

# عرض الاستحواذ الإلزامي

"دراسة قانونية تحليلية مقارنة"

دكتور

ياسر بن فضل السريحي

أستاذ مساعد بقسم القانون الخاص

كلية الحقوق والعلوم السياسية – جامعة الملك سعود



**ملخص البحث:**

يتناول البحث موضوع عرض الاستحواذ الإلزامي في النظام السعودي مقارنةً ببعض الأنظمة القانونية المقارنة. وقد ركزنا في المبحث الأول على بيان الأساس القانوني للعروض العامة الإلزامية، ونسبة التملك الموجبة لتقديم عرض استحواذ عام على جميع أسهم الشركة في القانون السعودي والقوانين المقارنة، وكيفية حساب هذه النسبة، والخلاف الفقهي القائم حول طريقة تقدير هذه النسبة. كما بينا فيه أشكال السيطرة على الشركات، وأنها قد تتم بشكل مباشر أو غير مباشر، وقد تتم من قبل مقدم العرض بشكل منفرد أو بالتنسيق مع آخرين يعملون معه. وأنه في حالة التنسيق أو الاتفاق يعتبر مقدم العرض ومن يعمل بالتنسيق معه ملتزمين بتقديم عرض استحواذ إلزامي للشركة محل السيطرة.

تناول المبحث الثاني مقابل العروض العامة الإلزامية، وأوضحنا فيه أن مقابل العرض قد يكون نقدياً وقد يكون عينياً متمثلاً في مبادلة أوراق مالية بأوراق مالية أخرى. وتم استعراض أهم الإشكاليات التي يطرحها تحديد سعر عروض الاستحواذ الإلزامية، وذكرنا أن هذا السعر يجب أن يكون عادل بالنسبة لأقلية المساهمين في الشركة محل العرض. وتوصلنا في نهاية البحث إلى بعض التوصيات من أهمها ضرورة تخفيض نسبة الملكية الموجبة لتقديم عرض استحواذ إلزامي التي حددها القانون السعودي، ووضع آليات واضحة ومحددة لتقدير نسبة السيطرة، فضلاً عن ضرورة اللجوء إلى عدة معايير لتحديد سعر عرض الاستحواذ الإلزامي وعدم الاكتفاء فقط بمعيار أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض أو ممن يعملون بالتنسيق معه خلال الأشهر السابقة لتقديم العرض.

## المقدمة

قد يكون الغرض من خلال اللجوء إلى عرض الاستحواذ العام على الأسهم هو رغبة المستثمر في الحصول على عائد مجزٍ، وتوقي المخاطر بتتويج محفظة الأوراق المالية لديه، مثلما تفعل كثير من شركات التأمين وشركات تغطية المخاطر المالية الناتجة عن عمليات الاستثمار في الأوراق المالية وغيرها من الشركات. وقد يكون الغرض السيطرة على الشركة المستهدفة بتملك حصة الأغلبية فيها.

أساليب الاستحواذ على إدارة الشركات تختلف بحسب ما إذا كانت أسهم الشركة مدرجة في سوق الأوراق المالية أم لا. فإذا كانت أسهم الشركة مدرجة في السوق المالية، فالاستحواذ عليها يتم عن طريق عروض الشراء العامة على هذه الأسهم، حيث يتقدم الشخص بعرض استحواذ عام على جميع أسهم الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية. ومثل هذه العمليات تخضع لأنظمة ولوائح السوق المالية. أما إذا كانت الأسهم المراد الاستحواذ عليها غير مدرجة، فإن الاستحواذ يتم عادة من خلال التنازل عن حصة مسيطرة في الشركة من قبل أغلبية المساهمين<sup>1</sup>. في هذه الحالة تطبق أحكام نظام الشركات.

مما لا شك فيه أن عروض الاستحواذ على أسهم الشركات المدرجة تؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية، كما تساعد أيضاً بعض الشركات- لا سيما الشركات المتعثرة- على إعادة هيكلتها والاستفادة من خبرات ودعم الشركة المستحوذة. غير أنه قد يترتب عليها بعض الأضرار إذا لم يتم تنظيمها وفق إطار قانوني محدد وواضح.

فعمليات عروض الاستحواذ العامة على الأسهم قد تؤدي إلى ارتفاع وتضخم أسعار أسهم الشركة المستهدفة، مما يلحق بعض الضرر بسوق الأوراق المالية. كما أن المساواة بين جميع المساهمين في الشركة الأقلية والأغلبية في الخروج من الشركة بشروط ومزايا مماثلة قد لا تتحقق فيما لو تم الاستحواذ والسيطرة على الشركة بشكل خفي وتدرجي من خلال شراء أسهمها من

<sup>1</sup> J- P. BERTREL et M.JEANTIN, Aquisitions et fusions des societees commerciales, Litec, 1991, p.6 et s.

السوق المالية. لا تستطيع أقلية المساهمين في مثل هذه الحالة فرض أرائهم على المساهم المستحوذ في شراء الصكوك المالية التي يمتلكونها والخروج من الشركة وفق الشروط والمزايا التي حصلت عليها الأغلبية<sup>1</sup>.

من هنا، ولأجل حماية سوق الأوراق المالية، ومصالح المساهمين، لا سيما الأقلية، وضع المنظم السعودي- على غرار كثير من القوانين والأنظمة المختلفة- جملة من القواعد والأحكام التي تنظم عمليات عروض الاستحواذ العامة على الأسهم المقيدة، وتفرض على المتعاملين في سوق الأوراق المالية الالتزام بالشفافية والافصاح في حال الاستحواذ على نسبة معينة من الأسهم في شركة ما، أو زيادة نسبة الملكية فيها. فلائحة الاندماج والاستحواذ تلزم المساهم أو المستثمر، سواء يعمل بمفرده أو بالتنسيق مع آخرين، بتقديم عرض استحواذ إلزامي، وبسعر عادل، على جميع الأسهم في الشركة في حال سيطرته عليها بتملك ٥٠% من أسهم رأس المال أو حقوق التصويت فيها. الهدف هنا هو منح أقلية المساهمين الخيار بين البقاء في الشركة أو الخروج منها بعد تغيير السيطرة فيها، كما يكون الهدف من ذلك أيضاً هو منح الفرصة للمستحوذ بإكمال السيطرة على الشركة لكي يتسنى له تحقيق الهدف المنشود من الاستحواذ.

تكمن أهمية البحث في أن موضوع الاستحواذ العام الإلزامي يطرح كثير من الإشكالات العملية والنظرية. فمسألة حماية مصالح أقلية المساهمين بدون أن يكون ذلك على حساب مصلحة الأغلبية أو مصلحة الشركة تثير كثير من الصعوبات. أيضاً، مسألة تحديد النسبة الموجبة لإيداع عرض الاستحواذ العام الإلزامي، لا سيما في ظل غموض مفهوم التنسيق أو الاتفاق بين مقدم العرض وأشخاص آخرين يعملون معه، وطريقة تحديد سعر عرض الاستحواذ الإلزامي. سنحاول من خلال هذه الدراسة الإجابة على كثير من التساؤلات المتعلقة بعروض الاستحواذ الإلزامي، وذلك من خلال تقسيم البحث إلى مبحث أول يتناول النظام القانوني لعرض الاستحواذ العام الإلزامي، ومبحث ثانٍ يركز على تحديد المقابل وثنه في عرض الاستحواذ العام الإلزامي.

<sup>1</sup> D. Schmidt, Les droits de minoritaires et les offres publiques, in in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p. 657.

## المبحث الأول

### النظام القانوني لعرض الاستحواذ العام الإلزامي

نبحث مسألة الأساس القانوني لعرض الاستحواذ العام الإلزامي أولاً (المطلب الأول)، ومن ثم نتحدث عن الشروط اللازمة لتقديم عرض استحواذ عام إلزامي (المطلب الثاني).

## المطلب الأول

### الأساس القانوني لعرض الاستحواذ العام الإلزامي

١- حماية مصالح أقلية المساهمين: لا يجوز إجبار أي شخص على التعاقد أو إبرام تصرف قانوني ما لم تتجه إرادته إلى ذلك، أو كان هناك نص قانوني يلزمه بالقيام بمثل هذا التصرف<sup>١</sup>. الأصل وفق القواعد العامة في التعاقد، وطبقاً لمبدأ سلطان الإرادة، أن كل شخص له مطلق الحرية في التعاقد أو عدم التعاقد مع من يشاء<sup>٢</sup>.

ومع ذلك، تلزم كثير من الأنظمة القانونية المساهم أو المستثمر على تقديم عرض شراء عام على جميع الأسهم في الشركة متى ما تجاوزت ملكيته من الأسهم أو من حقوق التصويت فيها سقف معين<sup>٣</sup>. تطبيق إجراءات عرض الاستحواذ الإلزامي في مثل هذه الحالة تبرر بالرغبة بحماية حقوق ومصالح أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة أو المقدم لها العرض<sup>٤</sup>.

<sup>١</sup> Morel, Le contrat impose, in Etudes Ripert, 1950, P. 116

<sup>٢</sup> J- M. Mousseron, Technique contractuelle, 3 edition , Edition Francis Lefebvre, 2008, n 220, . p 115, et s par : P. Mousseron, J. Raynard, J - B. Seube.

<sup>٣</sup> انظر المادة الثانية عشر من لائحة الاندماج والاستحواذ في النظام السعودي . في القانون الانجليزي, انظر المادة التاسعة, الفقرة الأولى من قواعد المدينة التي تنظم عمليات عروض الشراء العامة.

<sup>٤</sup> D. Schmidt, Les droits de minoritaires et les offres publiques, in in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p. 657. X. Boucobza, L acquisition international de societe, LGDJ, 1998, pref. P. Fouchard, p.136, n 301 et s. H. DE VAUPLANE , J.-P. BORNET, Droit des marches financiers, Litec, 2001, n 785, p. 712 et s

فأحكام وقواعد العرض العام أو الاستحواذ العام الإلزامي تكفل لأقلية المساهمين الحق في تقرير إما البقاء في الشركة بعد تغيير السيطرة فيها أو الخروج منها بشروط مناسبة ومتساوية مع غيرهم من المساهمين لا سيما أغلبية المساهمين، مما يؤدي إلى الحفاظ على التوازن بين مصالح جميع المساهمين، وبالتالي، الحفاظ على مصلحة الشركة المستهدفة ذاتها<sup>١</sup>. من أجل ذلك أقرت معظم القوانين بحق أقلية المساهمين في مواجهة المساهم مقدم العرض المسيطر على الشركة بإجباره والزامه بشراء أسهمهم من خلال تقديم عرض انسحاب إجباري، وبنفس القيمة التي اشترى بها الأسهم أو الصكوك من أغلبية المساهمين والتي خولته السيطرة والتحكم في الشركة. فضلاً عن ذلك، إمكانية حصولهم على ما يسمى بعلاوة السيطرة أو التحكم وهو زيادة في السعر يمثل الفرق بين قيمة السوقية للأسهم وبين السعر الذي اشترى به مقدم العرض وجعلته في مركز المسيطر على الشركة<sup>٢</sup>.

في الحقيقة، إن المساواة بين جميع المساهمين في الشركة الأقلية والأغلبية في الخروج من الشركة بشروط ومزايا مماثلة ناتجة عن تطبيق إجراءات العرض الإلزامي قد لا تتحقق فيما لو تم الاستحواذ والسيطرة على الشركة بشكل خفي وتدرجي من خلال شراء أسهمها من السوق، حيث لا تستطيع أقلية المساهمين في هذه الحالة فرض إرادتهم على المساهم المستحوذ في شراء الصكوك المالية التي يمتلكونها والخروج من الشركة وفق الشروط والمزايا التي حصلت عليها الأغلبية<sup>٣</sup>.

