته في شراء ما نسبته ٣٠٪ أو أكثر من أسهم الشركة قبل تقديم طلب الشراء، وفي تقدير الباحثة يتعين تعديل هذا النص ليتوافق مع قرار الهيئة الذي صدر لاحقاً بخصوص الاستحواذ، فوفقاً للأخير من يرغب بشراء نسبة تزيد على ٣٠٪ من الأوراق المالية للشركة يتعين عليه أن يقدم عرض استحواذ إجباري، ولا

(٢٩) انظر المادة ١٩ من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهودي]

يكفي أن يخطر الهيئة ويحصل على موافقتها على الشراء، ولعل تعديل النص يكون بتعديل النسبة المذكورة فيه وجعلها ٣٠٪ أو أقل من الأوراق المالية للشركة.

من جانب رابع لا يتضمن القرار جزاءً خاصاً بمخالفة أحكام هذه المادة، وبذا يسري عليها النص العقابي الوارد في الفقرة الثانية من المادة ٣٧ من القرار الذي يعطي للهيئة سلطة اختيار واحداً من الجزاءات التي أوردتها على مخالفة أحكام القانون أو أنظمة الهيئة، وليس من بين هذه الجزاءات إلغاء العملية التي تمت دون مراعاة الالتزام بالإفصاح. وخامس الملاحظات أن القرار جعل الإفصاح تالياً لشراء الأسهم إذا لم تزد النسبة على ١٠٪ وسابقاً له إذا رغب الشخص بشراء أسهم تبلغ نسبتها ٣٠٪ فأكثر من أسهم الشركة. فإذا كان ما يبرر هذا التغير في الحكم هو قلة تأثير نسبة العشرة في المئة قياساً على الثلاثين في المئة فإن التساؤل يثار عن النتائج التي تترتب على الإفصاح في الحالة الثانية، حيث لم يلزم القرار المشتري المحتمل الذي يفصح عن نيته تقديم طلب الشراء بأن يشتري الأسهم فعلاً في حال موافقة الهيئة على ذلك، وهو ما قد تترتب عليه نتائج ضارة في حال لم تكن نيته جدية للشراء، إذ قد يكون الغرض من ذلك نشر الشائعات في السوق ومن ثم المضاربة على أسعار الأسهم<sup>(٣٠)</sup>.

بناءً على ذلك ترى الباحثة ضرورة أن يوسع المشرع الإماراتي من نطاق هذا الالتزام فيلزم بإخطار الشركة التي أصدرت الأسهم ويلزم الأخيرة بإخطار مساهميها فضلاً عن إخطار السوق والهيئة، تحت طائلة إلغاء العملية في حال عدم الإفصاح عنها، على أن يكون الإفصاح تالياً على تملك النسب المحددة، تفادياً لاحتمالات التأثير في أسعار الأسهم دون مبرر، مع مراعاة تعديل النسبة المذكورة في الحالة الثانية على النحو المبين آنفاً.

أما إذا كان لدى من يزعم شراء أسهم الشركة نية الاستحواذ عليها فإن القانون الإماراتي

(٣٠) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص ١٨١.



[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهادي]

المستشارين المشاركين في عملية الاستحواذ<sup>(٣٥)</sup>.

وتكمن العلة في وجوب الإفصاح عن نية الاستحواذ لمساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ في ضرورة تقييمهم للعرض تمهيداً لاتخاذ القرار بشأنه، لأن من شأن الاستحواذ إجراء تغيير جوهري في هيكل الشركة مما قد يؤثر على حقوقهم سلباً أو إيجاباً.

ولا يقتصر مضمون الالتزام بالإفصاح على إعلام المساهمين بوجود نية للاستحواذ على الشركة، بل يتعين على مجلس إدارة الشركة أن يقدم للمساهمين المعلومات التي تمكنهم من تقييم عرض الاستحواذ ومن ثم اتخاذ القرار المناسب. وفي هذا الصدد يلزم المشرع أطراف عملية الاستحواذ ببذل عناية الرجل الحريص لضمان حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بمزايا وعيوب العرض<sup>(٣٦)</sup>. وتنفيذاً لهذا الالتزام يتعين على مجلس الإدارة أن يقدم توصية للجمعية العمومية للشركة تتضمن معلومات توضح تأثير العرض عليها<sup>(٣٧)</sup>، وهذا يستلزم أن يدرس العرض ويبيّن جوانبه المختلفة باذلاً في ذلك عناية الرجل الحريص، فإذا لم يكن قادراً على إعداد مثل هذه الدراسة كان له الاستعانة بخبير يتولى إعدادها. وهيئة الأوراق المالية والسلع أن تلزم الشركة المستهدفة بالاستحواذ بأن تعين مستشاراً قانونياً ومستشاراً مالياً ليقدم توصيتها بشأن الاستحواذ، وتلزم الشركة بأن تطلع المساهمين على تلك التوصيات<sup>(٣٨)</sup>. وجدير بالملاحظة أن القرار لم يشترط أن يكون المستشار مستشاراً مستقلاً لهذا الغرض، على الرغم من أنه أورد تعريف المستشار المستقل في المادة الأولى منه ضمن التعريفات، حيث بيّن أن المقصود به "أي شخص استشاري متخصص لم يقدم استشارات مالية أو قانونية أو محاسبية أو فنية تتعلق بعملية الاستحواذ خلال السنة السابقة على تقديم

(٣٥) انظر المادة ٣١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٣٦) انظر البند ١٠ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٣٧) انظر البند ٧ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٣٨) انظر البند ١ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

العرض، وليس له أي مصلحة جوهرية أو متعارضة مباشرة أو غير مباشرة مع أي طرف من أطراف عملية الاستحواذ"، ويفترض أيضاً بحسب تقدير الباحثة أن يكون المستشار المالي فضلاً عن كونه مستقلاً من بين المستشارين المعتمدين من الهيئة أو تقره الهيئة لحماية للمساهمين، ونؤيد ما يذهب إليه بعض الفقه من ضرورة أن تعطى الهيئة صلاحية الاعتراض على تعيين مستشار مالي معين إذا قدرت أنه غير مستقل<sup>(٣٩)</sup>.

وفضلاً عن كل ما يتقدم يتعين على رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة وأعضاء الإدارة التنفيذية العليا للشركة والعاملين بها والشركات التي يساهم فيها أي من هؤلاء بما لا يقل عن ٣٠٪ من رأسها، وكذا الشركات التابعة أو الشقيقة أو الحليفة<sup>(٤٠)</sup>، أن تفصح للمساهمين عن مصالحها في الاستحواذ قبل إتمامه في حال كان لها مصلحة فيه<sup>(٤١)</sup>. ولا يكفي في هذا الفرض الإفصاح للمساهمين بل ألزمها المشرع بالإفصاح لهيئة الأوراق المالية والسلع وسوق الأوراق المالية عن أي مصلحة جوهرية<sup>(٤٢)</sup> أو تضارب للمصالح.

### ثانياً: ضوابط تنفيذ الالتزام بالإفصاح

من البديهي أن تحقيق الغرض من الإفصاح يستلزم أن تكون المعلومات المقدمة دقيقة ووافية من جهة، ومقدمة في الوقت المناسب من جهة أخرى. وقد أكد المشرع الإماراتي على هذين الضابطين عند تنظيمه لقواعد الإفصاح.

(٣٩) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص ٢١٣.

(٤٠) انظر المادة الأولى من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٤١) انظر البند ١٢ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٤٢) يحدد المشرع في المادة ١٨ من القرار رقم (١٨/م) لسنة ٢٠١٧ المقصود بالمصلحة الجوهرية على سبيل المثال بأن يكون الشخص من كبار مالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو أن له مصلحة في أدوات دين صادرة عن الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو أي شركة تابعة لها تعادل ما نسبته ٣٠٪ أو أكثر، أو له علاقة عمل أو مصلحة مالية مع الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهودي]

فكل من المستحوذ والشركة المستهدفة بالاستحواذ عليه التزام بتحري أعلى معايير الدقة بشأن جميع المعلومات التي تقدم للمساهمين كتلك المتعلقة بجدوى العرض ونتائجه ومدى عدالة الثمن المعروض في مقابل الأسهم، ويلزم قرار الهيئة بأن يذكر في الإعلانات وفي جميع المستندات المتعلقة بالعرض بأنه: "تم الأخذ بأعلى معايير الدقة والعدالة فيما تضمنته"<sup>(٤٣)</sup>. كما يتعين أن تكون المعلومات وافية، وفي هذا الصدد أصدرت هيئة الأوراق المالية والسلع قراراً إدارياً برقم (٦٢/ر.ت) عام ٢٠١٧ بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج، ويتضمن تفصيلاً للمعلومات التي ينبغي أن يتضمنها مستند عرض الاستحواذ وتلك التي ينبغي أن يعممها مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ على المساهمين، وتتضمن هذه المعلومات جميع الجوانب المتعلقة بعرض الاستحواذ وأطرافه كالتعريف بالمستحوذ ودوافعه، والفوائد المتوقعة من الاستحواذ، وبيانات عن الشركة المستهدفة بالاستحواذ والقطاع الذي تعمل فيه والبيانات المالية لكل منهما ونسب الملكية في كل منهما لدى الأخرى، وشروط العرض مثل مبلغ العرض المقدم والهيكل العام للصفقة مثل طريقة السداد المقترحة وكيفية تمويل العرض والتاريخ المتوقع لإنهاء العملية وأي تغيير مقترح في الإدارة وخطط الجهة المستحوذة بشأن الشركة المستهدفة بالاستحواذ والعاملين فيها ورأي مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ بشأن هذه الخطط"<sup>(٤٤)</sup>. ولا يقتصر الأمر على وجوب "تقديم معلومات صحيحة ودقيقة ووافية وغير مضللة" للمساهمين، فأطراف الاستحواذ ملزمون فضلاً عن ذلك بالالتزام سلبى مضمونه الامتناع عن حجب أي بيانات من شأنها التأثير على قرار المساهمين"<sup>(٤٥)</sup>.

(٤٣) انظر البند ٣ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٤٤) انظر الملحق رقم ١ والملحق رقم ٢ من القرار الإداري رقم (٦٢/ر.ت) لسنة ٢٠١٧ بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

(٤٥) انظر الفقرة الرابعة من المادة ٤٥ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

وحيث إن الاستحواذ يؤثر على مصالح جميع المساهمين، فإن المعلومات المتعلقة بالاستحواذ ينبغي أن تكون متاحة لهم جميعاً. لذا فقد حظر القانون الإماراتي تقديم المعلومات لبعض المساهمين دون البعض الآخر سواء من قبل المستحوذ أو الشركة المستهدفة بالاستحواذ<sup>(٤٦)</sup>.

ولكي يتحقق الغرض من الإفصاح يتعين إتاحة الوقت الكافي للمساهمين لتقييم العرض تمهيداً لاتخاذ قرار بشأنه<sup>(٤٧)</sup>. لذا وضع قرار الهيئة مدة معينة يتخذ المساهمون خلالها قرارهم وهي ثمانية وعشرون يوماً من اليوم التالي لتاريخ استلام العرض من قبل الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وفي حال تعديل العرض أو تمديده تكون المدة ستين يوماً من اليوم التالي لتاريخ استلام العرض<sup>(٤٨)</sup>.