٢- المحافظة على المصالح المالية لأغلبية المساهمين: يرى بعض الفقهاء أن فكرة حماية مصالح أقلية المساهمين وضرورة الاعتراف لهم بحق الخروج من الشركة في حال تغيير السيطرة عليها لا تكفي وحدها لتبرير إجراءات عرض الاستحواذ الإلزامي، إذ إن حق المساهم في الخروج من الشركة موجود دائماً

<sup>١</sup> H. DE VAUPLANE , J.-P. BORNET, Droit des marches financiers, op cit.

<sup>٢</sup> انظر لاحقاً ص ٣٤ وما بعد.

<sup>٣</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, Francis Lefebvre, 4 edition , 2010,p. 277, n 400 et s.

في الشركات المدرجة ويمكن للمساهم استخدامه في أي وقت<sup>١</sup>، حتى وإن تضمن النظام الأساسي للشركة بعض القيود على ذلك<sup>٢</sup>.  
 إن فكرة العرض العام الإلزامي، في نظر هذه الاتجاه، لا تهدف فقط إلى حماية مصالح أقلية المساهمين، وإنما تهدف أيضاً إلى حماية المصالح المالية لأغلبية المساهمين. فالالتزام بتقديم عرض عام إلزامي يساهم في إيجاد الاستقرار للهيئة أو الجهة المعنية باتخاذ القرار في وسط الشركة من خلال دعم سيطرة أغلبية المساهمين على الشركة، مما يساعد ليس فقط على حماية مصالحهم وإنما أيضاً حماية مصلحة الشركة ذاتها محل العرض. وتأكيداً على أن الهدف من العرض الإلزامي هو ضمان استقرار سيطرة أغلبية المساهمين على الشركة وليس فقط حماية مصالح أقلية المساهمين-يقول هذا الاتجاه- إن الجزاء المترتب على مخالفة أحكام العرض الإلزامي يتمثل في حرمان المساهم من التصويت أي الحرمان من ممارسة السلطة داخل الشركة، وليس فقط جزاءً مالياً.

٣- المحافظة على سوق الأوراق المالية: الرغبة في حماية السوق المالية والحفاظ على الشفافية فيها قد تكون أيضاً من الأسباب التي تبرر تطبيق إجراءات العرض الإلزامي التي تطبق على المستثمر أو المساهم في حالات معينة نص عليها النظام.

المطلب الثاني: الشروط اللازمة لعرض الاستحواذ العام الإلزامي الأصل هو التزام المساهم أو المستثمر بتقديم عرض استحواذ عام إلزامي على جميع أسهم الشركة إذا زادت ملكيته فيها عن نسبة معينة تخوله السيطرة عليها والتحكم بها.

بيد أن هناك حالات يمكن يعفى فيها المساهم من الالتزام من تقديم عرض استحواذ عام على الشركة التي سيطر عليها.

<sup>١</sup> انظر X. Boucobza, L acquisition internationale de societe, LGDJ, 1998, pref. P. Fouchard, p.136, n 301

<sup>٢</sup> من ضمن هذه القيود نذكر مثلاً شرط حصول المساهم الذي يرغب في التنازل عن أسهمه على موافقة مسبقة من قبل المساهمين الآخرين، أو حق الأولوية لهؤلاء في شراء الأسهم عند رغبة أحد المساهمين التنازل عنها.



أولاً : الالتزام بتقديم عرض استحواذ عام سنتطرق هنا أولاً إلى مسألة تجاوز ملكية المساهم النسبة القانونية المحددة التي توجب تقديم عرض عام (١), ومن ثم نستعرض مسألة كيفية تحديد النسبة الموجبة للعرض العام الإلزامي (٢), وأخيراً الطرق التي يمكن من خلالها أن تتجاوز حصة المساهم النسبة القانونية اللازمة لتقديم عرض الاستحواذ(٣).

١- تجاوز ملكية المساهم النسبة القانونية المحددة

قد يكون تجاوز النسبة القانونية التي تستلزم إيداع عرض استحواذ عام إما بامتلاك حصة في ملكية الشركة (أ), أو زيادة السيطرة في الشركة بأكثر من ٢ % خلال أقل من اثني عشر شهراً (ب).

أ- امتلاك حصة في أسهم الشركة تتجاوز الحد القانوني الموجب لتقديم العرض.

٤- الوضع في القانون المقارن: تفرض كثير من القوانين على المساهم أو المستثمر الذي تجاوزت نسبة ملكيته ٣٠% أو أكثر من رأس المال أو من حقوق التصويت لشركة ما مدرجة أسهمها في سوق التداول على تقديم عرض عام لشراء جميع الأسهم المتبقية في هذه الشركة. فمثلاً يلزم القانون الانجليزي الشخص على تقديم عرض إلزامي في حالة استحواذه, بشكل منفرد أو بالتنسيق مع آخرين, على كمية من الأسهم تمثل ٣٠% أو أكثر من حقوق التصويت في الشركة, سواء تم الاستحواذ بعملية واحدة أو نتيجة سلسلة من العمليات<sup>١</sup>.

<sup>1</sup> Rule city 9-1, a, : " Except with the consent of the Panel, when: (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or (b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person,

بالنسبة للقانون الفرنسي, تنص المادة ٢٣٤-١ من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية في على أنه يتعين على الشخص الذي زادت حصته في الشركة عن ٣٠ % وأكثر من رأس مال الشركة أو من حقوق التصويت على إخطار هيئة الأسواق المالية بتجاوز ملكيته في رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها وطرح عرض عام لشراء بقية الأسهم في الشركة المستهدفة<sup>١</sup>. كذلك الحال بالنسبة للقانون الألماني<sup>٢</sup>, والقانون البلجيكي<sup>٣</sup>.

or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases. An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights".

<sup>1</sup> "Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF».

<sup>2</sup> O. de Lousanoff . J. Rosengarten, Les offres publiques d'achat en Allemagne par une société française, in Les offres publiques d'achats , Litec , 2009, p.669.

<sup>3</sup> K. Genns. M. Wyckaert. G.Parisis, Les offres publiques initiées par une société française en Belgique principales caractéristiques et modalités de transposition de la directive, p.685

٥- الوضع في النظام السعودي: بخلاف الأنظمة القانونية المقارنة التي ذكرناها فيما سبق، جاءت أحكام لائحة الاندماج والاستحواذ في النظام السعودي بتحديد النسبة الموجبة لعرض الاستحواذ الإلزامي بأكثر مما حددته تلك الأنظمة الأخرى. حيث نصت المادة ١٢ من لائحة الاندماج والاستحواذ على أنه إذا تجاوزت حصة المساهم في الشركة عن ٥٠ % أو أكثر من رأس مالها أو حقوق التصويت فإنه يمكن لمجلس هيئة سوق المال إلزامه بتقديم عرض عام على بقية الأسهم في الشركة<sup>١</sup>.

ويظهر لنا أن تحديد ذلك السقف القانوني للملكية الموجب لعرض الاستحواذ الإلزامي الذي تبناه المنظم السعودي يمكن تفهمه وقبوله عند نشأة السوق المالية وبدايتها والتي حرص فيها آنذاك على تشجيع الاستثمار فيه. غير أنه ليس من الملائم الإبقاء على مثل هذه النسبة المرتفعة وهي النصف وأكثر من رأس المال في الوقت الراهن، لا سيما في ظل تطور سوق الأوراق المالية، وتغير تركيبة وهيكل المساهمين في شركات المساهمة المدرجة أسهمها في السوق المالية. إن زيادة أعداد المستثمرين في سوق الأوراق المالية، وخاصة بعد السماح للشركات الأجنبية الاستثمار بشكل مباشر في سوق الأوراق المالية بعدما كانت تستثمر وبشكل محدود عن طريق اتفاقيات المبادلة<sup>٢</sup>، يجعل من ملكية الصكوك التي تطرحها للشركة مقسمة وموزعة على عدد كبير من المساهمين وليس مركزة على فئة معينة. هذا الأمر قد يعد أمراً إيجابياً بالنسبة

<sup>١</sup> المادة ١٢ من لائحة الاندماج والاستحواذ الصادرة في عام ٢٠٠٧ تنص على أن " عند قيام شخص ( أو مجموعة من الأشخاص الذين يتصرفون بالاتفاق معه ) بزيادة ملكيته في أسهم شركة من الشركات عن طريق شراء مقيد لأسهم، أو عرض مقيد لأسهم، بحيث يصبح هذا الشخص ( أو من يتصرفون بالاتفاق معه ) مالكيين لنسبة ٥٠ % خمسين في المئة أو أكثر من فئة معينة من الأسهم المتمتعة بحق التصويت، والمدرجة في السوق، لمجلس الهيئة ممارسة سلطاته بموجب المادة ( ٥٤ ) من النظام وذلك بإصدار أمر بأن يقدم ذلك الشخص عرضاً لشراء الأسهم التي لا يملكها من الفئة نفسها...."

<sup>٢</sup> وافقت هيئة السوق المالية في عام ٢٠١٥ م بناءً على قرار مجلس الوزراء رقم ٣٨٨ بتاريخ ١٤٣٥/٩/٢٤هـ على السماح للمؤسسات والشركات الأجنبية المؤهلة في الاستثمار بشكل مباشر في سوق الأوراق المالية، ووضعت بعض القواعد التي تنظم استثمار الشركات الأجنبية في الأسهم المدرجة. حول هذه القواعد انظر:

للشركة حيث توسع نطاق المشاركة في رأس مالها، لكنه في المقابل قد يترتب عليه بعض المخاطر.

إذ ليس من المستبعد أن استحوذ أحد المساهمين لحصة أقل من ٣٥ % من رأس مال الشركة أو من حقوق التصويت فيها من خلال عمليات الشراء المتتالية لأسهم الشركة في السوق المالية تمنحه السيطرة الفعلية على الشركة، لاسيما إذا كانت ملكية هذه الأسهم في الشركة مقسمة على عدد كبير من المساهمين ولا يوجد غيره من يملك مثل هذه النسبة<sup>١</sup>. في مثل هذه الفرضية، يكون لهذا المساهم القدرة على التحكم في إدارة الشركة والتأثير على سياساتها من خلال تملك حق الأغلبية في التصويت في الجمعيات العامة، مما قد يترتب عليه الإضرار بمصالح أقلية المساهمين إذ لن يكون بمقدور هؤلاء مجابهة هذه السيطرة من خلال تكوين كتل يمثل سيطرة أو قوى مضادة تحد وتقلل من سيطرة المستحوذ، ولا حتى الخروج والانسحاب من الشركة وفق شروط عادلة كتلك التي يوفرها العرض العام الإلزامي.

وبناءً عليه، ومن أجل حماية السوق وحماية المتعاملين وخاصة بالنسبة لأقلية المساهمين، فإنه ينبغي تعديل النسبة الموجبة لتقديم العرض الإلزامي بتخفيضها من ٥٠% إلى ٣٠% مثلاً كما هو معمول به في كثير من الأنظمة المقارنة. أ- زيادة نسبة السيطرة في الشركة بأكثر من ٢ % خلال أقل من اثني عشر شهراً.

٦- زيادة التملك في أقل من سنة : بخلاف نظام الأوراق المالية السعودي الذي لم يتطرق إلا لحالة واحدة فقط تستوجب تقديم عرض عام إلزامي وهي عند تجاوز ملكية المساهم في رأس مال الشركة عن ٥٠% ، بعض القوانين- مثل القانون الفرنسي<sup>٢</sup> - تلزم الأشخاص،

<sup>١</sup> في عام ٢٠٠٧ تمكنت شركة **Porsche** الألمانية من السيطرة الفعلية على شركة Volkswagen باستحواذها على أسهم تمثل ٣٠ % في رأس مال هذه الأخيرة.

انظر : المادة ٢٣٤-٥ من اللائحة العامة لهيئة الاسواق المالية والتي تنص على : " ٢ Les dispositions de l article 234-2 s appliquent aux personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert, qui detiennent directement ou indirectement un nombre compris entre le tiers et la moitie du nombre total des titres de capital ou des droits de vote d une

سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو معنويين، وسواء كانوا يعملون بمفردهم أو بالتنسيق فيما بينهم، الذين يملكون بشكل مباشر أو غير مباشر حصة ما بين الثلث والنصف من إجمالي أسهم رأس المال أو حقوق التصويت في شركة مدرجة في سوق المال، بإيداع عرض عام متى زادت نسبة ملكيتهم عن ٢ % خلال أقل من اثني عشر شهراً متصلة.

مما تقدم، يتبين لنا أن الالتزام بإيداع مشروع عرض استحواذ عام متوقف على تحقق عدة شروط:

أولاً: أن يكون المساهم مالكاً لحصة في رأس مال الشركة ما بين الثلث والنصف. ثانياً: أن تكون الزيادة في حصة المساهم في رأس مال الشركة لا تقل عن ٢ %، إذ لو كانت أقل فلا يترتب عليها أي التزام بتقديم عرض عام إلزامي. ثالثاً، أن تكون زيادة حصة المساهم خلال مدة لا تقل عن اثني عشر شهراً متتالية أو متعاقبة، بحيث لو قام أحد المساهمين بتملك ٢٩ % في أسهم رأس المال في الشركة، ومن ثم قام وفي أقل من سنة بزيادة نسبة ملكيته ب ٣ %، فإنه يلتزم بتقديم عرض شراء عام إلزامي للاستحواذ على جميع الأسهم في الشركة والتي تمثل الحصة المتبقية وهي ٦٨%. فمثل هذه الزيادة في أشهر متتالية تكشف رغبته في الاستحواذ على الشركة بدلاً من تقديم عرض إغلاق على كامل رأس المال، وبالتالي، تبرر تطبيق إجراءات العرض الإلزامي<sup>١</sup>.

الجدير بالذكر أنه يمكن لهيئة السوق المالية اعفاء المساهم عند زيادة ملكيته بنسبة ٢% عن الثلث أو النصف خلال سنة إذا كانت هذه الزيادة مؤقتة، بمعنى أن المستحوذ لا يرغب الاحتفاظ بها طويلاً وإنما يريد التصرف بها من خلال بيعها أو التنازل عنها.

societe et qui, en moins de douze mois consecutifs, augmentent le nombre total des titres de capital ou des droits de vote qu'elles detiennent d au moins 2% du nombre total des titres de capital ou des droits de vote de la societe"

<sup>1</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques op.cit.,

٧- وضع حملة الأسهم الاسمية متعددة الأصوات: يرى البعض أن تطبيق إجراءات العرض الإلزامي في حالة زيادة حصة المساهم الذي يملك ما بين الثلث والنصف بالشركة عن ٢ % خلال أقل من سنة قد يدفع أصحاب الأسهم الاسمية التي تعطي أصواتاً متعددة في الجمعيات العامة إلى تحويل جزء من أسهمهم إلى أسهم لحامله، حتى لا تزيد حقوقهم في التصويت عن ٢% في السنة، وبالتالي، الالتزام بتقديم عرض استحواذ عام إلزامي<sup>١</sup>. ينبغي إذاً على المساهمين، إذا أردوا تجنب الالتزام بطرح عرض إلزامي، عدم تجاوز النسب القانونية المقررة، ومراعاة طبيعة الصكوك التي يتعاملون بها وأنواعها، وما إذا كانت تؤخذ في الاعتبار عند تحديد النسبة الموجبة للعرض العام الإلزامي أم لا.

## ٢ - كيفية احتساب النسبة الموجبة لعرض الاستحواذ الإلزامي

٨- معيار رأس المال ومعيار حقوق التصويت: يتم حساب النسبة الموجبة لتقديم عرض استحواذ إلزامي وفق هذ هذه المعيار بناءً على عدد الأسهم التي يمتلكها الشخص في رأس المال، سواء كان هذا التملك بشكل مباشر أو غير مباشر<sup>٢</sup>. فتدخل في تقدير هذه النسبة جميع الأسهم التي يمتلكها المساهم أياً كان نوعها سواء كانت أسهم اسمية أو لحامله، أو أسهماً عادية أو ممتازة تمنح حق الأولوية في الحصول على الأرباح أو على صافي موجودات الشركة عند انقضائها. في المقابل، تستبعد الصكوك التي يملكها المساهم لكنها لا تدخل في رأس المال كشهادات الاستثمار مثلاً. تجدر الإشارة إلى أن حساب النسبة الموجبة للعرض العام الإلزامي لا يتم فقط على أساس عدد الأسهم التي تمثل جزء في رأس المال وإنما أيضاً على أساس الأسهم التي يملكها في حقوق التصويت في الجمعيات العامة للشركة<sup>٣</sup>.

فيما يتعلق بالنظام السعودي، فإنه قد أخذ- على غرار كثير من الأنظمة المقارنة - بمعيار حقوق التصويت بجانب معيار رأس المال. فتارة يتم احتساب النسبة بناءً على عدد الأسهم التي يمتلكها المساهم في رأس المال،

<sup>1</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques op.cit.

<sup>2</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques op.cit.,

<sup>3</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques op.cit.,

وتارة أخرى بناءً على ما يمتلكه من نسبة في حقوق التصويت في الشركة<sup>١</sup>. وعليه فجميع الصكوك التي تعطي الحق في التصويت ولا تمثل جزءاً في رأس مال الشركة تدخل في تقدير حساب النسبة الموجبة لطرح عرض الاستحواذ العام.

نرى أن الأخذ بمعيار حقوق التصويت إلى جانب معيار الملكية في رأس المال لاحتساب النسبة الموجبة للعرض الإلزامي لا يملية فقط منطق الأشياء، وإنما أيضاً يتلاءم مع الواقع العملي، إذ نلاحظ في بعض الأحيان أن عدد أسهم حقوق التصويت لا تتناسب مع عدد الأسهم الموجودة التي أصدرتها الشركة، بحيث تكون هناك بعض الأسهم التي تتمتع بصوت مزدوج في الجمعيات العامة العادية وغير العادية.

٩- الأسهم المحرومة من التصويت، وأسهم الضمان والأسهم المرهونة. لعل من المناسب التذكير بأن الأسهم المحرومة من حق التصويت تختلف عن الأسهم المجردة من حق التصويت. فبينما هذه الأخيرة لا تمنح بطبيعتها حاملها الحق في التصويت في الجمعيات العامة في الشركة، إلا أن الأسهم المحرومة تعطي الحق لحاملها في التصويت لكنه حرم من ممارسة هذا الحق بشكل مؤقت لسبب ما، كما لو خالف أحكام نظام الشركات أو اللوائح والقواعد المنظمة للسوق المالية، أو أخل بتنفيذ التزاماته تجاه الشركة أو لمنع وجود تعارض في المصالح.

مثل هذه الأسهم يجب أخذها في الاعتبار عند معرفة ما إذا كان المساهم تجاوز الحد القانوني، وبالتالي، يلتزم بطرح عرض استحواذ عام أم لا، ذلك أن الحرمان من حق التصويت هو إجراء مؤقت. وبناءً على ذلك، تدخل في حساب النسبة- سواء الثلث أو النصف- الموجبة لطرح عرض الزامي تلك الأسهم المحرومة من حق التصويت بشكل مؤقت، كالأسهم المملوكة للشركة المصدرة، أو الأسهم الرقابية، أو الأسهم التي لم يحم أصحابها بسداد قيمتها

<sup>١</sup> المادة ١٢ من لائحة الاندماج والاستحواذ الصادرة في عام ٢٠٠٧ تنص على أن " عند قيام شخص ( أو مجموعة من الأشخاص الذين يتصرفون بالاتفاق معه ) بزيادة ملكيته في أسهم شركة من الشركات عن طريق شراء مقيد لأسهم، أو عرض مقيد لأسهم، بحيث يصبح هذا الشخص ( أو من يتصرفون بالاتفاق معه ) مالكيين لنسبة ٥٠ % خمسين في المئة أو أكثر من فئة معينة من الأسهم المتمتعة بحق التصويت....."

بالكامل. وبالمثل، يؤخذ في الاعتبار، عند تحديد النسبة الموجبة لتقديم عرض استحواذ إلزامي الأسهم المملوكة للمساهم في الشركة والتي تكون محل رهن، أو تلك الأسهم المودعة في إحدى الحسابات البنكية لمصلحة الشركة على سبيل الضمان، كما هو الحال في أسهم الضمان لأعضاء مجلس الإدارة<sup>١</sup>.

١٠- مسألة احتساب الأدوات القابلة لأن تكون جزء في رأس المال والمشتقات المالية. خلاف فقهي. اختلف الفقهاء بشأن الإجابة على هذا التساؤل. فبعض المختصين في الأوراق المالية يرى بأن حساب النسبة الموجبة لإيداع عرض استحواذ عام يجب أن لا تقتصر فقط على الأسهم الموجودة التي يمتلكها المساهم وتمثل جزء في رأس المال أو تلك التي تمنح الحق في التصويت، بل يجب أن تشمل أيضاً جميع الصكوك المالية التي تكون قابلة لأن تصبح جزء في رأس مال الشركة، كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أو القابلة للمبادلة بأسهم، طالما أن قرار التحويل أو الاسترداد لا يخضع للسلطة التقديرية المطلقة للشركة المصدرة<sup>٢</sup>.

ويضيف هذا الرأي بأنه يجب إدخال الأدوات المالية والمشتقات المالية الأخرى، وعقود الخيار في تقدير النسبة الموجبة لتقديم عرض عام<sup>٣</sup>. كما يرى

<sup>١</sup> المادة ٦٨ من نظام الشركات السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم ٦ لسنة ١٩٦٥ نصت على أن يكون عضو مجلس الإدارة مالكاً لعدد من أسهم الشركة لا تقل قيمتها عن عشرة الآلاف ريال. وتودع هذه الأسهم خلال ثلاثين يوماً من تاريخ تعيين العضو أحد البنوك التي يعينها وزير التجارة، وتخصص هذه الأسهم لضمان مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة وتظل غير قابلة للتداول إلى أن تنتضي المدة المحددة لسماع دعوى المسؤولية. نظام الشركات الجديد الصادر بمرسوم ملكي رقم (٣/م) بتاريخ ١/٢٨ / ١٤٣٧ هـ لم يشترط تقديم أعضاء مجلس الإدارة أسهم على سبيل الضمان.