### ثالثاً: جزاء الإخلال بالإفصاح

إذا كان الالتزام بالإفصاح التزاماً مهماً في إطار تحقيق حماية المساهمين، فإن التساؤل يثار عن الجزاء المترتب على الإخلال به. وصور الإخلال بهذا الالتزام متعددة؛ فقد لا تقدم المعلومات المطلوبة إلى المساهمين أو لا تكون دقيقة أو لا تكون وافية، وقد لا تقدم في الوقت المحدد؛ وفي هذا الشأن أحال قرار الهيئة إلى قانون الشركات التجارية رقم ٢ لسنة ٢٠١٥ لتطبيق الجزاءات المحددة فيه<sup>(٤٩)</sup>. فإذا كانت المخالفة صادرة من رئيس أو أعضاء مجلس

(٤٦) انظر الفقرة السابعة من المادة ٢٠ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٤٧) انظر البند ١٠ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ والفقرة الرابعة من المادة ٤٥ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٤٨) انظر المادة ٣٢ والمادة الأولى من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٤٩) انظر المادة ٥٥ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

## [الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهادي]

الإدارة تسري الأحكام المتعلقة بمسؤوليتهم الواردة في قانون الشركات<sup>(٥٠)</sup>، كما وضعت المادة ٢٩٣ من قانون الشركات جزءاً جوازياً يمكن للهيئة إيقاعه على المخالف بأن يكون لها أن تتخذ أحد قرارين؛ يتمثل الأول بإلغاء التصرف الذي نتج عنه الاستحواذ وغرامة مالية لا تقل عن ٢٠٪ ولا تزيد على ١٠٠٪ من قيمة عملية الاستحواذ، ويتمثل الثاني بحرمان المخالف من المشاركة في عضوية مجلس إدارة الشركة أو التصويت في الجمعية العمومية في حدود القدر الذي تمت به المخالفة. وفضلاً عن ذلك فإن للهيئة أن توقع على المخالف جزءاً آخر يتناسب مع المخالفة التي ارتكبها، وقد حدد القرار الجزاءات التي يجوز للهيئة إيقاعها بأربع صور هي: التنبيه، والإنذار، وإلغاء الموافقات الممنوحة، وإيقاف عملية الاستحواذ<sup>(٥١)</sup>. وتؤيد الباحثة توجه القرار في عدم وضع جزاء محدد وتوسعة صور الجزاء وتدرجها من التنبيه إلى إيقاف الاستحواذ لأن جسامته المخالفة تتعلق بمدى أهمية البيان الذي تم إغفاله أو تم تقديمه بشكل غير دقيق، وبديهي أن المخالف يمكن أن يكون أي طرف من أطراف الاستحواذ، إذ لم يحدده النص بكونه المستحوذ أو الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

### المطلب الثاني

#### مشاركة المساهمين في اتخاذ القرار

بيننا أن من أهداف التنظيم القانوني للاستحواذ حماية مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، فالمستحوذ شخص تملك أو يرغب في أن يملك نسبة معينة من الأوراق المالية للشركة، وهذه النسبة تعد نسبة كبيرة ومؤثرة بالشكل الذي يصبح فيه مساهمو الشركة

(٥٠) تتضمن المادة ١٦٢ من قانون الشركات القاعدة العامة في مسؤولية مجلس الإدارة، وفضلاً عنها توجد العديد من النصوص التي تتعلق بالمسؤولية وجزاء قيامها، مثل المادة ١٦٤ التي تتعلق بمواجهة التصرفات الضارة بالشركة والمادة ١٧٠ المتعلقة ببطان القرارات الصادرة عن المجلس، كذلك تضمن الباب الحادي عشر من قانون الشركات الأفعال التي تعد جرائم والعقوبات المقررة لها.  
(٥١) انظر المادة ٥٥ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

المستهدفة بالاستحواذ في مواجهة المستحوذ بعد نجاح الاستحواذ أقلية عند اتخاذ أي قرار في الجمعية العمومية للشركة أو في مجلس إدارتها؛ لذا فإن من مقتضيات حمايتهم منحهم الحق في التخارج من الشركة عن طريق بيع أسهمهم أو غلق الطريق أمام المستحوذ بعدم بيعهم لأسهمهم.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن مفهوم أقلية المساهمين لا يعني الأقلية العددية، بل الأقلية العينية التي تحتسب بحسب نسبة الأسهم التي يحملونها في رأس المال لا بحسب عددهم<sup>(٥٢)</sup>. وتحتسب نسبة الأغلبية بحسب الأسهم الممثلة في اجتماع الجمعية العمومية للشركة لا بحسب مجمل الأسهم في الشركة، بناءً على ذلك يمكن أن يملك مساهم ٣٠٪ من أسهم الشركة ويحظى بأغلبية الأصوات في اجتماع الجمعية العمومية إذا تغيب عدد من المساهمين عن الاجتماع-وهي ظاهرة شائعة في شركات المساهمة-<sup>(٥٣)</sup>. لذا ألزم المشرع من يستحوذ على نسبة ٣٠٪ وورقة مالية واحدة بأن يقدم عرضاً إجبارياً لشراء الباقي من الأوراق المالية، لأن تملكه هذه النسبة معناه أن مساهمي الشركة أصبحوا أقلية فيها، فإذا لم يرغبوا بالاستمرار بصفة الأقلية في الشركة فلهم حق التخارج منها، وإذا كان بمقدورهم التوصل إلى ذلك ببيع أسهمهم للغير من خلال عمليات السوق المفتوح فإن هذا الحل لا يعد مرضياً، إذ سيتم استبدال أقلية بأقلية ولن تتحقق الحماية المنشودة، وقد لا تتاح لهم الفرصة لبيع أسهمهم بثمن مناسب. لذا فإن الحل التشريعي يتمثل في إجبار المستحوذ على أن يعرض شراء الأسهم المتبقية في الشركة من مساهميها. والإجبار في هذه الحالة ينصرف إلى المستحوذ، أما مساهمو الشركة المستهدفة بالاستحواذ فلا

(٥٢) عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية من قرارات أغلبية المساهمين في الجمعيات العامة، دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد الأول، ١٩٨٦، ص ٩؛ عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة (دراسة مقارنة)، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠٠٨، ص ٧٠٥.  
(٥٣) عبد الفضيل محمد أحمد، المرجع السابق، ص ٢٥.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهادي]

إلزام عليهم بأن يبيعوا أسهمهم له<sup>(٥٤)</sup>. فإذا كان الاستحواذ ودياً فإن من مزاياه أن القرار يكون جماعياً يتخذ في إطار الجمعية العمومية للشركة المستهدفة بالاستحواذ. وبتناول فيما يأتي آلية مشاركة المساهمين في اتخاذ القرار المتعلق بالاستحواذ.

أولاً: قرار الجمعية العمومية المتعلق بالاستحواذ قرار عادي بحسب الأصل

وفقاً لقانون الشركات التجارية الاتحادي لا يشترط أن يصدر قرار خاص من الجمعية العمومية فيما يتعلق بالاستحواذ، إذ يكفي أن تتخذ قراراً عادياً بناء على توصية من مجلس إدارة الشركة<sup>(٥٥)</sup>. ولعل لهذا التوجه ما يبرره، فعرض الاستحواذ موجه لمساهمي الشركة لبيع أسهمهم ولكل مساهم بصفته مالكاً حق التصرف فيما يملك دون أن يتوقف ذلك على موافقة الشركة بحسب الأصل. ومع ذلك ترى الباحثة أن اتخاذ القرار بالموافقة على الاستحواذ يقترب في طبيعته من القرارات المصيرية في الشركة، فهو قرار لا يتعلق بمصلحة مساهم أو فئة من المساهمين إنما يتعلق بمصلحة الشركة، فعلى الرغم من أنه لا يؤدي إلى فقدانها لشخصيتها الاعتبارية إلا أنه يؤدي في الغالب إلى تغيير جوهري في إدارة الشركة، كما أنه قد يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة أو يكون مقدمة لاندماجها مع الشركة المستحوذة، وهي حالات تستلزم لتامها اتخاذ قرار خاص. بناءً على ذلك ترى الباحثة أن يتخذ قرار الموافقة على الاستحواذ من الجمعية العمومية للشركة لا من قبل مجلس إدارتها، كما ينبغي أن يكون قراراً خاصاً لا قراراً عادياً.

(٥٤) إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي ونهى خالد عيسى المعموري، التنظيم القانوني لعرض الشراء الإجمالي - دراسة مقارنة، مجلة كلية التربية الأساسية للعلوم التربوية والإنسانية، جامعة بابل، العدد ٣٧، ٢٠١٨، ص ٦٢٥؛ علي طلال هادي، الحماية القانونية لأقلية المساهمين من مخاطر الاستحواذ، مجلة العلوم القانونية، كلية القانون، جامعة بغداد، العدد الثاني، ٢٠١٧، ص ٣٩٦.

أساور حامد عبد الرحمن، مرجع سابق، ص ٣١.

(٥٥) انظر المادة ١٧٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي النافذ رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

ومع ذلك لم يغفل المشرع الإماراتي مصلحة الشركة ومصالح المساهمين، إذ يرجح هذه المصلحة في جميع الأحوال التي تتعارض فيها مع مصلحة رئيس أو أعضاء مجلس الإدارة. ففي إطار القواعد العامة الواردة في قانون الشركات التجارية يمنع المشرع أعضاء مجلس الإدارة من التصويت على قرارات الجمعية العمومية "التي تتعلق بمنفعة خاصة لهم أو المتعلقة بتعارض المصالح"<sup>(٥٦)</sup>. وتأكيداً على ذلك أورد قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الخاص بالاستحواذ قاعدة خاصة<sup>(٥٧)</sup> بموجبها يمنع أعضاء مجلس الإدارة من التصويت على قرار يتعلق بالاستحواذ سواء في اجتماع لمجلس الإدارة أو اجتماع للجمعية العمومية للشركة إذا كانت المسألة التي يتم التصويت بشأنها تنطوي على تعارض بين مصلحة الشركة ومصلحة عضو مجلس الإدارة أو أي من أقاربه<sup>(٥٨)</sup>. ويبيّن بأن حالة التعارض في المصالح تنشأ عند وجود مصلحة أو التزام جوهرية لعضو مجلس الإدارة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر تتعارض أو قد تتعارض مع مصلحة الشركة. فوسّع بذلك من نطاق المنع فلا يشمل حالة التعارض المؤكد في المصالح بل شمل أيضاً التعارض المحتمل، وحدد على سبيل المثال حالات تنطوي على تعارض محتمل في المصالح، هي "أن يكون مساهماً يملك أكثر من ١٪ من رأسمال الجهة المستحوذة أو يكون مديراً أو عضواً في مجلس إدارة الجهة المستحوذة أو في ترتيبات ليصبح عضو مجلس إدارة أو موظفاً في الجهة المستحوذة، وتعد مصلحة الأبناء القصر وزوج عضو مجلس الإدارة مصلحة للعضو نفسه"<sup>(٥٩)</sup>. وفضلاً عن ذلك أورد القرار المذكور حكماً عاماً يرتب التزاماً على مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ بتغليب مصالح المساهمين على مصالحهم الشخصية<sup>(٦٠)</sup>.

(٥٦) انظر الفقرة الثانية من المادة ١٨٦ من قانون الشركات التجارية الاتحادي النافذ رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٥٧) انظر البند ١٣ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلقة بالاستحواذ.

(٥٨) يحدد القرار المقصود بالأقارب في المادة الأولى منه بأنهم: "الأب والأم والأخ والأخت والأبناء والزوج وأبو الزوج وأم الزوج وأبناء الزوج".

(٥٩) انظر البند ١٣ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلقة بالاستحواذ.