<sup>٢</sup> Rapport Field, p. 31 et s. انظر : 2

<sup>٣</sup> عقود الخيار التي تنقسم إلى خيار شراء أو خيار بيع هي عبارة عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر البائع أو محرر الخيار بموجبه يعطى إحدى الأطراف -المشتري أو البائع- الحق في شراء أو بيع أسهم في تاريخ محدد بسعر متفق عليه مسبقاً وفي تاريخ معين. لا يترتب على مشتري الخيار الالتزام بالبيع أو الشراء وإنما مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو يتركه. ويصبح مشتري الخيار مالكا له بمجرد دفع قيمته، ويحق له بيعه وتداوله. مثال ذلك، قيام متعامل بشراء عقد خيار شراء ل ١٠٠ سهم من أسهم شركة ما بسعر ١٠ ريالات للسهم لمدة ٦٠ يوماً مقابل ١٠٠ ريال، هذا العقد يعطى المستثمر الحق في شراء كمية الأسهم بنفس السعر من يوم التعاقد وهي ٦٠ يوماً، علماً بأن قرار شراء الأسهم من عدمه يتم بناءً على تطور أسعار الأسهم. فإذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم فإن



أنصار هذا الاتجاه أن احتساب الأدوات المالية وغيرها من الصكوك المالية القابلة لأن تكون جزء في رأس المال ضمن النسبة الموجبة لتقديم العرض الإلزامي يؤدي إلى توحيد الطريقة التي تحتسب بها النسبة في كل من العروض العامة والالتزام بالإفصاح الذي يستوجب إخطار الهيئة في حالة زيادة ملكية المساهم في الشركة. وأن تطبيق مثل هذا الحل يقطع الطريق أمام بعض المساهمين الذين قد يلجأون إلى الاستثمار في العقود المالية المستقبلية، وخيارات الشراء وجميع أنواع الأدوات المالية والتوسع فيها بغرض التأثير والسيطرة على الشركات المدرجة، دون أي التزام على عاتقهم بتقديم عرض استحواذ نتيجة السيطرة على الشركة<sup>١</sup>.

اتجاه آخر يعارض ذلك ويرى أن حماية السوق المالية تقتضي أن تكون معايير حساب النسبة الموجبة لتقديم عرض عام إلزامي واضح وغير مبهم. وهذا يعني أن يتم حساب النسبة وفقاً لما يملكه المساهم من حصة فعلية في رأس مال الشركة أو في حقوق التصويت، وعدم الأخذ في الاعتبار الحصص التي من المحتمل أن يمتلكها المساهم في الشركة والناجمة عن تملك أدوات مالية أو عقود مالية أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم<sup>٢</sup>. فضلاً عن ذلك، لا يوجد أي سبب في ربط النسبة الموجبة لتقديم عرض استحواذ عام إجباري بطريقة حساب نسبة الإفصاح والاختار في حالة زيادة نسبة تملك المساهم في الشركة<sup>٣</sup>. فالالتزام بالإفصاح وإخطار الهيئة في حالة تجاوزت ملكية المساهم نسبة معينة يهدف إلى تحقيق الشفافية في السوق، في حين أن العرض العام يتعلق بملكية الأسهم ويرد على عملية مالية.

١٠-١ مسألة احتساب الأدوات القابلة لأن تدخل في رأس المال والمشتقات المالية. رأينا في المسألة. من جانبنا، نرى بوجود أن يتم تقدير النسبة التي يترتب على تجاوزها التزام المساهم بتقديم عرض عام لجميع المساهمين في

المستثمر سيقوم بشراء الكمية المتفق عليها وفق السعر المحدد سلفاً. أما لو انخفضت القيمة السوقية للسهم، فلن يقدم على ممارسة خيار الشراء خلال المدة المتفق عليها. انظر حول هذا الموضوع :

<sup>١</sup> Rapport Field, p. 31 et s. انظر :

<sup>٢</sup> S. Sabatier, Les seuils des offres publiques, RTDF, 2009, p. 36.

<sup>٣</sup> S. Sabatier, op.cit, n 20, p.41.

الشركة بناءً على ما يمتلكه المساهم فعلياً من أسهم في رأس المال، أو من نسبة في حقوق التصويت في الجمعيات العامة للشركة، ولا يعتد بالأسهم التي من المحتمل أن يستحوذ عليها في الشركة سواءً بناءً على اتفاق، أو خيارات شراء أو غيره، حتى وإن كان قرار التملك ليس خاضعاً للسلطة التقديرية للشركة المصدرة. فالتزام المساهم أو عدم التزامه بطرح عرض عام على جميع أسهم الشركة يجب أن يقاس بناءً على ما يتمتع به من نفوذ مستمد من ملكيته الفعلية ومدى تأثيره بذلك على إدارة الشركة واستراتيجيتها. مع ذلك، لا يعني هذا الرأي أن نخفل تماماً بأهمية الأدوات المالية أو المشتقات المالية أو المنتجات وعقود خيارات الشراء، ومدى التأثير الذي قد تمنحه للمساهم على الشركة. ففي بعض الحالات تستلزم الحيطة أن تحسب نسبة هذه المشتقات المالية ضمن النسبة الموجبة لتقديم عرض عام الزامي. ومثل هذا الوضع، عندما تبلغ نسبة تملك المساهم في رأس المال، أو في حقوق التصويت ٢٠%، هنا يجب أن تضاف نسبة هذه الأدوات المالية، والعقود المالية، وخيارات الشراء إلى نسبة ما يمتلكه المساهم في رأس المال أو في حقوق التصويت لمعرفة ما إذا كان المساهم يلتزم بإيداع عرض عام على جميع أسهم الشركة أم لا<sup>١</sup>.

وخلاصة القول، إن مسألة أخذ المشتقات المالية والأدوات المالية في الاعتبار عند حساب نسبة الملكية التي تستلزم تقديم عرض استحواذ يتوقف على أهمية الحصة التي يمتلكها المساهم في رأس المال أو في حقوق التصويت بغض النظر عن الطريقة التي من خلالها تمت السيطرة على هذه الحصة.

١- أشكال السيطرة على حصة تتجاوز النسبة المحددة لتقديم عرض استحواذ عام إلزامي.

قد تكون السيطرة على حصة في رأس مال الشركة أو حقوق التصويت فيها بشكل فردي من قبل المساهم أو بالتنسيق مع آخرين (أ)، وقد تكون بشكل مباشر وغير مباشر (ب).

<sup>1</sup> S. Sabatier, Les seuils des offres publiques, RTDF, 2009, p. 36 et spec, p. 42, n 21 et s.

## أ- السيطرة الفردية والسيطرة الجماعية

١١- استحواذ المساهم بمفرده: يلتزم الشخص، سواءً كان شخصاً طبيعياً أو شخصاً معنوياً، بإيداع عرض عام على جميع الأسهم في شركة ما لدى الجهة المختصة في هيئة سوق المال في حالة استحواده على حصة في رأس المال تمنحه حق التصويت في الشركة تتجاوز النسبة المحددة لتقديم العروض العامة، بغض النظر عن الطريقة التي من خلالها تم هذا الاستحواذ.

١٢- السيطرة بالتنسيق: مضمون فكرة التنسيق. قد يحدث في بعض الأحيان أن تتم سيطرة الشخص وامتلاكه على حصة توجب تقديم عرض عام على جميع أسهم الشركة بالتنسيق مع آخرين وليس بمفرده. في مثل هذه الحالة، تتسأل حول كيفية حساب نسبة الاستحواذ لكل منهما.

بمعنى، هل يتم جمع جميع حصص الأشخاص المشاركين في عملية العرض- مقدم العرض والأشخاص المنسقون معه- لمعرفة ما إذا كان هناك تجاوز للسقف القانوني الموجب لتقديم عرض إلزامي؟ قبل الإجابة على هذا التساؤل، ينبغي علينا أولاً أن نحدد ما المقصود بفكرة التنسيق بين مقدم العرض و آخرين في العروض العامة .

التنسيق هو عبارة عن فكرة جوهرية وحديثة في قانون الشركات المدرجة تبنتها كثير من القوانين<sup>١</sup>، وذلك بغرض إفشال أي محاولات للاستحواذ على حصص في الشركات المدرجة بغرض السيطرة عليها من خلال تجميع الأسهم عن طريق عمليات الشراء المتتالية لها في سوق الأوراق المالية<sup>٢</sup>.

يُعرف مفهوم التنسيق على أنه اتفاق بين شخصين أو مجموعة أشخاص بهدف الاستحواذ على الشركة، أو التنازل عن حقوق التصويت فيها ، أو استعمال حقوق التصويت بطريقة يترتب عليها تبني سياسية مشتركة في

<sup>١</sup> على سبيل المثال، نص القانون الفرنسي على فكرة التنسيق في المادة ٢٣٣-١٠ من القانون التجاري .

<sup>٢</sup> P. Le Cannu, L Action de concert, Rev, societe 1991, p. 675. A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, Francis Lefebvre, 4 edition , 2010, n 1410, p.228. F. Martin- Laprade, Concert et controle, these Paris XI, 2006, n 399 .

مواجهة الشركة<sup>١</sup>. يتبين من هذا التعريف أن فكرة التنسيق تتطلب وجود اتفاق بين المتعاونين صاحب العرض مثلاً وأشخاص آخرين- مساهمين في الشركة المقدم لها العرض أو الشركة مقدمة العرض، وقد يكون من غير المساهمين-، وأن يهدف هذا الاتفاق إلى السيطرة أو إلى التنازل عن حقوق التصويت، أو تبني سياسة مشتركة فيما يتعلق باستخدام حقوق التصويت بالشركة. هذا الاتفاق المبرم بين الأطراف، والذي قد يكون مكتوباً، وقد يكون شفهيّاً، يجب أن يهدف إلى تحقيق هدف مشترك. بدون وجود هدف مشترك أو مصلحة مشتركة لا نكون بصدد تنسيق.

يضاف إلى ذلك، أن الاتفاق الذي يهدف إلى وضع سياسية مشتركة ضد الشركة أو الاستحواذ على حصة مهيمنة في الشركة يجب أن يكون ملزماً بالنسبة لأطراف. أما إذا لم يكن هذا الاتفاق ملزماً، ويشعر الأشخاص الموقعين بالزامية تنفيذه، فلا يعد في هذه الحالة اتفاق تنسيق<sup>٢</sup>. وعليه، لا يدخل ضمن مفهوم التنسيق الالتزام بالشرف، أو ميثاق المجاملة الذي يهدف إلى حوكمة الشركات المدرجة<sup>٣</sup>. فمثل هذه الأوضاع لا تكون منشئة لاتفاق تنسيق لعدم التزام الموقعين عليه في تنفيذه. في المقابل، يندرج تحت مفهوم التنسيق، الاتفاقيات المبرمة بين الشركاء على الاسترداد<sup>٤</sup>، أو حق الأولوية<sup>٥</sup>، وشروط عدم التصرف، وعقود الخيارات، طالما أن هذه الاتفاقيات ملزمة للأطراف الموقعين عليها وتهدف إلى إفشال بعض العروض العامة المقدمة للشركة.

كذلك الحال بالنسبة للاتفاقيات التي تتم بين مقدم العرض وبعض المساهمين أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المقدم لها العرض، والتي تهدف إلى الاستحواذ على الشركة محل العرض.

<sup>1</sup> Ph. Merle, Droit commercial. Societes commerciales, Dalloz, 11, ed, 2007,

<sup>2</sup> A. Viandier, n 1435.

<sup>3</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, n 1433, p. 230.

<sup>4</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, op.cit. ,

<sup>5</sup> H. DE VAUPLANE , J.-P. BORNET, Droit des marches financiers, Litec, 2001, n 752, p. 685.

<sup>6</sup> n 754, P. 687. , مرجع سابق, H. DE VAUPLANE , J.-P. BORNET ,

١-١٢ السيطرة بالتنسيق: إثبات التنسيق. والآثار القانونية المترتبة عليه: الأصل أن التنسيق أو الاتفاق بين الأشخاص لا يفترض، وإنما يجب إثباته<sup>١</sup>. الإثبات هنا يكون بكافة الطرق والوسائل. وبالرغم من ذلك، ذهبت بعض القوانين إلى افتراض وجود التنسيق في بعض الحالات. مثال ذلك القانون الفرنسي الذي يفترض وجود اتفاق أو تنسيق بين الشركة، ورئيس مجلس إدارتها، أو أحد المدراء فيها، أو بين الشركة والشركات التابعة لها، وبين الشركات الخاضعة لسيطرة شخص واحد أو مجموعة أشخاص<sup>٢</sup>. بيد أن هذه القرينة، القائمة على علاقة السيطرة، هي قرينة بسيطة يمكن دحضها بإثبات العكس.