(٦٠) انظر البند ١٥ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلقة بالاستحواذ.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهادي]

وكما هو شأن أي قرار عادي يصدر عن الجمعية العمومية للمساهمين، ينبغي لاتخاذ قرار الموافقة على الاستحواذ أن يتوافر النصاب القانوني لعقد اجتماع الجمعية العمومية ويتمثل "بحضور مساهمين يملكون أو يمثلون بالوكالة ما لا يقل عن ٥٠٪ من رأسمال الشركة"<sup>(٦١)</sup>، ويصدر القرار "بأغلبية الأسهم الممثلة في الاجتماع أو أية أغلبية أكبر يحددها النظام الأساسي". فإذا صدر القرار بالأغلبية المطلوبة فإنه يكون ملزماً لجميع المساهمين سواء كانوا حاضرين في الاجتماع أو غائبين عنه، وسواء كانوا موافقين عليه أو معارضين له<sup>(٦٢)</sup>.

ويعد حضور اجتماع الجمعية العمومية ومناقشة موضوع الاستحواذ والمشاركة باتخاذ القرار بشأنه من أهم ملامح الحماية القانونية للمساهمين في الشركة، يستوي في ذلك أن يكون المساهم من الأغلبية التي اتخذت القرار أو الأقلية التي عارضته، ويستوي أن يكون القرار المتخذ رفض الاستحواذ على الشركة أو الموافقة عليه. إذ يكفي لقانونية القرار عرض الموضوع للتصويت وإتاحة المشاركة فيه لكل المساهمين، والواقع أن كلاً من الأغلبية والأقلية تصنع القرار. لذا جعل المشرع الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت على القرار من الحقوق الأساسية للمساهم<sup>(٦٣)</sup>. وقد كرّست قواعد الاستحواذ على الشركات هذه الحماية فمنعت حرمان المساهم من فرصة اتخاذ القرار، أو التأثير على قراره باتخاذ إجراء من شأنه أن يؤدي إلى عدم قبول عرض الاستحواذ<sup>(٦٤)</sup>، كأن يقوم مجلس إدارة الشركة بزيادة رأسمالها في حدود رأس المال المصرح به أو قيام أعضائه بشكل مباشر أو غير مباشر بشراء الأوراق المالية الصادرة عن الشركة<sup>(٦٥)</sup>.

(٦١) انظر المادة ١٨٣ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٦٢) انظر المادة ١٨٨ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٦٣) انظر المادة ١٤٦ و ١٧٨ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٦٤) انظر البند الثاني من المادة الثانية من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٦٥) انظر: محمد خليفة الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة - دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، بدون ناشر أو مكان نشر، ٢٠١٨، ص ٣٥٦.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

وإذا كان للمساهم الحق في "أن ينيب عنه من يختاره من غير أعضاء مجلس الإدارة" لحضور اجتماع الجمعية العمومية والتصويت على القرار<sup>(٦٦)</sup>، فإن الأمر ينبغي أن يكون بإرادته وفي إطار ما وضعه المشرع من ضوابط، وأهمها في هذا الشأن عدم جواز أن يجمع وكيل واحد لعدد من المساهمين أكثر من ٥٪ من رأس مال الشركة. كما ينبغي ألا يتدخل المستحوذ في عملية اتخاذ القرار في الجمعية العمومية للشركة المستهدفة بالاستحواذ من خلال التأثير على مساهمها، لذا فقد منعت قواعد الاستحواذ المستحوذ من أن يطلب من المساهم أن يعين وكيلاً عنه في التصويت على قرار الاستحواذ، أو أن يطلب منه اتخاذ إجراء ما فيما يتعلق بأوراقه المالية<sup>(٦٧)</sup>، كأن يطلب منه بيعها لمساهم آخر أو لشخص من خارج الشركة سوى المستحوذ.

ثانياً: استلزام صدور قرار خاص من الجمعية العمومية استثناء

أخذ المشرع بنظر الاعتبار أن الاستحواذ على الشركة قد يتم بنية الاندماج اللاحق معها، وحيث إن الاندماج يستلزم صدور قرار خاص من الجمعية العمومية للشركة المندمجة<sup>(٦٨)</sup>، فلا ينبغي أن يكون الاستحواذ وسيلة للتخلص من تلك الإجراءات القانونية. لذا فقد فرض قرار الهيئة ضوابط معينة يتعين على الشركة المستحوذة مراعاتها في حال أرادت الاندماج مع الشركة المستحوذ عليها خلال مدة اثني عشر شهراً التالية على انتهاء الاستحواذ، إذ يتعين عليها القيام بأحد أمرين؛ أولهما "تملك نسبة ٧٥٪ من الأوراق المالية في الشركة المستحوذ عليها، وثانيهما: الحصول على موافقة الجمعية العمومية للشركة المستهدفة بالاستحواذ على الاندماج بموجب قرار خاص"<sup>(٦٩)</sup>، والقرار الخاص كما يجدهه قانون الشركات التجارية

(٦٦) انظر الفقرة الأولى من المادة ١٧٨ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٦٧) انظر الفقرة الثامنة من المادة ٢٠ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٦٨) انظر الفقرة الأولى من المادة ٢٨٣ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٦٩) انظر المادة ٢٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهودي]

الاتحادي وقرار مجلس إدارة الهيئة<sup>(٧٠)</sup> يتمثل بـ "القرار الصادر بأغلبية أصوات المساهمين الذين يملكون ما لا يقل عن ثلاثة أرباع الأسهم الممثلة في اجتماع الجمعية العمومية للشركة المساهمة العامة"، لذا فإن تملك ما نسبته ٧٥٪ من أسهم الشركة المستحوذ عليها بحسب الضابط الأول يقوم مقام القرار الخاص. إلا أن من الجدير بالملاحظة أن اتباع هذه الضوابط رهن بعدم إعلان الشركة المستحوذة عن نية الاندماج في إعلان نية الاستحواذ<sup>(٧١)</sup>، ولم يبيّن القرار الحكم في حال تم الإعلان عن هذه النية، الأمر الذي يثير التساؤل عما كان بإمكانها إتمام الاندماج دون استكمال الإجراءات اللازمة للاندماج وأهمها صدور قرار خاص من الجمعية العمومية في الشركة المندمجة، ولا يعد مثل هذا التفسير بحسب ظني مقبولاً لأنه يعيد الأمر إلى مبدئه وهو جعل الاستحواذ وسيلة للتخلص من أحكام الاندماج، والقول بعكس ذلك يستلزم صدور القرار الخاص من الجمعية العمومية، وينتهي بالتالي الفرق بين ما إذا كانت الشركة المستحوذة قد أعلنت عند الاستحواذ عن نيتها في الاندماج من عدمه، ففي كل الأحوال لا بد من صدور قرار خاص لإتمام الاندماج لأن ذلك ما تقضي به القواعد العامة الواردة في قانون الشركات<sup>(٧٢)</sup>.

ولا يقتصر اتخاذ القرار الخاص تبعاً للاستحواذ على حالة الاندماج بل يتعين اتخاذه أيضاً إذا ترتب على الاستحواذ زيادة رأس مال الشركة<sup>(٧٣)</sup>، ويعد هذا تطبيقاً للقواعد العامة الواردة في قانون الشركات التجارية حيث لم يرد بشأن ذلك حكم خاص على خلافه<sup>(٧٤)</sup>.

(٧٠) انظر المادة الأولى من قانون الشركات التجارية الاتحادي والمادة الأولى من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٧١) انظر المادة ٢٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٧٢) انظر الفقرة الأولى من المادة ٢٨٣ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٧٣) انظر نورة حزام عواض المطيري، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي، دار النهضة العربية، ٢٠١٧، ص ٩٨.

(٧٤) انظر المواد ٢٠٠ و ٢٢٣ و ٢٢٥ و ٢٢٦ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

## المطلب الثالث

### حق المساهم في الحصول على أفضل الشروط

يتحقق الاستحواذ على النحو المبيّن في المبحث الأول بشراء المستحوذ نسبة من الأوراق المالية تمكنه من السيطرة على الشركة، ولا يتحقق ذلك إلا بقيام المساهمين أو بعضهم بالموافقة على بيع أسهمهم للمستحوذ، وقد لا يكون التوازن بين المستحوذ والمساهم متحققاً، فالمستحوذ ولا سيما في عرض الاستحواذ الإجباري يكون قد تملك نسبة كبيرة من أسهم الشركة تزيد على ٣٠٪، فيصبح المساهم في مواجهته في هذا الفرض من الأقلية، كما أن المساهم قد يوافق على بيع أسهمه مدفوعاً بالخشية من هبوط قيمتها السوقية بعد تقديم عرض الاستحواذ فيتسرع في اتخاذ قرار البيع. لذلك كله أصبحت إحاطته بالحماية القانونية أمراً لازماً. ولعل أهم ملامح الحماية في هذا الشأن تظهر في جانبين نبينهما فيما يأتي.

#### أولاً: تبني قواعد خاصة للتعاقد بين المستحوذ والمساهم

عرض الشراء يعد إيجاباً من المستحوذ موجهاً إلى مساهمي الشركة، ووفقاً للقواعد العامة في العقد فإن العقد ينقذ إذا صادف الإيجاب قبولاً مطابقاً له<sup>(٧٥)</sup>، وتطبيقاً لذلك يفترض أن بيع الأوراق المالية يتم بقبول المساهم لعرض المستحوذ، إلا أن قرار الهيئة الخاص بالاستحواذ تضمن قاعدة خاصة يعطي بموجبها الحق للمساهم بالعدول عن قبوله العرض<sup>(٧٦)</sup>. وحيث إن الهدف من هذه القواعد الخاصة بتحقيق التوازن بين الطرفين فإن حق المساهم في العدول عن قبوله ليس مطلقاً، إذ يحدد القرار مدة معينة ليس له أن يعدل عن قبوله بعدها، وهي تقابل المدة التي يحق له أن يقدم قبوله خلالها<sup>(٧٧)</sup>، وهذه المدة هي أربعة عشر يوماً من تاريخ الإغلاق

(٧٥) انظر المادة ١٣٠ من قانون المعاملات المدنية الاتحادي رقم ٥ لسنة ١٩٨٥.

(٧٦) انظر المادة ٣٧ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٧٧) انظر المادة ٣٢ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهادي]

الأول، ويقصد به نهاية مدة تلقي طلبات القبول وبحد أقصى ثمانية وعشرين يوماً من اليوم التالي لتاريخ استلام العرض. وفي حالة تمديد العرض فحتى تاريخ الإغلاق الثاني وحدّه الأقصى ستون يوماً من اليوم التالي لتاريخ استلام العرض<sup>(٧٨)</sup>، وللهيئة تمديد هذه المدة متى دعت الحاجة إلى ذلك.

بمقابل ذلك فإن إيجاب المستحوذ يعد إيجاباً ملزماً<sup>(٧٩)</sup>، ووفقاً للقواعد العامة لا يحق له سحبه أو تعديله طوال المدة المحددة<sup>(٨٠)</sup>، ويبقى هذا الحكم هو الأصل حتى في إطار الاستحواذ، إلا أن قرار الهيئة وضع عدداً من الاستثناءات على هذا الأصل، بحيث يحق للمستحوذ أن يسحب عرضه أو أن يقوم بتعديله، وإذا كانت حالات سحب العرض تتوافق مع مصلحة المستحوذ<sup>(٨١)</sup> فإن تعديل العرض مشروط فيه أن يكون لصالح المساهمين<sup>(٨٢)</sup>، بأن يكون مثلاً بزيادة سعر العرض.

ثانياً: إتاحة العروض المنافسة

تقديم العرض من قبل المستحوذ وإن كان الاستحواذ ودياً لا يحول دون تقديم عرضٍ آخر من مستحوذٍ آخر، فالعروض المنافسة تصبُّ في مصلحة مساهمي الشركة المستهدفة لأنها تنعكس إيجاباً على شروط العرض. ذلك أن من شروط العرض المنافس أن يكون أفضل للمالكي الأوراق المالية من العرض السابق، ولضمان تحقق هذا الشرط فإن قرار الهيئة يشترط أن يتم الإعلان عن نية مشروع عرض منافس خلال مدة أقصاها اليوم الثالث والخمسون

(٧٨) انظر في تعريف الإغلاق الأول والثاني المادة الأولى من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٧٩) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص ٢٣٤.