إذا ثبت أن هناك تنسيق مبنى على اتفاق بين مقدم العرض و أشخاص آخرين، فإنهم يعتبرون جميعاً متضامنين فيما بينهم. بموجب هذا التضامن، يتم احتساب جميع الحصص التي يملكونها لمعرفة ما إذا كانت هذه الحصص تجاوزت النسبة الموجبة للعرض العام الإلزامي أم لا. فمثلاً، إذا كان مقدم العرض يملك نسبة ٢٩ % أو ٤٠ % من أسهم رأس المال أو من حقوق التصويت، ويملك الأشخاص الآخرون الذي يعملون بالتنسيق معه نسبة ١٥ % من تلك الأسهم، فإن مجموع ما يملكه هؤلاء جميعاً يعتبر متجاوزاً حد الثلث - وفق القانون المقارن - أو حد النصف - وفق النظام السعودي - وبالتالي، يصبحون ملتزمين جميعاً بالتضامن فيما بينهم بإخطار هيئة سوق المال وطرح عرض عام إلزامي على باقي الأسهم في الشركة محل العرض. كما يلتزمون بالوفاء بثمن العرض في حالة شراء الأسهم، بغض النظر عما إذا كانت السيطرة تمت بشكل بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة.

أ- أشكال السيطرة

١٣ - السيطرة بطريقة مباشرة: المقصود بالسيطرة بطريقة مباشرة هو تجاوز ملكية المساهم النسبة المحددة التي توجب تقديم عرض عام إلزامي يتم في بعض الأحيان بشكل مباشر ولأسباب إرادية. مثال ذلك، الاستحواذ على أسهم

<sup>١</sup> انظر: I, 145, n 15, P. 224, obs, A. Viandier Trib - com. Nimes 18 Fevrier 1992, JCP E 1992,

<sup>٢</sup> المادة ١٢٣٣-١٠-١ من القانون التجاري الفرنسي.

جديدة تمثل جزء في رأس مال الشركة أو نسبة في حقوق التصويت فيها من خلال عمليات الشراء في السوق، أو تملكه أسهم جديدة في الشركة مقابل تقديم حصة فيها سواءً كانت هذه الحصة نقدية أو عينية<sup>١</sup>، أو تحويل المساهم بعض سندات الدين التي يملكها في الشركة محل العرض إلى أسهم<sup>٢</sup>، أو مبادلة سندات الدين أياً كان نوعها بأسهم في الشركة<sup>٣</sup>، أو أخيراً الاكتتاب في بعض الأسهم الممتازة التي تمنحه صوتاً متعددًا في الجمعيات العامة العادية وغير العادية<sup>٤</sup>.

قد يكون تجاوز ملكية المساهم الحدد القانوني للعرض الإلزامي بشكل مباشر لكن خارج عن إرادته كتوزيع أسهم مجانية من قبل الشركة على المساهمين ترتب عليها زيادة حصة المساهم في رأس المال أو في حقوق التصويت عن النسبة الموجبة للعرض الإلزامي<sup>٥</sup>.

١٤- السيطرة بطريقة غير مباشرة: تجاوز النسبة القانونية قد يتم في بعض الأحيان بشكل غير مباشر. ويكون هذا في الغالب من خلال الاستحواذ على شركة تمتلك حصة أكثر من الثلث أو النصف من رأس المال أو من حقوق في التصويت في شركات أخرى مدرجة. مثال ذلك، حالة استحواذ شخص بمفرده على شركة قابضة مسيطرة على شركات أخرى مستقلة بما تملكه من حصص أو أسهم فيها.

في مثل هذه الحالة، يلتزم الشخص بتقديم عرض استحواذ إلزامي، نظراً لأن الاستحواذ على الشركة القابضة يمنح المستحوذ أغلبية حقوق التصويت في

<sup>1</sup> A. COURET , et Ali, DROIT FINANCIER, Dalloz, 2008, n 1352, p. 806.

<sup>٢</sup> October, AMF, dec. n 204C153,15 dec. 2004. . ينبغي التذكير هنا إلى أنه إذا كان يجوز تحويل القيم المنقولة المركبة كسندات وغيرها إلى أسهم، فإن العكس غير صحيح، فلا يجوز تحويل الأسهم إلى سندات.

<sup>3</sup> Andre Trigano, AMF, dec n 207C2010, 4 septembre 2007. Compagny international

<sup>4</sup> AMF, dec n 209 C0171, 3 février 2009. . نشير إلى نظام الشركات السعودي . لا يجوز إصدار أسهم تمنح أصوات متعددة .

<sup>5</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques انظر في هذا الصدد: n 1575

الجمعيات العامة سواءً الجمعية العادية وغير العادية، أو في حال سيطرة مجموعة من الأشخاص يعملون بالاتفاق أو بالتنسيق فيما بينهم على شركة قابضة تستحوذ على أكثر من الثلث-وفق القانون المقارن- أو النصف- وفق القانون السعودي- من أسهم رأس المال أو من حقوق التصويت في شركة أخرى مدرجة. حيث يلتزم هؤلاء جميعاً بالتضامن بتقديم عرض استحواذ عام إجباري على أسهم هذه الشركة<sup>١</sup>.

كذلك الحال أيضاً في حالة الاستحواذ غير المباشر على شركة مدرجة في سوق المال من خلال الاندماج مع شركة أخرى تملك فيها أكثر من ثلث أو نصف أسهم رأس المال أو أسهم حقوق التصويت، وأن تشكل هذه النسبة جزءاً مهماً أو نسبة مؤثرة وهامة في مجموع أصول الشركة المندمجة<sup>٢</sup>. يتم تحديد مدى أهمية النسبة المستحوذ عليها في أصول الشركة المندمجة من قبل هيئة سوق المال بناءً على عدة معايير، والتي يكون من ضمنها معيار صافي الأصول، أو مدى الأهمية الاستراتيجية للشركة المندمجة بالنسبة للشركة التي تملك حصة سيطرة فيها<sup>٣</sup>.

في جميع هذه الحالات، تُطبق إجراءات عرض الاستحواذ الإلزامي، إلا إذا وجد سبب يبطل إعفاء الشخص أو مجموعة الأشخاص من شراء جميع الأسهم المتبقية في الشركة المستحوذ عليها.

المطلب الثاني: الاستثناءات الواردة على الالتزام بإيداع عرض استحواذ عام سنتناول في هذا المطلب حالات الإعفاء من تقديم عرض عام إلزامي في القانون المقارن (أولاً)، ثم حالات الإعفاء من تقديم عرض عام إلزامي في القانون السعودي (ثانياً).

أولاً: حالات الاعفاء من تقديم عرض عام إلزامي في القانون المقارن  
١٥- نقل ملكية الأسهم بين الأشخاص الطبيعيين بدون مقابل: تجيز بعض القوانين المقارنة استبعاد إجراءات العرض الإلزامي في حال تجاوزت نسبة

<sup>1</sup> A. COURET , et Ali, DROIT FINANCIER, Dalloz, 2008, n 1354, p.808.

<sup>2</sup> A. COURET , et Ali, DROIT FINANCIER, opt.cit.

<sup>3</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, Francis Lefebvre, 4 edition , 2010, n 1626, p. 271 et s.

ملكية المساهم الحد القانوني المقرر في قوانين العروض العامة في بعض الحالات. نذكر منها حالة زيادة نسبة ملكية أحد المساهمين عن النسبة الموجبة لتقديم عرض إلزامي بسبب انتقال بعض الأسهم إليه عن طريق الميراث، أو الوصية، أو الهبة بين الأشخاص الطبيعيين<sup>١</sup>، حيث يعفى، في هذه الحالة، المساهم الذي تجاوزت نسبته الحد القانوني من طرح عرض عام إلزامي على باقي الأسهم في الشركة، وذلك بسبب انتفاء نية السيطرة لدية. فاننتقال السيطرة لية في مثل هذه الحالة جاءت دون مقابل مبدول<sup>٢</sup>.

١٦- الاكتتاب في زيادة رأس المال: تلجأ بعض الشركات إلى زيادة رأس مالها من خلال طرح أوراق مالية للاكتتاب أما بغرض تقوية مركزها المالي والتوسع في أنشطتها، وإما بغرض تغطية بعض الخسائر التي تعرضت لها<sup>٣</sup>. فلو قام أحد المساهمين بالاكتتاب في الأسهم التي تمثل جزء في رأس المال أو تمنح حق التصويت، وترتب على هذا الاكتتاب زيادة حصته في الشركة عن الحد المسموح، فإنه يجوز لهيئة سوق المال إعفائه من تقديم عرض عام إلزامي لباقي المساهمين في الشركة<sup>٤</sup>، نظراً لأن الاكتتاب تم بموافقة الجمعية العامة للمساهمين التي يفترض ضمناً أنها قبلت باحتمال زيادة حصة أحد المساهمين فوق النسبة المحددة مما يحقق له السيطرة، فضلاً عن أن المساهم ليس لديه أي نية في السيطرة على الشركة<sup>٥</sup>. فالحكمة هنا من استبعاد الالتزام بتقديم عرض استحواذ عام تكمن في تشجيع إعادة تمويل الشركات المتعثرة<sup>٦</sup>.

١٧- تجاوز ملكية المساهم نسبة الثلث بسبب الاندماج أو الاستحواذ. من الآثار القانونية المترتبة على الاندماج زوال شخصية الشركة المندمجة، وانتقال ذمتها المالية بما تتضمنه من أصول وحقوق والتزامات إلى الشركة الدامجة،

<sup>1</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, op cit.

<sup>2</sup> A. VIANDIER, OPA, OPE et autres offres publiques, Edition Francis Lefebvre, 4 edition, 2010, n 1704, p.277.

<sup>3</sup> J-P. Martel, A- M. Des Grottes, Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires, in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p.317 et spec., n 627, P. 328 et s.

<sup>٤</sup> انظر في القانون الانجليزي المادة ٩ من تقنين المدينة.

<sup>5</sup> J-P. Martel, A- M. Des Grottes, op.cit

<sup>6</sup> ,.J-P. Martel, A- M. Des Grottes, op.cit



الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رأس المال في هذه الأخيرة. هذه الزيادة يتم في بعض الأحيان طرحها على المساهمين في الشركة. لو أدى هذا الاندماج إلى زيادة ملكية أحد المساهمين في الشركة الدامجة عن النسبة المقررة للعرض العام الإلزامي بسبب دمج أصول الشركة المندمجة، فإنه يعفى من تقديم عرض عام لشراء جميع أسهم المساهمين في الشركة الدامجة، نظراً لأن حصول المساهم على حصة سيطرة في الشركة تم بإرادة جميع المساهمين وبعلمهم من خلال موافقة الجمعية العامة للشركة على الاندماج<sup>١</sup>، وعليه، فليس هناك ما يبرر من إجبار المساهم في هذه الحالة على تقديم عرض استحواذ عام لبقية المساهمين في الشركة، بحجة أن حصته في الأسهم تجاوزت النسبة المحددة. وينطبق الأمر ذاته أيضاً في حالة استحواذ الشركة على حصة في شركة أخرى ترتب عليها زيادة ملكية المساهمين.

١٨- الاستحواذ على أغلبية حقوق التصويت في الشركة: يجوز إعفاء المساهم الذي يملك أغلبية حقوق التصويت في الشركة، سواءً كان يعمل بمفرده أو بالتنسيق مع الغير، من تقديم عرض عام إجباري عند تجاوز ملكيته في الشركة الحد القانوني للعرض العام. سبب الإعفاء هنا من طرح عرض استحواذ على أسهم المساهمين هو استمرارية السيطرة على الشركة من قبل طالب الإعفاء وعدم تغييرها<sup>٢</sup>.

١٩- تخفيض عدد الأسهم أو حقوق التصويت في الشركة محل العرض: لا يلتزم المساهم بتقديم عرض عام على أسهم المساهمين إذا كانت زيادة ملكيته في الشركة عن الحد المقرر للعرض العام الإلزامي ناتجة عن تخفيض عدد الأسهم التي تتمتع بحق التصويت، وبالتالي، زيادة نسبة المساهم في رأس المال. هنا، تجاوز ملكية المساهم الحد المقرر يكون بسبب خارج عن إرادته<sup>٣</sup>.

٢٠- إعادة الهيكلة داخل مجموعة الشركات: قد تحدث بعض التغييرات داخل بعض الشركات التي تنتمي إلى مجموعة واحدة، كالشركة الأم وفروعها، أو

<sup>1</sup> A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, Edition Francis Lefebvre, 4 edition, 2010, n 1713, p279.

<sup>2</sup> , p. 330 , مرجع سابق J-P. Martel, A- M. Des Grottes

<sup>3</sup>A. Viandier, OPE et autres offres publiques, Edition Francis Lefebvre, 4 edition, 2010, n 1704, p

الشركة القابضة والشركات التابعة لها، مثل إعادة ترتيب ملكية الأسهم أو الحصص داخل هذه الشركات بسبب متغيرات السوق، أو تعديل استراتيجية الشركة. فلو ترتب على إعادة هيكلة الحصص أو ملكية الأسهم زيادة حصة إحدى هذه الشركات عن النسبة المقررة لإيداع عرض عام، فإنها لا تلتزم بإيداع عرض عام، نظراً لأن ملكية المجموعة لم يطرأ عليها أي تغيير<sup>١</sup>.

٢١- استبدال أسهم لا تملك حق التصويت بأسهم لها حق التصويت: قررت بعض القوانين المقارنة إعفاء المساهم من تقديم عرض عام إلزامي إذا كانت زيادة نسبة ملكيته في أسهم الشركة محل العرض عن الثلث نتيجة استبدال أسهم معدومة التصويت بأسهم تمنح حق التصويت<sup>٢</sup>.

٢٢- تقدير حالات الإعفاء: تجدر الإشارة إلى أن توافر حالة من حالات الإعفاء السابق ذكرها لا يترتب عليه تلقائياً استثناء المساهم من إيداع عرض عام إلزامي<sup>٣</sup>. بل يتعين على المساهم أن يتقدم بطلب إعفاء للجهة المختصة في هيئة الأسواق المالية من تقديم عرض عام إذا تجاوزت نسبة ملكيته في الشركة المقدم لها العرض عن الثلث. طلب الإعفاء من تقديم عرض استحواذ يكون خاضعاً للسلطة التقديرية لهيئة السوق المال، بمعنى أن هذه الأخيرة يمكنها قبول طلب الإعفاء أو رفضه بناءً على الأسباب التي يتضمنها طلب الإعفاء على أنه يحق للمساهم الاعتراض على هذا الرفض أمام الجهات القضائية<sup>٤</sup>.

<sup>1</sup> J-P. Martel, A- M. Des Grottes, op.cit.

<sup>2</sup> Rule 9/6/ City Code : " There is no requirement to make a general offer under this Rule if a person interested in non-voting shares becomes upon enfranchisement of those shares interested in shares carrying 30% or more of the voting rights of a company, except where shares or interests in shares have been acquired at a time when the person had reason to believe that enfranchisement would take place...."

<sup>3</sup> A. Viandier, op. cit, n 1700 , P. 276 et s

<sup>4</sup> A. Viandier, op.cit.

ثانياً : حالات الإعفاء من تقديم عرض عام إلزامي في القانون السعودي ٢٣- عدم النص على حالات الإعفاء: نظمت لائحة الاندماج والاستحواذ حالة العرض العام الإلزامي في مادتها الثانية عشرة. فنصت على أن التزام المساهم بتقديم عرض عام إلزامي في حالة تجاوز نسبة ملكيته في الشركة محل العرض عن ٥٠% .

كما نصت على إمكانية هيئة سوق المال من إعفاء أي شخص من إيداع عرض استحواذ عام متى ما تجاوزت نسبة ملكيته النصف من أسهم رأس المال أو من حقوق التصويت في الشركة المقدم لها العرض. غير أن لائحة الاندماج والاستحواذ لم تنص على الحالات التي يمكن فيها إعفاء المساهم الذي تجاوزت ملكيته في الشركة المقدم لها العرض عن ٥٠% من تقديم عرض عام إلزامي إلى بقية المساهمين في هذه الشركة، بخلاف ما رأيناه في بعض القوانين والأنظمة المقارنة التي نصت على حالات معينة على سبيل المثال لا على سبيل الحصر يمكن فيها عدم تطبيق العرض العام الإلزامي.

وبالرغم من عدم وجود نص على حالات الاعفاء ، إلا أننا نعتقد أنه يمكن لهيئة سوق المال إعفاء المساهم التي زادت حصته عن ٥٠%، من أسهم حقوق التصويت أو رأس المال في الشركة محل العرض، من تقديم عرض عام إلزامي عندما تكون هذه الزيادة ناتجة عن انتقال أسهم إليه عن طريق الميراث أو عن طريق التنازل بدون مقابل. في مثل هذه الحالة، لا يتصور إلزام المساهم بتقديم عرض عام لبقية المساهمين، وذلك لعدم توافر نية السيطرة لديه. أيضاً، عندما تقوم الشركة بمنح أسهم مجانية للمساهمين، أو يقوم أحد المساهمين في الشركة محل العرض بالاكتتاب في أسهم هذه الأخيرة عند زيادة رأس مالها، أو تقوم الشركة بعملية اندماج أو استحواذ، يترتب عليها زيادة حصته في الشركة عن الحد المقرر للعرض العام. ففي مثل هذه الحالات، لم يبحث المساهم على السيطرة على الشركة من خلال تملك أسهم جديدة للشركة، وحتى لو افترضنا أنه كان يبحث عن السيطرة على الشركة، فإن تجاوز ملكيته في أسهم الشركة عن ٥٠% كان يعلم جميع المساهمين وموافقته بما فيهم أقلية المساهمين، وذلك من خلال موافقة الجمعية العامة للمساهمين في الشركة. فهذه الموافقة على انتقال السيطرة للمساهم وللأشخاص

الذين يعملون بالتنسيق معه من قبل المساهمين في الشركة تبرر إعفاءه من إيداع مشروع عرض عام على جميع الأسهم في الشركة محل العرض. وإذا كان انتفاء السيطرة وموافقة المساهمين من شأنها إعفاء المساهم الذي ارتفعت نسبة ملكيته في الشركة عن السقف القانوني وهو النصف، فمن باب أولى إعفائه من هذا الالتزام عندما يكون مالكا لأغلبية حقوق التصويت في الشركة محل العرض. لأنه في هذه الحالة يملك السيطرة الفعلية على الشركة قبل ما تتجاوز نسبة ملكيته ٥٠% من أسهم الشركة، ولذلك تنتفي الجدوى من إلزامه بتقديم عرض عام لجميع المساهمين. فالغرض من العروض العامة منع السيطرة على الشركات بشكل مفاجئ وإتاحة الفرصة لأقلية المساهمين من الخروج من الشركة بعد تغير السيطرة فيها بمقابل عادل.

### المبحث الثاني

#### تحديد المقابل وثمرته في العروض العامة الإلزامية

تهدف إجراءات العرض العام الإلزامي إلى حماية أقلية المساهمين من خلال مساواتهم بأغلبية المساهمين والسماح لهم بالتنازل عن الصكوك المالية التي يملكونها في الشركة بنفس المزايا والشروط المالية التي حصلت عليها الأغلبية. وهذا يفترض حصولهم على مقابل لأسهمهم لا يقل على أقل تقدير عن السعر الذي حصل عليه المساهم صاحب الأغلبية. بيد أن هذا الأمر يتعذر تحقيقه في بعض الحالات إما لأن المقابل في العرض الإلزامي يختلف عن المقابل الذي تم تقديمه لأغلبية المساهمين، وإما لحدوث ظروف طارئة أثرت على الشركة وقيمتها السوقية أو على سوق التداول بشكل عام. سنتطرق في هذا المبحث إلى آلية تحديد الثمن في العرض الإلزامي والإشكاليات التي يطرحها على أرض الواقع (المطلب الثاني). بيد أنه من المستحسن قبل الخوض في هذه المسألة أن نتحدث عن المقابل الذي يمكن أن يقدم في عرض الاستحواذ الإلزامي (المطلب الأول).

#### المطلب الأول

##### طبيعة المقابل في عرض العام الإلزامي

عرض الاستحواذ العام الإلزامي مثله مثل العروض العامة الأخرى، قد يكون نقدياً (أولاً)، وقد يكون عينياً متمثلاً في مبادلة أسهم بأسهم (ثانياً).  
أولاً : المقابل النقدي

٢٤- الالتزام بتقديم مقابل نقدي في حالة وجود عمليات شراء للأسهم سابقة على تقديم العرض: ألزمت لائحة الاندماج والاستحواذ مقدم العرض على تقديم مقابل نقدي، أي كان نوع العرض سواء كان عرض الاستحواذ إلزامي أو كان عرض الاستحواذ اختياري، وذلك في حالة قيامه بعمليات شراء نقدية لأسهم الشركة المقدم لها العرض خلال الفترة السابقة لتقديم العرض. وفقاً للمادة ١٥، فقرة (أ) من لائحة الاندماج والاستحواذ، يكون العرض العام على أسهم الشركة المعروض عليها نقداً إذا قام مقدم العرض، بمفرده أو بالتنسيق مع غيره من الأشخاص، بشراء أسهم من أي فئة للشركة المعروض عليها نقداً خلال فترة العرض أو خلال الاثني عشر شهراً السابقة لفترة العرض<sup>١</sup>. الحكمة هنا من اشتراط أن يكون المقابل نقدياً وليس عينياً تكمن في الرغبة في تحقيق المساواة بين المساهمين دون تفاوت في المقابل بينهم. يمكن أن يكون تقديم المقابل النقدي أمراً اختياريّاً في غير الحالات التي تتم فيها عمليات شراء لأسهم الشركة المقدم لها العرض نقداً خلال الاثني عشر شهراً السابقة لطرح العرض العام. تنص الفقرة (ج) /١/ من المادة الخامسة من لائحة الاندماج والاستحواذ على أنه إذا قدم صاحب العرض عرض مبادلة أسهم بأسهم للمساهمين في الشركة المعروض عليها بخضم يزيد على ٢٠% من السعر السوقي للسهم المحدد في تاريخ العرض، فإنه يلتزم بدفع نسبة لا تقل عن ٥٠% من المبلغ المستحق للمساهمين نقداً<sup>٢</sup>. غير أن التزام مقدم العرض بتقديم مقابل نقدي يمثل ٥٠% نقداً من قيمة المبلغ المستحق للعرض التبادلي ليس متعلقاً بالنظام العام، حيث أجازت اللائحة استبعاد مثل هذا الالتزام في حال موافقة مجلس إدارة كل من الشركة مقدمة العرض والشركة المعروض عليها<sup>٣</sup>.