(٨٠) انظر المادة ١٣٩ من قانون المعاملات المدنية الاتحادي رقم ٥ لسنة ١٩٨٥.

(٨١) انظر المادة ٣٥ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٨٢) انظر المادة ٣٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

من اليوم التالي لتاريخ استلام العرض الأصلي<sup>(٨٣)</sup>، ويفترض أن تحديد هذه المدة هدفه إتاحة الفرصة للمساهمين لتقييم العرض المنافس ودراسته على اعتبار أن مدة العرض الأصلي حدّها الأقصى ستون يوماً من اليوم التالي لتاريخ استلام العرض، إلا أن تحقيق هذا الهدف بحسب رأي الباحثة لا يكون بالإعلان عن نية مشروع عرض منافس إنما يكون بتقديم العرض المنافس، لأن المشروع لا يعني التقدم بالعرض بالضرورة، كما أن الإعلان عن النية يعقبه تقديم طلب للحصول على موافقة الهيئة لتقديم العرض خلال مدة لا تتجاوز واحداً وعشرين يوماً من تاريخ تسليم نية الاستحواذ للشركة المستهدفة بالاستحواذ<sup>(٨٤)</sup>، مما يعني انتهاء مدة العرض الأصلي.

فإذا قدّم المنافس طلباً للهيئة للموافقة على تقديم عرضه، فإن لها أن توافق على مشروعه "إذا تضمن تعديلاً جوهرياً في الشروط المقترحة لمصلحة مالكي الأوراق المالية محل العرض ولو لم يتضمن سعراً أعلى"<sup>(٨٥)</sup>، إلا أن المعيار الذي تقدمه هذه المادة معيار غير منضبط، فما هو مفهوم التعديل الجوهري للشروط؟ فهل يعد مثلاً تعديلاً جوهرياً التعديل في النسبة التي يجب أن تتحقق في قبول مساهمي الشركة لتنفيذ العرض؟ وهل تملك الهيئة أن تقدر مدى ملاءمة الشروط المقترحة لمصلحة المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ؟ ولعل من المناسب لتفادي مثل هذه التساؤلات أن يضع المشرع معياراً واضحاً منضبطاً لقبول العرض المنافس بأن يتضمن العرض المنافس سعراً أعلى من سعر العرض الأصلي بنسبة معينة. من جهة أخرى يمكن للهيئة أن توافق على العرض المنافس إذا كان موصى به من قبل الشركة المستهدفة بالاستحواذ<sup>(٨٦)</sup>.

(٨٣) انظر المادة ١٢ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٨٤) انظر المادة ٢٨ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٨٥) انظر المادة ١٢ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٨٦) انظر الفقرة الثانية من المادة ١٢ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

## المبحث الثالث

### الحماية القانونية اللاحقة على اتخاذ القرار المتعلق بالاستحواذ

إذا اتخذت الجمعية العامة للشركة المستهدفة بالاستحواذ قرارها برفض الاستحواذ فقد تجد الأقلية المعارضة على هذا القرار فيه إضراراً بمصلحة الشركة وبمصلحتهم كمساهمين فيها، أما إذا أصدرت الجمعية العمومية قرارها بقبول الاستحواذ على أسهمها فإن من شأن ذلك البدء بتنفيذ الاستحواذ بشراء العدد المطلوب من أسهم الشركة، كما يترتب على ذلك أن يسيطر المستحوذ على الشركة وتبدأ مرحلة جديدة في حياتها في ظل إدارة جديدة، وعلى الرغم من القيود التي يفرضها المشرع على المستحوذ من أجل حماية الشركة إلا أن الأمر قد لا يكون في صالح بعض المساهمين ولاسيما الأقلية منهم، الأمر الذي يستلزم إحاطتهم بالحماية القانونية في هذه المرحلة لدرء ما قد يلحق بهم من ضرر.

وتتجسد معالم الحماية القانونية اللاحقة لاتخاذ قرار الاستحواذ بثلاثة محاور، الأول يتمثل بمنح المساهمين الفرصة للطعن بقرار الجمعية العمومية للشركة، ويتمثل الثاني بالمساواة بين المساهمين، أما المحور الثالث فمفاده إعطاء المساهم فرصة أخرى للتخارج من الشركة. ونبعث في مطالب ثلاثة متتالية هذه المحاور الثلاثة للحماية.

### المطلب الأول

#### حق المساهم في الطعن بقرار الاستحواذ

سواء اتخذت الجمعية العمومية قرارها برفض الاستحواذ أو قبوله، فالأصل أن هذا القرار يكون ملزماً لجميع المساهمين، إلا أن الأقلية المعارضة على القرار قد تجد القرار الذي اتخذته الأغلبية ضاراً بمصلحتهم أو بمصلحة الشركة؛ من ذلك مثلاً أن ينتهي القرار إلى رفض عرض الاستحواذ تمسكاً من الأغلبية بإدارة الشركة في الوقت الذي تجد فيه الأقلية أن الاستحواذ يحقق مصلحة الشركة وينقذها من تعثر مالي تعاني منه. وبالمثل قد توافق الأغلبية

[د. آلاء يعقوب يوسف]

على الاستحواذ في حين أن الأقلية تجد أن الاستحواذ يضر بمصلحة الشركة أو بمصلحتهم الشخصية، كأن يقرر المستحوذ زيادة رأس مال الشركة أو تعديل عقدها بالشكل الذي يترتب عليه تقليل الأرباح المتوقع الحصول عليها. ففي مثل هذه الفروض يكون للمساهم الحق في الطعن في القرار، وفيما يأتي بيان لأحكام هذا الحق.

#### أولاً: الجهة التي يتم الطعن أمامها

تضمنت القواعد الخاصة بالاستحواذ أحكاماً خاصة بالطعن بالاستحواذ، حيث أعطت هيئة الأوراق المالية والسلع صلاحية النظر في الشكاوى المتعلقة بالاستحواذ وإجراءاته أو أطرافه، وللهيئة وفقاً لذلك أن "تصدر القرارات المناسبة بشأنها، وتنفيذ تلك القرارات وفقاً للآلية التي تراها مناسبة"<sup>(٨٧)</sup>، كما أجاز لذوي الشأن التظلم من قرار الهيئة وفقاً لضوابط التظلم المعتمدة في الهيئة<sup>(٨٨)</sup>. وترد على هذه القواعد بحسب وجهة نظر الباحثة العديد من الملاحظات؛ فمن جانب لم تحدد تلك القواعد طبيعة القرارات التي يحق للهيئة اتخاذها، فهل يحق لها مثلاً وقف عملية الاستحواذ أو إبطالها أو أن تقرر استمرارها وتنفيذها عيناً، وما هي المدة التي يتعين أن تنظر الشكاوى فيها، من جانب ثالث ما هي آليات تنفيذ قرارات الهيئة وهل هي مماثلة لآليات القضاء، مع ملاحظة أن دور الهيئة دور تنظيمي لا قضائي. أما الجانب الرابع فيتعلق بمدى قطعية قرار لجنة التظلم، ومدى إمكانية اللجوء إلى القضاء بعده.

في ذات الوقت فإن وجود هذه القواعد الخاصة لا يجب تطبيق القواعد العامة المتعلقة بالطعن بقرار الجمعية العمومية التي تمثلها المادة ١٩١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي. إذ يتم الطعن بالقرار وفقاً لهذه المادة أمام المحكمة المختصة من أجل التوصل إلى إبطاله، وباتباع إجراءات وضوابط معينة، تتمثل ابتداء بتقديم طلب وقف قرار الجمعية

(٨٧) انظر المادة ٥٤ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٨٨) أصدرت الهيئة قراراً إدارياً رقم (٤٦/ر.ت) لسنة ٢٠١٦ بشأن نظام التظلمات من القرارات المتعلقة بتعاملات أسواق المال.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهودي]

العمومية إلى هيئة الأوراق المالية والسلع من قبل مساهم أو أكثر يملكون نسبة لا تقل عن ٥٪ من أسهم الشركة، وبطبيعة الحال يتعين أن يكون الطلب مسبباً، وللهيئة متى ثبت لها جدية السبب أن تصدر قراراً بوقف قرار الجمعية العمومية الخاص بالاستحواذ<sup>(٨٩)</sup>. وينبغي أن يقدم الطلب خلال ثلاثة أيام عمل من تاريخ صدور القرار<sup>(٩٠)</sup>، ليتم بعدها إقامة الدعوى أمام المحكمة المختصة وإخطار هيئة الأوراق المالية والسلع بهذه الدعوى خلال خمسة أيام عمل من تاريخ صدور قرار الهيئة بوقف قرار الجمعية العمومية، فإذا لم تراخ هذه المدة فإن الوقف يعتبر كأن لم يكن<sup>(٩١)</sup>. وللمحكمة أثناء نظرها الدعوى أن تأمر بوقف تنفيذ قرار الهيئة المتعلق بوقف تنفيذ قرار الجمعية العمومية بناء على طلب الخصم لحين البت في الدعوى<sup>(٩٢)</sup>.

ثانياً: صاحب الحق في الطعن في القرار

إن حق أقلية المساهمين في الطعن بقرار الجمعية العمومية يثير عدداً من التساؤلات القانونية، لعل أهمها في هذا الشأن هو: هل يشترط في من يطعن في القرار أن يكون ممن حضر اجتماع الجمعية العمومية؟ وإذا اشترط حضوره فهل يشترط أن يكون من المعارضين على القرار أم يكفي أن يكون ممن امتنع عن التصويت؟

للإجابة عن هذه التساؤلات يفترض أن هناك فرقاً بين من لم يحضر اجتماع الجمعية العمومية من المساهمين وبين من حضر واعترض أو امتنع عن التصويت، فالأغلبية كما سبق ذكره هي الأغلبية العينية لا العددية، بالتالي فهي تظهر عند انعقاد الجمعية العمومية واحتساب الأصوات لا قبل ذلك، إذ يتخذ القرار بموافقة مساهمين يحملون أغلبية الأسهم الممثلة في الاجتماع، بالمقابل فإن الأقلية هم النسبة الأقل المعارضون على القرار ممن حضروا

(٨٩) انظر الفقرة الأولى من المادة ١٩١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٩٠) انظر الفقرة الثانية من المادة ١٩١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٩١) انظر الفقرة الثالثة من المادة ١٩١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(٩٢) انظر الفقرة الرابعة من المادة ١٩١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

الاجتماع<sup>(٩٣)</sup>. إلا أن نص المادة ١٩١ الأنف ذكره، يشترط في مَنْ يحق له الاعتراض على القرار أن يملك نسبة معينة من أسهم الشركة هي ٥٪. سواء كان مساهماً واحداً أو أكثر، ولم يشترط أن يكون حاضراً في اجتماع الجمعية العمومية ومن الأقلية المعترضة، لذا لا محل لاشتراط هذا الشرط. وهكذا يحق للمساهم طلب وقف القرار سواء كان حاضراً الاجتماع، معترضاً على القرار أو ممتنعاً عن التصويت<sup>(٩٤)</sup>، أو غائباً عن الاجتماع. وحسناً فعل المشرع بعدم اشتراطه اعتراض المساهم على القرار لإمكانية الطعن فيه، فالحكمة من الطعن هي التوصل إلى وقف قرار يلحق الضرر بالمساهم وهو ما يتحقق حتى وإن لم يكن المساهم حاضراً الاجتماع. ولكن من البديهي أنه يشترط في مَنْ يطعن في القرار أن لا يكون قد صوت إلى جانبه لانتفاء سبب الطعن حينها، إذ سيكون المساهم من الأغلبية التي اتخذت القرار.