<sup>١</sup> م ١٥، فقرة ج /أ/، من لائحة الاندماج والاستحواذ تنص على " في حال شراء أسهم من أي فئة في الشركة المعروض عليها نقداً من قبل العارض ( أو أي شخص يتصرف بالاتفاق معه ) خلال فترة العرض أو خلال الاثني عشر شهراً السابقة لفترة العرض، يجب أن يكون العرض المقدم لتلك الفئة من الأسهم نقداً أو مصحوباً ببديل نقدي لا يقل عن أعلى سعر دفعه العارض....."

<sup>٢</sup> انظر المادة ١٥ ، فقرة ج /١/ ب، ١، من لائحة الاندماج والاستحواذ .

<sup>٣</sup> انظر المادة ١٥ ، فقرة ج /١/ ب، ١، من لائحة الاندماج والاستحواذ.

٢٥- الالتزام بتقديم مقابل نقدي في القانون المقارن: تشترط بعض القوانين- مثل القانون الفرنسي<sup>١</sup>- أن يكون المقابل نقدياً في العرض العام الإلزامي بشكل خاص والعروض العامة بشكل عام في حالة وجود عمليات شراء نقداً قام بها مقدم العرض، بمفرده أو بالتنسيق مع أحد الأشخاص الذي يعملون معه، لأسهم الشركة المعروض عليها تمثل نسبة ٥ % من حقوق التصويت خلال الفترة السابقة لتقديم العرض.

كما تفرض هذه القوانين أيضاً على مقدم العرض بأن يكون عرضه مصحوباً بخيار للمساهمين في الحصول على مقابل أو مبادلة أسهم بأسهم في حال كانت هذه الأسهم المقدمة للتبادل غير مدرجة في السوق المالية<sup>٢</sup> ثانياً: المقابل غير النقدي.

٢٦- المقابل العيني المصحوب بخيار الحصول على مقابل مالي: أجازت لائحة الاندماج والاستحواذ في نظام الأوراق المالية السعودي<sup>٣</sup> -وبعض الأنظمة<sup>٤</sup>- أن يكون المقابل في عروض الاستحواذ الإلزامية غير نقدي كمبادلة أسهم يقدمها مقدم العرض للمساهمين في الشركة المعروض عليها، طالما أن مشروع العرض يتضمن حق الخيار بالنسبة لهؤلاء المساهمين في الحصول على مقابل نقدي بدلاً من الأوراق المالية.

٢٧- طبيعة الأوراق المالية محل العرض التبادلي: يشترط لقبول مشروع عرض الاستحواذ أن تكون الأوراق المالية التي يقدمها صاحب العرض كمقابل في العرض الإلزامي التبادلي موجودة أو على الأقل قابلة للوجود من خلال إمكانية إصدارها بموافقة الجمعية العامة للمساهمين. هذه الأوراق المالية التي يقدمها مقدم العرض للتبادل قد تمثل جزء من رأس المال أو نسبة من حقوق التصويت في الشركة مقدمة العرض، وقد تكون أوراقاً مالية قابلة لأن

<sup>١</sup> D. Bompont, La contrepartie proposee dans une offre publique, in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p.361, et s n 672, p. 362.

<sup>٢</sup> D. Bompont, op. cit , n 676, p. 363.

<sup>٣</sup> انظر المادة الخامسة عشرة، الفقرة ج، ١، الفقرة ٢ من لائحة الاندماج والاستحواذ.

<sup>٤</sup> انظر: D. Bompont, La contrepartie proposee dans une offer publique, in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p. 365, n 686.

تصبح جزء في رأس المال، مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم.

بيد أن السؤال الذي يطرح هنا هو الآتي: هل يلزم أن تكون الأوراق المالية المقدمة في عرض الاستحواذ مدرجة في السوق المالية؟ الجواب بالنفي. ليس بالضرورة أن تكون الأوراق المالية محل العرض التبادلي مدرجة في السوق المالية، بل يكفي أن تكون قابلة للإدراج، علماً بأنه في أغلب الحالات تكون هذه الأوراق مدرجة ومتداولة في البورصة، وذلك لترغيب المساهمين في الشركة المقدم لها العرض<sup>١</sup>.

كما ليس بالضرورة أن تكون الأوراق المالية التي تقدم للمساهمين في الشركة المعروض عليها صادرة من قبل الشركة مقدمة العرض، بل يجوز أن تكون صادرة من قبل شركات أخرى تمتلك فيها الشركة مقدمة العرض حصة معينة<sup>٢</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنه في الغالب يكون المقابل في العروض العامة الاجبارية نقدياً، وذلك لتشجيع المساهمين على قبول العرض، وإن كان الأمر هنا في الحقيقة متوقفاً على الثمن المقترح في العرض العام الإلزامي، وطريقة تحديده.

### المطلب الثاني

#### كيفية تحديد الثمن في العرض العام الإلزامي.

الأصل أن يتم تحديد الثمن في العرض العام الإلزامي وفقاً لمعيار أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض أو أحد الأشخاص الذي يعملون بالتنسيق معه قبل تقديم العرض (أولاً). بيد أن هذا الأصل يرد عليه بعض الاستثناءات (ثانياً).

#### أولاً : المبدأ

معظم القوانين أخذت بمعيار أعلى سعر تم دفعه لتحديد سعر العرض العام الإلزامي (١)، نظراً لوجود بعض الأسباب التي تبرر ذلك، فضلاً عن بعض المزايا التي يقدمها الأخذ بمثل هذا المعيار (٢). أياً كانت الأسباب والمزايا التي تبرر اللجوء إلى معيار أعلى سعر، فإن هيئة السوق المالية تتمتع بصلاحيات الرقابة على سعر العرض العام الإلزامي (٣).

<sup>1</sup> D. Bompont. op.cit.

<sup>2</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, Francis Lefebvre, 4 edition, 2010, p.172, n 1010 et s. .

١- الأخذ بمعيار أعلى سعر تم دفعه لتحديد سعر العرض العام الإلزامي

٢٨- في الأنظمة المقارنة. يرى بعض الفقهاء أن العرض الإلزامي هو عبارة عن حق منحه النظام للمساهمين في الشركات، وأنه ينشأ من مبدأ أساسي وهو المساواة في التعامل بين المساهمين<sup>١</sup>، وأن الغاية من تطبيق إجراءات العرض الإلزامي هو السماح لأقلية المساهمين في الشركة المقدم لها العرض من التنازل عن أسهمهم بذات الشروط والمزايا التي استفاد منها أصحاب الأغلبية عند تنازلهم عن أسهمهم لمقدم العرض. من هذا المنطلق، ذهبت بعض القوانين إلى النص على أن سعر العرض الإلزامي يجب ألا يقل عن أعلى سعر تم دفعه من قبل صاحب العرض خلال مدة معينة قبل إيداع العرض أو قبل الإعلان عن العرض.

فمثلاً، المادة الخامسة، الفقرة ٤، لعام ٢٠٠٤/٢٥، من اللائحة الأوربية أخذت بمعيار أعلى سعر تم دفعه من قبل صاحب العرض لتحديد سعر العرض العام الاجباري، وذلك بشرط أن يكون السعر الذي يتضمنه عرض الاستحواذ العام سعر عادل، أي يضمن المساواة في التعامل بين المساهمين. فوفقاً هذه اللائحة، سعر العرض العام الإلزامي يعتبر سعراً عادلاً متى ما كان مساوياً لأعلى سعر تم دفعه لذات الأوراق المالية في الشركة المعروض عليها من قبل مقدم العرض، سواء كان بمفرده أو بالتنسيق مع أشخاص آخرين يعملون بالاتفاق معه، خلال مدة محددة لا تقل عن ستة أشهر ولا تزيد عن اثني عشر شهراً. القانون الفرنسي، الذي لم يتبن فكرة العرض العام الإلزامي إلا في عام ١٩٨٩م عند تعديل قانون العروض العامة للشراء، أخذ بالمعيار نفسه.

فالمادة ٤٣٣-٣ من قانون النقد والمال، والمادة ٢٣٤-٦ من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية تتصان على أن السعر المقترح في العرض الإلزامي يجب أن يكون على الأقل مساوياً لأعلى سعر تم دفعه من قبل صاحب العرض أو أي شخص آخر من الأشخاص الذين يعملون بالتنسيق

<sup>1</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B.Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p.379, et s n 790, p. 399.



معه خلال الاثني عشر شهراً السابقة لإيداع العرض<sup>١</sup>. وكذلك الحال بالنسبة للقانون البلجيكي<sup>٢</sup>، والقانون الألماني<sup>٣</sup>.  
 أيضاً، بالنسبة للقانون البريطاني الذي أخذ بمعيار السعر الأعلى الذي تم دفعه من قبل صاحب العرض لتحديد سعر عرض الاستحواذ الإلزامي، حيث تنص المادة الثانية، الفقرة الرابعة، من قوانين المدينة المنظمة لعروض الشراء في بريطانيا على أنه في حالة قيام مقدم العرض بالإعلان الاحتمالي لشراء أسهم الشركة المقدم لها، وحدد سعراً معيناً لشراء هذه الأسهم في هذا الإعلان، فإن سعر العرض المقدم منه يجب أن لا يقل عن السعر المحدد في العرض، إلا إذا نص في الإعلان على أن الثمن المحدد قابل للتعديل في بعض الظروف<sup>٤</sup>. أيضاً، المادة السادسة، الفقرة الأولى، من قوانين المدينة تنص على أنه يجب أن لا يقل سعر العرض الإلزامي عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض بمفرده أو بالتنسيق مع آخرين لشراء أسهم الشركة خلال الثلاثة أشهر السابقة لبدء فترة العرض، أو خلال فترة العرض<sup>٥</sup>.

<sup>1</sup> L article L. 433-3 dispose : " Le prix propose doit etre au moins equivqlent au prix le plus eleve paye par l auteur de l offre agissant seul ou concert sur une periode de douze mois precedent le depot de l offre....."

<sup>2</sup> K.Genns. M. Wyckaert. G.Parisis, Les offres publiques initees par une societe francais en Belgique principals caracteristiques et modalites de transposition de la directive, p.685, n 1408, p.695.

<sup>3</sup> O. de Lousanoff . J. Rosengarten, Les offres publiques d achat en Allemagne par une societe francais, in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p.669, n 1375, p675.

<sup>4</sup> Rule, 2-4, City Cood. : " An ann announcement by the offeree company which commences an offer period must identify any potential offeror with which the offeree company is in talks or from which an approach has been received (and not unequivocally rejected).:"

<sup>5</sup> Rule, 6.1, city Cood, : "Except with the consent of the Panel in cases falling under (a) or (b), when an offeror or any person acting in concert with it has acquired an interest in shares in the offeree company:

٢٩- في النظام السعودي: على غرار ما هو معمول به في كثير من الأنظمة المقارنة، أخذت لائحة الاندماج والاستحواذ بمعيار أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض لتحديد سعر عرض الاستحواذ الإلزامي. فالمادة ١٢/فقرة د/ الفقرة الأولى من لائحة الاندماج والاستحواذ تنص بأن سعر العرض العام الإلزامي يجب أن لا يقل عن أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض بمفرده أو بالاتفاق أو بالتنسيق لشراء أسهم الشركة محل العرض خلال الاثني عشر شهراً السابقة لبدية فترة العرض<sup>١</sup>.

كما نصت المادة التاسعة الفقرة (أ) من نفس اللائحة على أنه في حالة وجود صفقات شراء لأسهم الشركة المقدم لها العرض من قبل مقدم العرض أو أحد الأشخاص الذين يعملون بالتنسيق معه قبل الإعلان عن النية المؤكدة لتقديم العرض، فإنه يجب أن يكون العرض المقدم للمساهمين من فئة الأسهم ذاتها بشروط لا تختلف ولا تقل عن تلك الشروط والمزايا التي تم بها الشراء قبل الإعلان<sup>٢</sup>.