### ثالثاً: شروط الطعن بالقرار

اشتراط المشرع في مَنْ يطعن بقرار الجمعية العمومية أن يبدي سبباً جدياً لذلك، وقد تساءل الفقه<sup>(٩٥)</sup> عن المقصود بجدية الطلب، فهل يكفي ليكون الطلب جدياً أن يكون من شأن القرار أن يضر بمصالح المعترض عليه، أم يشترط سوء النية والغش لدى الأغلبية التي اتخذت القرار بتعمد الإضرار بأقلية المساهمين؟

يذهب جانب في الفقه إلى أن السبب الجدي للاعتراض على القرار ينبغي أن يتمثل بتحقيق الغش لدى أغلبية المساهمين وتعمدهم الإضرار بالأقلية، فلا يكفي للاعتراض على القرار اتخاذه خلافاً لرغبة الأقلية أو أن تتضرر حقوقهم من جراء سيطرة المستحوذ، وتغير الهيكل

(٩٣) عماد محمد أمين السيد رمضان، مرجع سابق، ص ٧٠٥.

(٩٤) انظر تفاصيل آراء الفقه بشأن كيفية احتساب أصوات الممتنعين عن التصويت: عماد محمد أمين السيد رمضان، مرجع سابق، ص ٧١٠-٧١٤؛ رحاب محمود داخلي، الجمعيات العمومية ودورها في إدارة شركات المساهمة في ضوء آراء الفقه وأحكام القضاء، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١، ص ٥٧.

(٩٥) نورة حزام عواض المطيري، مرجع سابق، ص ١٠٥.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهادي]

الإداري للشركة<sup>(٩٦)</sup>. في حين يذهب اتجاه فقهي آخر إلى أن اشتراط الغش وتوافرية الإضرار لدى الأغلبية لا يحقق الحماية المنشودة لأقلية المساهمين، إذ يندر عملاً أن يكون الإضرار بالأقلية هو الباعث الوحيد على قرار الأغلبية، لذا تبني معياراً بديلاً هو أن يكون قصد الأغلبية من اتخاذ القرار تحقيق مصلحة خاصة لهم، وترتب على هذا القرار إلحاق ضرر بالأقلية، فلا يعد سبباً جدياً وتعسفياً من الأغلبية مجرد تضرر مصالح الأقلية أو أن القرار لم يكن موفقاً<sup>(٩٧)</sup>.

وهو ما أخذ به المشرع الإماراتي في القواعد العامة، حيث تنص المادة ١٩١ السابق ذكرها إلى أن القرارات التي يقدم المساهمون الطلب للهيئة لوقفها هي تلك "الصادرة إضراراً بهم أو الصادرة لصالح فئة معينة من المساهمين أو لجلب نفع خاص لأعضاء مجلس الإدارة أو غيرهم متى ثبت لها جدية أسباب الطلب".

وتؤيد الباحثة هذا التوجه، فالقرارات التي تصدر بالأغلبية لم تتخذ هذا الوصف إلا لأن عدداً من المساهمين لم يرتضها، فالأقلية في واقع الحال تساهم في صنع القرار، ولا يعد منطقياً بعد ذلك أن تعترض الأقلية على أي قرار تصدره الجمعية العمومية لمجرد عدم موافقتهم عليه أو اعتقادهم أنه يضر بمصلحة الشركة. كما أن الهيئة أو القاضي لا ينبغي أن يحل إرادته محل إرادة الأغلبية في الشركة وتقديرها لمصلحة الشركة من عدمه، بل يتدخل حينما تتعارض مصلحة الأغلبية مع مصلحة الأقلية بالدرجة التي تنتفي فيها نية المشاركة لدى الأغلبية<sup>(٩٨)</sup>،

(٩٦) نهاد أحمد إبراهيم السيد، مرجع سابق، ص ٦٩٣-٦٩٤.

(٩٧) عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية من قرارات أغلبية المساهمين في الجمعيات العامة، دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي، مرجع سابق، ص ٧١-٧٣.

انظر خلاف هذا الرأي: رحاب محمود داخلي، مرجع سابق، ص ٤٦٦.

(٩٨) عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية من قرارات أغلبية المساهمين في الجمعيات العامة، دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي، مرجع سابق، ص ٥٧ و٧٣.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

فيكون للقاضي دوره للفصل في المصالح المتعارضة وإعادة التوازن<sup>(٩٩)</sup>.

في ضوء ما تقدم فإن الباحثة تؤيد عدم الاكتفاء بالقواعد العامة لتنظيم الطعن بقرارات الاستحواذ، فللاستحواذ خصوصية دعت المشرع إلى تنظيمه بشكل موجز في قانون الشركات التجارية والإحالة في أحكامه إلى القرارات الصادرة عن الهيئة<sup>(١٠٠)</sup>، لذا وانسجاماً مع أحكام تلك القرارات ومع الدور الذي أسنده المشرع لهيئة الأوراق المالية والسلع فإن من المناسب أن يتضمن القرار الصادر بشأن الاستحواذ نصاً ينظم الكيفية التي يتم فيها الطعن بقرار الاستحواذ أو إجراءاته، إلا أن هذا النص ينبغي أن يتضمن تحديداً للشكاوى التي ترفع إلى الهيئة سواء تلك التي تتعلق بإجراءات الاستحواذ المنظمة من قبلها أو بقرار الجمعية العمومية للشركة، وتحديد مدة زمنية تنظر الشكاوى خلالها، كما يتعين فضلاً عن التظلم الذي نظمته الهيئة الإشارة إلى الحق في اللجوء إلى المحكمة المختصة، على أن يتم البدء بالتظلم لدى الهيئة فإذا رفضت الهيئة التظلم أو مرت مدة زمنية معينة دون اتخاذ قرار بشأنه كان للمساهم المعارض حق اللجوء إلى المحكمة المختصة للنظر في أمر إبطال قرار الاستحواذ. وأجد من المناسب أيضاً أن يخفض المشرع في القاعدة الخاصة نسبة الأسهم يكون لحاملها حق الاعتراض على القرار لتصبح ٣٪ بدلاً من ٥٪ لتوسعة نطاق الحماية ولتحقيق الانسجام بين أحكام الاستحواذ، فالأخيرة تعطي لمساهمين يملكون ٣٪ على الأقل من أسهم الشركة حق التخارج من الشركة بشروط ملائمة بعد نجاح الاستحواذ<sup>(١٠١)</sup>.

(٩٩) أمينة غميمة، تعسف المساهمين في شركة المساهمة، دار الآفاق المغربية للنشر والتوزيع، الرباط، ٢٠١١، ص ١٤٦-١٤٧.

(١٠٠) انظر المادة ٢٩٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.

(١٠١) انظر المادة ١١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

## المطلب الثاني

### المساواة بين المساهمين

يعد تحقيق المساواة بين المساهمين واحداً من الأهداف الرئيسة لعرض الاستحواذ الودي على الشركة، يستوي في ذلك أن يكون العرض إجبارياً أو اختيارياً. والعلة وراء ذلك بلا شك هي حماية مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ. وجدير بالإشارة أن تحقيق المساواة بين المساهمين لا يقتصر على المرحلة اللاحقة على قبول عرض الاستحواذ، بل يتعين تحقيقه في جميع مراحل عملية الاستحواذ، بدءاً من المراحل التمهيديّة لتقديم العرض ومن ثم تقديمه وانتهاء بقبوله وتنفيذه. وتتناول فيما يأتي الجوانب التي عزز فيها المشرع المساواة بين المساهمين.

#### أولاً: المساواة في المعلومات

في المرحلة السابقة على قبول العرض يتجلى مبدأ المساواة بين المساهمين في مساواتهم في المعلومات التي يفصح عنها لهم، وفي توقيت الإفصاح عنها. إذ ينبغي منح جميع المساهمين فرصة واحدة لتقييم عرض الاستحواذ واتخاذ القرار بشأنه في الوقت المناسب دون تمييز بينهم، وبالشكل الذي يحول دون أن يصبح بعض المساهمين في مركز أفضل من غيرهم بحكم اطلاعهم دون غيرهم على معلومات معينة<sup>(١٠٢)</sup>. بناءً على ذلك فقد فرض قرار الهيئة الخاص بالاستحواذ التزاماً بالسرية على كافة الأطراف المشاركة بالاستحواذ سواء من جهة المستحوذ أو الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وتشمل تلك الأطراف بحسب القرار "أعضاء مجالس الإدارات والمدراء التنفيذيين والمستشارين ومراقبي الحسابات والعاملين المطلعين على المعلومات"، وذلك قبل الإعلان عن العرض. فعلى الرغم من أن المعلومات المتعلقة بعرض الاستحواذ ينبغي الإفصاح عنها للمساهمين على النحو المبين في المبحث الأول من هذا البحث إلا أن تلك المعلومات ذاتها تعد سرية في المرحلة السابقة على تقديم العرض. وعلى

(١٠٢) إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص ١٠٣.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

الأطراف الرئيسة لعملية الاستحواذ التي تطلع بحكم عملها على تلك المعلومات أن تبذل عناية الشخص الحريص في المحافظة على سريتها واتخاذ الإجراءات اللازمة لمنع تسريبها، أو إطلاع فئة معينة من المساهمين عليها دون غيرهم قبل الإعلان عن العرض<sup>(١٠٣)</sup>. فالمساهم الذي يطلع على تلك المعلومات تتاح له الفرصة للمضاربة على أسهم الشركة، بأن يقدم على شراء المزيد من أسهم الشركة أملاً ببيعها بعد تقديم العرض وتحقيق ربح من وراء ذلك، إذ يشتري المستحوذ الأسهم عادة بثمان يزيد على سعرها في السوق، وهو ما يخل بمبدأ المساواة وتكافؤ الفرص بين المساهمين<sup>(١٠٤)</sup>، فضلاً عما يمكن أن يسببه من اضطراب في السوق المالي وعدم ثبات في أسعار الأسهم. ولا يقتصر الأمر على عدم تسريب المعلومات إلى بعض المساهمين بل يحظر المشرع أيضاً لذات السبب على الجهات المعنية استغلال تلك المعلومات لتحقيق مصلحة خاصة لهم أو لغيرهم، إذ يحظر المشرع على المطلع على المعلومات السرية القيام بأي تعامل في الأوراق المالية للشركة المستهدفة بالاستحواذ، فلا يحق له شراء الأسهم أو بيعها، كما يحظر عليه أن يقدم توصية للغير بشأن التعامل بالأوراق المالية للشركة<sup>(١٠٥)</sup>.

فإذا تم الإعلان عن نية الاستحواذ ووجب الإفصاح للمساهمين عن البيانات المتعلقة بعرض الاستحواذ كان لزاماً تحقيق المساواة بينهم بشأنها. إذ يحظر المشرع على الجهة المستحوذة والشركة المستهدفة بالاستحواذ والمستشارين الماليين تقديم معلومات لبعض المساهمين دون البعض الآخر خلال فترة العرض<sup>(١٠٦)</sup>.

(١٠٣) انظر المادة ٧ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ، والبند الثالث من الفقرة الرابعة من المادة ١٩ من ذات القرار.

(١٠٤) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص ١١٠.

(١٠٥) انظر البند الرابع من الفقرة الرابعة من المادة ١٩ والفقرة الأولى والثانية من المادة ٢٠ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١٠٦) انظر الفقرة السابعة من المادة ٢٠ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

## ثانياً: المساواة في شروط الاستحواذ

إذا كانت المساواة في المعلومات تضمن منح المساهمين فرصاً متكافئة لاتخاذ القرار بشأن بيع أوراقهم المالية من عدمه، فإن الجانب الأهم في المساواة هو المساواة بين المساهمين في شروط الاستحواذ ذاتها<sup>(١٠٧)</sup>، فقد تتاح لهم المعلومات عينها في الوقت ذاته إلا أن عرض الاستحواذ يتضمن تمييزاً بأي شكل كان بين المساهمين من الفئة ذاتها، وهو ما يخل بمبدأ المساواة ويستوجب من المشرع التدخل لحماية المساهمين بشأنه.

بناءً على ذلك فقد تضمن القرار الصادر من الهيئة بشأن الاستحواذ قاعدة عامة تفرض "على الأشخاص المعنيين بالالتزام بمبادئ المساواة، ومراعاة المساواة في معاملة مالكي الأوراق المالية في الشركة المستهدفة بالاستحواذ"<sup>(١٠٨)</sup>. والالتزام بمراعاة المساواة في المعاملة يتضمن في طياته عدداً من الجوانب. فمن جانب يتعين أن يشمل العرض جميع المساهمين، فإذا كان في الشركة أكثر من فئة من المساهمين كما لو وجد فيها مساهمون يحملون أسهماً عادية وآخرون يحملون أسهماً ممتازة، فيجب على المستحوذ أن يقدم عرضاً لكل فئة، كما يتعين أن يتم شراء الأوراق المالية من جميع المساهمين الراغبين في البيع<sup>(١٠٩)</sup>، فإذا تجاوز عدد الأسهم المعروضة للبيع عدد الأسهم التي يرغب المستحوذ بشرائها فيتم حينها الاستحواذ من جميع المساهمين الراغبين ببيع أسهمهم بنسبة ما عرضه كل منهم إلى مجموع الأوراق المالية المطلوب شراؤها<sup>(١١٠)</sup>. من جانب آخر ينبغي أن تكون شروط العرض واحدة، من ذلك على سبيل المثال أن يتم شراء الأسهم بسعر واحد، وأن يتم الشراء خلال المدة الزمنية نفسها<sup>(١١١)</sup>، مع

(١٠٧) انظر الفقرة الأولى من المادة ١٥ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١٠٨) انظر البند الأول من الفقرة الثالثة من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١٠٩) عمر ناطق يحيى، مرجع سابق، ص ١٤٨.

(١١٠) انظر البند من الفقرة الرابعة من المادة ١٠ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١١١) طارق محمود عبد السلام السالوس، مرجع سابق، ص ٢٣.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

ملاحظة أن وحدة شروط العرض لازمة بشأن الفئة الواحدة من الأسهم، فإذا تعددت فئات الأسهم فإن من الجائز أن يكون لكل فئة شروط مختلفة عن شروط العرض في الفئة الأخرى<sup>(١١٢)</sup>، وهو ما يستشف بصورة غير مباشرة من نصوص قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ التي تلزم المستحوذ بأن يقدم عرضاً لكل فئة من فئات الأوراق المالية. فإذا قدم المستحوذ عرضاً بشروط واحدة على الفئة عينها من المساهمين، فلا يحق له بعد ذلك أن يعقد اتفاقاً مع بعض المساهمين ينطوي على التعامل أو الاتفاق على ترتيب للتعامل في أوراق مالية للشركة المستهدفة بالاستحواذ إذا كان مثل هذا الاتفاق بشروط تفضيلية يحظى بها بعض المساهمين فقط<sup>(١١٣)</sup>، كأن يتفق معهم على شراء أسهمهم أولاً أو منحهم مبلغاً إضافياً عنها أو شراء جميع ما يعرضونه من أسهم حتى وإن تجاوز عدد الأسهم المعروضة عدد الأسهم المطلوب شراؤها.

ومبدأ المساواة في شروط الاستحواذ بين المساهمين يقيد من جانب ثالث طريقة تحديد الثمن الذي يتم به شراء الأسهم ومقداره. إذ يلزم المشرع المستحوذ بأن يقدم عرضاً نقدياً إذا تملك عن طريق الشراء النقدي ١٠٪ فأكثر من الأسهم خلال فترة سريان عرض الشراء أو "خلال الستة أشهر السابقة على العلم بالعرض المحتمل أو الإعلان عن نية الاستحواذ أيها أسبق"<sup>(١١٤)</sup>، كما يلزمه بتقديم عرض مبادلة أسهم إذا تملك عن طريق مبادلة أسهم ١٠٪ فأكثر من الأسهم خلال فترة سريان عرض الشراء أو "خلال الستة أشهر السابقة على العلم بالعرض المحتمل أو الإعلان عن نية الاستحواذ أيها أسبق"<sup>(١١٥)</sup>.

(١١٢) سامي عبد الباقي أبو صالح، مرجع سابق، ص ٢٠٤؛ نهاد أحمد إبراهيم السيد، مرجع سابق، ص ٧٢٣؛ عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مرجع سابق، ص ١٠.  
(١١٣) انظر الفقرة السادسة من المادة ٢٠ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.  
(١١٤) انظر الفقرتين الأولى والثانية من المادة ١٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.  
(١١٥) انظر الفقرتين الأولى والثانية من المادة ١٧ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهودي]

وانطلاقاً من مبدأ المساواة أيضاً يتحدد سعر عرض الشراء بأن لا يقل عن "أعلى سعر دفعته الجهة المستحوذة لشراء الأوراق المالية خلال ١٢ شهراً السابقة على تقديم العرض"<sup>(١١٦)</sup>، فهذا النص يحول دون قيام المستحوذ بتجزئة الاستحواذ وتقديم عروض متعددة أو شراء جزء من الأوراق المالية ابتداءً بسعر مرتفع وتقديم العرض لشراء المتبقي بسعر السوق الأقل، لأن من شأن ذلك الإخلال بمبدأ المساواة بين المساهمين<sup>(١١٧)</sup>. وللاعتبار ذاته يلزم المستحوذ في حال قام برفع سعر العرض بعد تقديمه بسبب وجود عروض منافسة، بأن يدفع لجميع المساهمين السعر الأعلى حتى وإن وافق بعضهم على العرض بالسعر الأول<sup>(١١٨)</sup>.

ويتعين لتحقيق المساواة المرجوة بين المساهمين تفسير مفهوم أعلى سعر تفسيراً واسعاً، فلا يقتصر على الشراء السابق للأسهم بمقابل نقدي إنما يتسع ليشمل قيمة أي مقابل تم دفعه لقاء الأسهم كما لو كان مقابلاً عينياً أو مقابلاً تم دفعه للاندماج بشركة لها أسهم في الشركة المستهدفة بالاستحواذ<sup>(١١٩)</sup>.

ولعل التساؤل يثار عن الحكم فيما لو ارتفعت قيمة الأسهم السوقية وقت تقديم العرض عن أعلى سعر دفعه المستحوذ لشراء الأوراق المالية للشركة المستهدفة بالاستحواذ، فهل يبقى ملزماً بدفع السعر السابق الذي دفعه تحقيقاً للمساواة أم يلزم بدفع سعر السوق الأعلى؟ والإجابة عن هذا التساؤل حسمها قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن

(١١٦) انظر الفقرة الرابعة من المادة ٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١١٧) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص ١٠٨.

(١١٨) سامي عبد الباقي أبو صالح، مرجع سابق، ص ٢٠٣-٢٠٤.

والمادة ٣٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١١٩) ياسر بن فضل السريحي، عرض الاستحواذ الإلزامي، دراسة قانونية تحليلية مقارنة، مجلة العلوم القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق - جامعة عين شمس، العدد الأول، المجلد الثامن والخمسون، ٢٠١٦، ص ١٣٦٢.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

الاستحواذ والاندماج، إذ يلزم المستحوذ في هذا الفرض بدفع السعر الأعلى، فإذا كانت القيمة السوقية للأوراق المالية يوم بداية العرض أو سعر الإغلاق قبل اليوم الأول لبداية العرض أعلى من أعلى سعر دفعه المستحوذ خلال الاثني عشر شهراً السابقة على تقديم العرض التزم بدفع سعر السوق، وإذا كان الأخير متذبذباً فيؤخذ بمتوسط السعر خلال فترة ثلاثة الأشهر السابقة على بداية العرض<sup>(١٢٠)</sup>. وهو حكم مستحسن بحسب رأي الباحثة، إذ يوازن القرار بين المصالح، فتحقيق المساواة بين المساهمين هدفه إحاطتهم بالحماية ولا سيما الأقلية منهم، ولا يمكن أن يكون بأي حال من الأحوال سبباً للإضرار بمصالحهم المشروعة، فإذا ارتفعت قيمة الأسهم السوقية فلا يمكن أداء سعر أقل لهم بدواعي المساواة مع غيرهم ممن اشترى المستحوذ منهم ابتداء بسعر أقل. ويجدر بالملاحظة أن سعر العرض بالصورة المحددة في القرار يتردد بين أمرين هما سعر السوق والسعر الذي دفعه المستحوذ وكلاهما قد لا يعكس السعر الحقيقي للأسهم، فسعر السوق قد لا يعكس القيمة الحقيقية لأصول الشركة لتأثر أسعار السوق باعتبارات عدة، والسعر الذي يدفعه المستحوذ يقوم على أساس شخصي لا موضوعي، لذا تجد الباحثة أن من المحبذ أن يضع المشرع الإماراتي معياراً موضوعياً لتحديد سعر العرض يأخذ بنظر الاعتبار فضلاً عن القيمة السوقية لأسهم الشركة قيمة أصولها وحجم أرباحها من أجل تحقيق الحماية الأمثل للمساهمين فيها بتمكينهم من الحصول على القيمة العادلة لأسهمهم في حال الاستحواذ على الشركة.

(١٢٠) انظر المادة ٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

## المطلب الثالث

### حق المساهم في التخارج من الشركة

إذا كان المساهم من الأقلية التي اعترضت على قرار الاستحواذ، ولم تؤيد المحكمة اعتراضه، فإن بإمكانه بطبيعة الحال الانسحاب من الشركة في أي وقت يشاء، فحق تداول الأسهم يعد من الحقوق الأساسية للمساهم في شركات الأموال، ويمكنه وفقاً لذلك أن يعرض أسهمه للبيع في سوق الأوراق المالية<sup>(١٢١)</sup>. إلا أن هذا الحق المستمد من القواعد العامة قد لا يحقق المساواة بين المساهمين الواجب توافرها مع أي عملية استحواذ، ولا يكون كافياً لحماية المساهم الذي لم يوافق على بيع أسهمه ابتداءً، لذا فقد وضع المشرع أحكاماً لما أطلق عليه الاستحواذ الإلزامي، وبموجبه يعطى المساهم الحق في أن يلزم المستحوذ بشراء أسهمه ومن ثم التخارج من الشركة وفق شروط وإجراءات معينة. ونتناول في هذا المطلب أحكام هذا الحق باعتباره حلقة أخيرة من حلقات الحماية التي يحظى بها المساهم في الشركة.

#### أولاً: شروط الاستحواذ الإلزامي وإجراءاته

يشترط لإعمال هذا الحق وفقاً لقرار الهيئة المتعلقة بالاستحواذ شرطان؛ أولهما أن تبلغ نسبة الأوراق المالية التي تم الاستحواذ عليها في الشركة ما يزيد على ٩٠٪ من أوراق الشركة، وثانيهما أن يقدم الطلب مساهمون يملكون نسبة لا تقل عن ٣٪ من الأوراق المالية. أما إجراءات هذا الاستحواذ فتبدأ بطلب يقدمه المساهمون إلى المستحوذ للاستحواذ على أوراقهم المالية، وعلى المستحوذ البت في الطلب خلال مدة لا تتجاوز ستين يوماً من تاريخ استلامه

(١٢١) انظر حكم المحكمة الاتحادية العليا - الأحكام المدنية والتجارية - في الطعن رقم ٥٧٤ لسنة ٢٧ قضائية، تاريخ الجلسة ٢-٧-٢٠٠٦، وفيه تبين المحكمة: "من المقرر أن تداول الأسهم يتم إما بالتصرف فيها بالبيع أو الوصية أو الهبة أو التنازل ويعتبر التنازل عن السهم عن طريق التداول من الحقوق الأساسية والجوهرية التي يحققها السهم لصاحبه بحيث لا يجوز حرمانه من هذا الحق...".

[د. آلاء يعقوب يوسف]

الطلب. فإذا رفض المستحوذ الطلب أو لم يبت فيه خلال المدة المذكورة كان للمساهمين حينها اللجوء إلى هيئة الأوراق المالية والسلع وتقديم طلب لها لإلزام المستحوذ بتقديم عرض وشراء أسهمهم. وقرار الهيئة يكون في ضوء ظروف السوق، فإذا كان بإمكان المساهم أن يبيع أوراقه المالية في السوق بسعر عادل وخلال مدة معقولة فقد لا تجد الهيئة مبرراً لإلزام المستحوذ بشرائها<sup>(١٢٢)</sup>، وبخلاف ذلك إذا وافقت الهيئة فإنها تقوم بإلزام المستحوذ بأن يقدم عرضاً خلال مدة ستين يوماً من تاريخ إبلاغه بقرار الهيئة<sup>(١٢٣)</sup>.

وتكمن الحكمة من الاستحواذ الإلزامي في أن تتمكن أقلية المساهمين في الحالة المذكورة من بيع أسهمهم بالسعر الذي يحدده المشرع لعروض الاستحواذ لا سعر السوق بالضرورة، إذ يشترط القرار المتعلق بالاستحواذ أن لا يقل سعر عرض الاستحواذ عن أعلى سعر من الآتي: "١- سعر السوق يوم بداية العرض. ٢- سعر الإغلاق قبل اليوم الأول لبداية العرض. ٣- متوسط السعر خلال فترة ثلاثة الأشهر السابقة لبداية العرض. ٤- أعلى سعر دفعته الجهة المستحوذة لشراء الأوراق المالية خلال ١٢ شهراً السابقة على تقديم العرض".<sup>(١٢٤)</sup>.

وتجدر الملاحظة بأن القرار أعطى للمستحوذ أيضاً في الفرض المذكور الحق في أن يتقدم بطلب إلى الهيئة من أجل تقديم عرض إلزامي لأقلية ببيع أوراقهم المالية، خلال مدة لا تتجاوز ٦٠ يوماً من تاريخ التسوية النهائية للعرض الأصلي وبشرط أن يسمح النظام الأساسي للشركة المستحوذ عليها بذلك<sup>(١٢٥)</sup>. ومن أجل عدم إهدار إرادة الأقلية فقد أجاز لهم القرار اللجوء إلى المحكمة خلال مدة ستين يوماً من تبليغهم بعرض الاستحواذ الإلزامي

(١٢٢) سامي عبد الباقي أبو صالح، مرجع سابق، ص ٨٣.

(١٢٣) انظر الفقرة الأولى من المادة ١١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١٢٤) انظر المادة ٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(١٢٥) انظر الفقرة الثانية من المادة ١١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الهادي]

من أجل وقف إجراءاته، فإذا لم تصدر المحكمة قرارها بوقف الإجراءات أو لم يلجأ الأقلية إلى المحكمة فتم حينها تسوية العرض الإلزامي وتلزم الأقلية ببيع أسهمهم. وحسناً فعل القرار باشتراطه أن ينص النظام الأساسي للشركة على إمكانية تقديم المستحوذ لعرض استحواذ إلزامي، لأن الأمر يمكن أن ينتهي بإلزام المساهم ببيع أسهمه في حين أن حق الملكية حق مصون ولا يجوز نزع الملكية إلا للمنفعة العامة<sup>(١٢٦)</sup>، وفضلاً عن وجود نص في النظام الأساسي للشركة فإن بإمكان المساهم الذي لا يرغب ببيع أسهمه اللجوء للمحكمة من أجل عدم إتمام الاستحواذ وهو ما يمثل حلقة أخرى من حلقات حماية المساهم.

ثانياً: تقييم أحكام الاستحواذ الإلزامي

يمكن أن نورد على أحكام الاستحواذ الإلزامي التي جاء بها قرار الهيئة الخاص بالاستحواذ عدداً من الملاحظات؛ أولها أن المشرع قيّد الحق في تقديم الطلب بمن يملك نسبة معينة من الأسهم لا تقل عن ٣٪ من أسهم الشركة، وعلى الرغم من أن لهذا القيد جانباً إيجابياً يتمثل في الحفاظ على استقرار الشركة<sup>(١٢٧)</sup>، إذ قد يكون من شأن تكرار عروض الشراء التأثير على أسعار الأسهم في السوق، إلا أن هذا التحديد يحرم الأقلية ممن لا يملكون هذه النسبة من الحماية التي يحققها الاستحواذ الإلزامي. وتجد الباحثة أنه لا ضير من منح هذا الحق لأقلية المساهمين أيضاً كانت نسبتها، ولا خشية على استقرار الشركة، فالقرار أعطى للمستحوذ الحق في أن يقدم عرضاً إلزامياً يستحوذ بموجبه على المتبقي من الأوراق المالية فيتفادى بهذه الطريقة تكرار العروض ويحافظ على استقرار الشركة. من جانب ثانٍ حدد المشرع العرض الإلزامي بكونه عرضاً نقدياً إلا إذا ارتضت أقلية المساهمين بمبادلة أسهمهم<sup>(١٢٨)</sup>، وتجد الباحثة أن من المناسب أن يكون العرض الإلزامي بذات الشروط التي تم بها العرض الأصلي

(١٢٦) سامي عبد الباقي أبو صالح، مرجع سابق، ص ٨٤.

(١٢٧) هاني سري الدين، مرجع سابق، ١٣٣.

(١٢٨) انظر الفقرة الثالثة من المادة ١٦ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

تحقيقاً للمساواة بين المساهمين في الشركة المستحوذ عليها، فلا يكون من رفض بيع أسهمه ابتداءً في مركز أفضل ممن وافق على العرض. كما أن القرار من جانب ثالث لم يحدد مدة معينة يتعين على أقلية المساهمين التقدم فيها بطلب عرض إلزامي، وإن كان حدد المدة التي يتعين على المستحوذ أن يطلب فيها الاستحواذ الإلزامي بستين يوماً من تاريخ التسوية النهائية للعرض الأصلي. وتجد الباحثة ضرورة توحيد المدة التي يقدم فيها طلب الاستحواذ الإلزامي وأياً كان مقدم الطلب بأن تحدد بستة أشهر من انتهاء التسوية النهائية للعرض الأصلي، فمدة الستين يوماً التي حددها القرار للمستحوذ تعد مدة قصيرة نسبياً وليست كافية لتقييم وضع الشركة واتخاذ القرار بالبقاء فيها من عدمه بالنسبة للمساهم. فحماية أقلية المساهمين التي تقف وراء منحهم حق الانسحاب من الشركة لا ينبغي أن تكون على حساب إهدار مصلحة المستحوذ ومصلحة الشركة المتمثلة باستقرارها واستقرار المراكز القانونية فيها، فالتوازن بين المصالح يعد من بين الغايات الرئيسة للتشريع.

وفيما عدا حالة الاستحواذ الإلزامي المبني على تملك المستحوذ ما يزيد على 90٪ من أسهم الشركة لم يمنح المشرع الإماراتي أو قرار الاستحواذ للمساهمين حق التخارج من الشركة، حتى لو قام المستحوذ على الشركة بتصرف من شأنه المساس بحقوق أقلية المساهمين فيها، كما لو أن الأغلبية المسيطرة على الشركة قررت تعديل النظام الأساسي للشركة تعديلاً جوهرياً بالشكل الذي ينتقص من حقوق المساهمين، أو قررت الاندماج مع شركة أخرى، أو قررت التصرف في أصول الشركة أو تغيير نشاطها أو عدم توزيع أرباح دون وجود ما يبرر ذلك، وتعد مثل هذه الحالات أسباباً منطقية يتعين على القانون الذي ينظم الاستحواذ أن يتضمنها وينظم أحكامها، بما يحقق التوازن المنشود في المصالح.

## الخاتمة

يعد الاستحواذ نشاطاً تجارياً على قدر كبير من الأهمية، إذ لا يقتصر أثره على المستحوذ والشركة المستهدفة بالاستحواذ، بل يتعدى ذلك إلى التأثير على الاقتصاد الوطني كونه أحد أهم وسائل التركيز الاقتصادي من جهة ويؤثر من جهة أخرى على مصالح فردية متعددة كمصلحة العاملين ومصصلحة المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وحيث إن حماية مصالح المساهمين تحقق في الوقت ذاته حماية الاستثمار في شركات المساهمة وتحقق مبادئ تقوم عليها هذه الأخيرة كمبدأ المساواة بين المساهمين، فقد أحاط القانون الإماراتي هذه المصالح بالحماية، وقد بدأ هذا البحث بهدف تحليل مدى كفاية القواعد القانونية في التشريع الإماراتي فيما يتعلق بحماية المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وقد انتهى تحليل هذه القواعد إلى جملة من النتائج والتوصيات نعرضها فيما يأتي:

### أولاً: النتائج

- ١- نظم المشرع الإماراتي الاستحواذ تنظيمياً مقتضياً في قانون الشركات التجارية رقم ٢ لسنة ٢٠١٥، حيث تناولته في نصوص ثلاثة، وأحال بشأن التفاصيل إلى الأحكام الواردة في القانون الفرعي المتمثل بالقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع، وقد أصدرت الأخيرة قراراً برقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٧ من منظمة قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة.
- ٢- لا تقتصر حاجة مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ إلى الحماية على الأقلية منهم فقط، فالمستحوذ إذا لم يكن من بين المساهمين وسيطر لاحقاً على نسبة معينة من أسهم الشركة فإن جميع مساهميها قد يصبحون أقلية في الشركة، مما يعني خضوعهم لإرادة المستحوذ الحائز على الأغلبية.
- ٣- يختلف الاستحواذ الودي عن الاستحواذ العدائي بأن الأول يتم بموجب اتفاق مع

[د. آلاء يعقوب يوسف]

إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ، ووجود هذا الاتفاق لا ينفي حاجة مساهمي الشركة إلى الحماية سواء في مواجهة المستحوذ أو في مواجهة مجلس إدارة الشركة المستهدفة والأغلبية فيها.

٤- تضمن قرار الهيئة رقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٧ العديد من النصوص التي تتعلق بحماية مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وبعض هذه النصوص يحيطهم بالحماية قبل تنفيذ قرار الاستحواذ، وبعضها الآخر يهدف إلى حمايتهم بعد نجاح الاستحواذ وانتقال السيطرة على الشركة إلى المستحوذ.

٥- يتطلب الاستحواذ اتباع أقصى درجات الشفافية والدقة بإعلام المساهمين بوجود عرض الاستحواذ وتفصيلاته أو مقدماته، مع ضرورة محافظة أطراف الاستحواذ على سرية المعلومات الخاصة بالشركة التي يتم الاطلاع عليها أثناء القيام بإجراءات الاستحواذ.

٦- لم يستلزم المشرع الإماراتي للموافقة على الاستحواذ صدور قرار خاص من الجمعية العمومية للشركة المستهدفة بالاستحواذ، ويكفي اتخاذ القرار بالموافقة من مجلس الإدارة لتصدق عليه الجمعية العمومية في قرار عادي.

٧- يعد مبدأ المساواة بين المساهمين أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها عروض الاستحواذ، فلا يضطر أحد المساهمين إلى بيع أسهمه بشروط تختلف عن تلك التي حظي بها مساهم آخر.

#### التوصيات:

١- أن تتم إعادة صياغة المادة التاسعة من قرار الهيئة المتعلقة بتعريف الاستحواذ الاختياري بأن يقتصر نطاقه على النسب التي تقل عن تلك التي يلزم مالكيها بتقديم عرض إجباري؛ أي أقل من ٣٠٪ في أسهم الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وليس (٣٠٪+ ورقة مالية واحدة).

٢- أن تتضمن قواعد الإفصاح والشفافية التزاماً بإخطار الشركة بأي تعاملات بأسهمها

تستلزم الإفصاح عنها فضلاً عن إخطار السوق والهيئة، وأن تلزم الشركة بدورها بإخطار مساهميها، كما في الحالة التي تبلغ فيها نسبة مساهمة الشخص الطبيعي أو الاعتباري في أسهم الشركة نسبة معينة.

٣- في الأحوال التي تلزم فيها الهيئة الشركة المستهدفة بالاستحواذ بأن تعين مستشاراً مالياً ليقدم توصيته بشأن الاستحواذ، يتعين أن يكون المستشار المالي مستقلاً ومن بين المستشارين المعتمدين من الهيئة أو تقره الهيئة حماية للمساهمين، مع ضرورة أن تعطى الهيئة صلاحية الاعتراض على تعيين مستشار مالي معين إذا قدرت أنه غير مستقل.

٤- تعديل أحكام العرض المنافس بأن يضع المشرع معياراً واضحاً منضبطاً لقبول العرض المنافس بأن يتضمن العرض المنافس سعراً أعلى من سعر العرض الأصلي بنسبة معينة بدلاً من النص الحالي الذي يعطي الهيئة سلطة الموافقة على مشروع العرض المنافس "إذا تضمن تعديلاً جوهرياً في الشروط المقترحة لمصلحة مالكي الأوراق المالية" لأن مفهوم التعديل الجوهري غير واضح.

٥- عدم الاكتفاء بالقواعد العامة لتنظيم الطعن بقرارات الاستحواذ الصادرة من الجمعية العامة للشركة، بأن يتضمن قرار الهيئة نصاً ينظم الكيفية التي يتم فيها الطعن بقرار الاستحواذ أو إجراءاته، بحيث يقدم الطعن ابتداءً أمام الهيئة مع الحق في اللجوء إلى المحكمة المختصة، وتحديد مواعيد زمنية قصيرة للنظر في الطعن المقدم لتفادي تأثير سوق الأوراق المالية بأي تأخير محتمل في إجراءات الاستحواذ.

٦- منح حق طلب الاستحواذ الإلزامي لأقلية المساهمين أياً كانت نسبتها، وتقديم العرض الإلزامي بذات الشروط التي تم بها العرض الأصلي تحقيقاً للمساواة بين المساهمين.

٧- إعطاء المساهمين حق التخارج من الشركة إذا قام المستحوذ على الشركة بتصرف من شأنه المساس بحقوق أقلية المساهمين فيها، كما لو قرر تعديل النظام الأساسي للشركة تعديلاً جوهرياً بالشكل الذي ينتقص من حقوق المساهمين، أو قرر الاندماج مع شركة أخرى، أو قرر التصرف في أصول الشركة أو تغيير نشاطها.

## مراجع البحث

أولاً: باللغة العربية:

أ- الكتب العامة:

(١) المعجم الوسيط، الجزء الأول، مجمع اللغة العربية، ١٩٨٩.

ب- الكتب التخصصية:

(١) أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات،

دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠١٢.

(٢) إلياس ناصيف، حوكمة الشركات في القانون المقارن وتشريعات الدول العربية،

منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت-لبنان، ٢٠١٧.

(٣) أمينة غميرة، تعسف المساهمين في شركة المساهمة، دار الآفاق المغربية للنشر

والتوزيع، الرباط، ٢٠١١.

(٤) رحاب محمود داخلي، الجمعيات العمومية ودورها في إدارة شركات المساهمة في

ضوء آراء الفقه وأحكام القضاء، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.

(٥) سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق

المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم ١٢

لسنة ٢٠٠٧ -دراسة مقارنة-، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦.

(٦) طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد

الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠.

(٧) طاهر شوقي مؤمن، دراسة قانونية عن مجموعة الشركات، دار النهضة العربية،

القاهرة، ٢٠١٧.

(٨) عبد الحميد منصور عبد العظيم، الصكوك ما لها وما عليها، دار النهضة العربية،

القاهرة، ٢٠١٥.

٩) عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة- كلية الحقوق، العدد ٤٣، ٢٠٠٨.

١٠) عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة (دراسة مقارنة)، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠٠٨.

١١) محمد خليفة الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة- دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، بدون ناشر أو مكان نشر، ٢٠١٨.

١٢) مصطفى البنداري أبو سعدة، قانون الشركات التجارية الإماراتي، الطبعة الثالثة، الآفاق المشرقة ناشرون، ٢٠١٧.

١٣) نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤.

١٤) نورة حزام عواض المطيري، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي، دار النهضة العربية، ٢٠١٧.

١٥) هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجمالي بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣.

١٦) ياسر أحمد محمود محمد، دور أعضاء مجلس إدارة الشركة المساهمة في ضوء مفهوم حوكمة الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦.

### ج- الأبحاث:

١) إبراهيم إسماعيل إبراهيم الربيعي ونهى خالد عيسى المعموري، التنظيم القانوني لعرض الشراء الإجمالي- دراسة مقارنة، مجلة كلية التربية الأساسية

- للعلوم التربوية والإنسانية، جامعة بابل، العدد ٣٧، ٢٠١٨.
- (٢) إبراهيم إسماعيل إبراهيم ونوفل رحمن ملغيط الجبوري، المسؤولية القانونية للمستحوذ على الشركة المساهمة (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، العدد الأول، المجلد الرابع، ٢٠١٢.
- (٣) أساور حامد عبد الرحمن، اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية العلوم القانونية والسياسية، كلية القانون والعلوم السياسية، جامعة كركوك، المجلد الثاني، العدد السادس، ٢٠١٣.
- (٤) زينة غانم عبد الجبار وهدى عبد الله الحساني، الاستحواذ على الشركات المساهمة بين التبعية والاستقلال- دراسة في ضوء قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة، مجلة العلوم القانونية والسياسية، المجلد السابع، العدد الأول، ٢٠١٨.
- (٥) طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، المجلد ١٠٠، العدد ٤٩٧، ٢٠١٠.
- (٦) عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية من قرارات أغلبية المساهمين في الجمعيات العامة، دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد الأول، ١٩٨٦.
- (٧) علي طلال هادي، الحماية القانونية لأقلية المساهمين من مخاطر الاستحواذ، مجلة العلوم القانونية، كلية القانون، جامعة بغداد، العدد الثاني، ٢٠١٧.
- (٨) علي فوزي إبراهيم الموسوي، أندلس حامد عبد العامري، المفهوم القانوني للاستحواذ، مجلة العلوم القانونية، كلية القانون، جامعة بغداد، العدد الخاص الرابع لبحوث التدريسيين مع طلبة الدراسات العليا، ٢٠١٨.
- (٩) عمر ناطق يحيى، النظام القانوني للاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك- كلية القانون والعلوم السياسية،

المجلد السادس، العدد ٢١، ٢٠١٧.

(١٠) ياسر بن فضل السريحي، عرض الاستحواذ الإلزامي، دراسة قانونية تحليلية مقارنة، مجلة العلوم القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق - جامعة عين شمس، العدد الأول، المجلد الثامن والخمسون، ٢٠١٦.

### Romanization of references

- 1) Aluajam Alwaseet, Aljuz' Alawal, Mujma'a Alluga Alarabia, 1989
- 2) Ahmed Ali Kheder, Al'ifsah walshafafiah k'ahd mabadi' alhawkamah fi kanun alsharikat, Dar Alfikr Aljamii, Alexandria, 2012.
- 3) Ilyas Nasif, Hawkamet alsharikat fi lakanun almukaran wa tashriaat aldowal alarabia, manshoorat lahalabi alhukokia, Bairut-Lubnan, 2017.
- 4) Amina Gumaiza, Ta'asuf almusahimeen fi sharikat almusahamah, Dar Alaafaq Almagribiah lilnashr wa altawzii', Alrubat, 2011.
- 5) Rehab Mahmood Dakhily, Aljamiaat Alumumiayah wa dawroha fi idaret sharikat almusahamah fi daw' aara' alfiqh wa ahkam alkada', Dar Alnahda Alarabia, Alqahira, 2011.
- 6) Sami Abdulbaqi Abu Salih, Alnidam Alqanuni l' urudh alshira' fi souq alawrak almaliyah wifkan likawiid urudh alshira' aljadidah alsaderah bilkarar alwizari rakam 12 lisanat 2007-dirasah mukaranah-, Dar Alnahda Alarabia, Alqahira, 2006.
- 7) Tarik Mahmood Abdulsalam Alsaloos, Alurudh Alaameh lishra' Alashum bikasd alistihwath, Dar Alnahda Alarabia, Alqahira, 2010.
- 8) Taher Shawki Mu'min, Dirasat Kanuniayah an magmuat alsharikat, Dar Alnahda Alarabia, Alqahira, 2017.
- 9) Abdulhamid Mansoor Abduladim, Alsukuk ma laha wa ma alaiha, Dar Alnahda Alarabia, Alqahira, 2015.
- 10) Abdulfadil Muhammed Ahmed, Alurudh Alaameh lilshiaa' fi alboursah, Majalet albuht alkanuniah wa aliktisadiyah, Jameat Almansoor-kuliyat alhukuk, aladad 43, 2008.
- 11) Imad Muhammed Ameen Alsayed Ramadan, Himayat almusahim fi sharikat almusahameh (dirasat mukaranah), Dar Alkutub Alkanuniayah, Masr, 2008.
- 12) Mohammed Khalifah Alshuhumi, Alnidham Alkanuni lilstihwath ala ashum alsharikat almusahamet -dirasat mukaranat-, altabaa' aloula, bidon nasher aw makan nashr, 2018.



- aliktisadiyah, aladed alawal, 1986.
- 7) Ali Talal Hadi, Alhimayah Alakanuniyah li'akaliyat almusahimeen min makhater alistihwath, majalet alulum alkanuniyah, kuliat alkanun, Jameaat Baghdad, aladad althani, 2017.
  - 8) Ali Fawzi Ibrahim Almosawey, Andalus Hamid Abd Alamery, Almafhoom Alkanunui lilstihwath, Majalet Alulum alkanuniaya, kuliat alkanun, Jameaat Baghdad, aladad alkhas alrabii' libuhuth altadriseen ma' talabat alderasat alulia, 2018.
  - 9) Omar Nateq Yahya, Alnidham alkanuni lilstihwath ala alsharikat, Majalet kuliat alkanun lilulum alkanuniayah wa alsiyasiyah, Jameaat Karkook-kuliat alkanun wa alulum alsiyasiah, almujalad alsades, aladad 21, 2017.
  - 10) Yaser bin Fadhl Alsrehy, Ardh alistihwath alilzami, deraset kanuniyah tahlyiyah mukarana, majalat alulum alkanuniyah wa aliktisadiyah, kuliyat alhukuk-jamaat Ain Shams, Aladad alawal, almujalad althamen wa alkhamsoon, 2016.

ثانياً: باللغة الإنجليزية:

- 1- institute for mergers and acquisitions Alliances statistics, available at: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- 2- The World Bank, Doing Business 2019, training for reform report, P; 218. Available at: [https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report\\_web-version.pdf](https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report_web-version.pdf)