وخلاصة القول، أن نظام الأوراق المالية السعودي يأخذ في الاعتبار عمليات الشراء السابقة التي قام بها مقدم العرض أو شخص يعمل بالتنسيق معه قبل

- (a) within the three month period prior to the commencement of the offer period; or
- (b) during the period, if any, between the commencement of the offer period and an announcement made by the offeror in accordance with Rule 2.7; or
- (c) prior to the three month period referred to in (a), if in the view of the Panel there are circumstances which render such a course necessary in order to give effect to General Principle 1, the offer to the holders of shares of the same class shall not be on less favourable terms."

<sup>١</sup> المادة ١٢/فقرة د/ رقم ١ من لائحة الاندماج والاستحواذ تنص على : " يجب أن يكون العرض المقدم بموجب هذه المادة، بشأن كل فئة من أسهم رأس المال ذات العلاقة، نقداً أو مصحوباً ببديل نقدي لا يقل عن أعلى سعر دفعه العارض (أو أي شخص يتصرف بالاتفاق معه) مقابل أسهم من الفئة نفسها خلال الاثني عشر شهراً السابقة لبدية فترة العرض، وخلال فترة العرض نفسها..... "

<sup>٢</sup> المادة التاسعة/ فقرة أ من لائحة الاندماج والاستحواذ.

تقديم العرض أو قبل الإعلان عنه لتحديد سعر العرض العام الإلزامي. فيستلزم أن يكون السعر المقدم من قبل صاحب العرض الإلزامي للمساهمين في الشركة المقدم لها العرض مساوياً على الأقل لأعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض سواءً كان ذلك بمفرده أو قام بدفعه أحد الأشخاص الذين يعملون معه بالتنسيق لشراء أسهم من ذات الفئة للشركة محل العرض خلال السنة السابقة لتقديم مشروع العرض، أو خلال ثلاثة الأشهر السابقة للإعلان عن تقديم العرض.

ألزام مقدم العرض بدفع سعر يعادل أعلى سعر قام بدفعه للاستحواذ على أسهم الشركة محل العرض خلال الفترة السابقة لتقديم العرض قد يكون له فوائد ومزايا كبيرة من الناحية العملية.

٢- مبررات ومزايا تطبيق معيار أعلى سعر لتحديد سعر العرض الإلزامي

٣٠- مبررات المعيار: مبدأ المساواة بين المساهمين: يجد تطبيق معيار أعلى سعر تم دفعه من قبل صاحب العرض لتحديد سعر العرض الإلزامي بدلاً من اللجوء إلى المعايير المتعددة- كقيمة أصول الشركة ومتوسط سعر الإقفال لأسهم الشركة المقدم لها العرض- سنده القانوني في المقام الأول في مبدأ المساواة في التعامل بين المساهمين<sup>١</sup>. وهذا المبدأ، والذي يعد من المبادئ الأساسية في قانون الشركات وقانون الأوراق المالية<sup>٢</sup>، يفرض على كل من الشركة مقدمة العرض والشركة المقدم لها العرض المساواة في التعامل مع المساهمين سواءً من حيث السعر أو من حيث المعلومات المقدمة لهم. وبناءً عليه، فأقلية المساهمين في الشركة المقدم لها العرض بالتنازل عن أسهمهم سيحظون ويعاملون وجوباً بذات الشروط والمزايا التي استفاد منها أصحاب الأغلبية عند تنازلهم عن أسهمهم لمقدم العرض كالحصول على علاوة سيطرة مثلاً<sup>٣</sup>.

<sup>1</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B.Husson, op.cit.

<sup>2</sup> Y. De Cordt et G. Horsmans, L egalite entre actionnaires, Bruylant, 2004.

<sup>3</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, Francis Lefebvre, 4 edition , 2010,p.172, n 1010 et s.

٣١- مزايا المعيار: يتميز معيار أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض لتحديد ثمن العروض العامة الإلزامية بأنه معيار واضح وموضوعي، مما يساعد على تفادي كثير من المنازعات التي تنشأ بخصوص سعر العرض بين أقلية المساهمين ومقدم العرض<sup>١</sup>.

في الواقع، مثل هذا المعيار يسمح لأقلية المساهمين في الشركة المقدم لها العرض بالاشتراك في المزايا والفوائد المالية الناتجة عن عملية الاستحواذ على الشركة في أي وقت خلال المدة المعينة وهي سنة قبل تقديم مشروع العرض، مما يضمن لهم المساواة في التعامل أياً كانت اللحظة التي يتم فيها تداول أسهمهم للمستحوذ صاحب العرض<sup>٢</sup>. كما يوفر هذا المعيار بالنسبة لصاحب العرض الحماية القانونية له، حيث إنه يعلم مسبقاً بالسعر الذي يلتزم بتقديمه في العرض العام الإلزامي، وأنه لا يمكن إجباره على دفع ثمن أعلى من الثمن الذي دفعه في عمليات الشراء السابقة قبل تقديم العرض<sup>٣</sup>.

فضلاً عن ذلك، يسمح له بتقدير المصاريف الاجمالية المتوقعة التي يمكن أن تنشئ عن عملية الاستحواذ على السيطرة في الشركة محل العرض، والتحكم في سعر العرض من خلال تحديد أعلى سعر يكون قادراً على دفعه فيما لو أراد الاستحواذ على الأسهم المتبقية في الشركة المقدم لها العرض<sup>٤</sup>. وهكذا يكون قد تحقق من وراء تطبيق هذا المعيار متطلبات العدالة والحماية القانونية التي يجب أن تكون متوفرة في جميع الحالات التي يكون فيها تغير في السيطرة على شركة مدرجة<sup>٥</sup>.

<sup>1</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p.379, et s.

<sup>2</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d achats , Litec , 2009, p379, et spec, n 800, p.402 : " elle permet aux actionnaires minoritaires de partager les fruits de l acquisition a tout moment de la periode consideree ".

<sup>3</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, op.cit.

<sup>4</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, op.cit.

<sup>5</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, op.cit.

بيد أن معيار أعلى سعر لا يحقق الغاية من وجوده وهي ضمان المساواة بين المساهمين إلا إذا تمت متابعة إجراءات تنفيذه وتقصي خطوات تطبيقه بشكل فاعل ودقيق من خلال قيام هيئة السوق المالية بدورها الرقابي.

٣- رقابة هيئة سوق المال على سعر العرض الإلزامي

٣٢-١ دور هيئة سوق المال: الرقابة الشكلية. عندما تقوم هيئة سوق المال بممارسة دورها الرقابي على سعر العرض الإلزامي، فإنها فقط تتحقق من أن السعر المقدم الذي يتضمنه مشروع عرض الاستحواذ الإلزامي هو فعلاً أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض خلال الاثني عشر شهراً السابقة لتقديم مشروع عرض الاستحواذ، بغض النظر سواء كان هذا السعر عادلاً مقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركة المقدم لها العرض أو وفقاً لمتوسط سعر الإقفال أم لا<sup>١</sup>.

ولتسهيل عملية الرقابة على السعر الذي قدمه صاحب العرض الإلزامي، والتأكد أنه لا يقل عن أعلى سعر شراء تم دفعه من قبل مقدم العرض أو أحد الأشخاص الذي يعملون معه على أسهم الشركة المعروضة، يمكن لهيئة سوق المال أن تطلب من مقدم العرض تقديم سجل يتضمن بالتفصيل جميع عمليات الاستحواذ التي تمت خلال الاثني عشر شهراً، وأن يبين فيه عدد وطبيعة الأوراق المالية المستحوذ عليها من قبل مقدم العرض في الشركة محل العرض، سواء كان بمفرده أو بالاتفاق والتنسيق مع آخرين، وسواء تم هذا الاستحواذ بشكل مباشر أو غير مباشر، وكذلك الصكوك المالية القابلة لأن تكون جزء من رأس مال الشركة - السندات القابلة للتحويل إلى أسهم - والخيارات - كخيار الشراء الذي يُمكن لمقدم العرض الاستحواذ عليها متى ما طلب ذلك<sup>٢</sup>.

كما يجب أن يتضمن السجل المقدم لهيئة السوق المال، الشروط والطرق التي تمت بها عمليات الاستحواذ خلال السنة السابقة لتقديم العرض أو خلال

<sup>١</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, op.cit.

<sup>٢</sup> المادة ١٢/فقرة د من لائحة الاندماج والاستحواذ تنص على أنه : " عند تقديم عرض ينطبق عليه هذه المادة ( ١٢ )، يجب على المعارض تقديم تقرير للجهة يتضمن جميع تفاصيل صفقات الشراء الخاصة بأسهم الشركة المعروض عليها خلال الاثني عشر شهراً السابقة "

الأشهر الثلاثة السابقة للإعلان عن تقديم عرض استحواذ عام على أسهم الشركة، وتاريخ كل عملية، وسعر الشراء.

٣٢- ٢ دور هيئة سوق المال. الأخذ بالمفهوم الواسع لأعلى سعر تم دفعه. مصطلح أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض أو أحد الأشخاص الذين يعملون بالتنسيق معه يجب أن يفسر بشكل واسع، بمعنى أنه يجب أن لا يقتصر فقط على السعر الناتج عن عمليات الشراء أو عمليات الاستحواذ التي تمت بمقابل نقدي خلال السنة السابقة لتقديم مشروع العرض الإلزامي، وإنما أيضاً السعر الناتج من عمليات استحواذ أخرى كالاندماج، أو تقديم حصص، أو حتى العرض العام التبادلي. القول بخلاف ذلك قد يحد من فعالية قاعدة أعلى سعر تم دفعه، كما يتعارض مع الهدف المرجو وهو حماية أقلية المساهمين<sup>١</sup>. يتعين إذاً على هيئة سوق المال أن تنظر في أعلى سعر تم تقديمه في هذه العمليات لتحديد وما إذا كان سعر العرض العام الإلزامي عادلاً أم لا بالنسبة لأقلية المساهمين.

٣٢- ٣ دور هيئة سوق المال: الأخذ في الاعتبار أعلى سعر تم دفعه في عمليات الاستحواذ قبل اتفاق التنسيق. لم تفرق لائحة الاندماج والاستحواذ بين عمليات الاستحواذ التي تمت من قبل الأشخاص قبل أو بعد اتفاق التنسيق مع مقدم العرض. وبناءً عليه، عند تحديد سعر عرض الاستحواذ العام الإلزامي، فإنه يجب الأخذ في الاعتبار أعلى سعر تم دفعه من قبل الأشخاص الذين يعملون بالتنسيق مع مقدم العرض، حتى ولو كان هذا السعر تم دفعه في عملية استحواذ سابقة على اتفاق التنسيق. مثل هذه الحل يتفق تماماً مع مبدأ التضامن الذي يقوم عليه اتفاق التنسيق<sup>٢</sup>.

وبالرغم من موضوعية ووضوح معيار أعلى سعر تم دفعه لتحديد ثمن عرض الاستحواذ الإلزامي، ومع ما يقدمه من حماية للمساهمين في الشركة

<sup>1</sup> A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, Francis Lefebvre, 4 edition, 2010, p 291, n 1784 : " De fait, reduire la portee de l obligation aux seuls achats en bourse reduirait considerablement la force de l exigence et irait a l encontre de l intention de protection des actionnaires manifestee par les auteurs de la directive"

<sup>2</sup> . A. Viandier, OPA, OPE, et autres offres publiques, op.cit,

المعروض عليها أو مقدم العرض، إلا أن تطبيق هذا المعيار قد يكون في بعض الحالات غير ملائم مما يترتب عليه استبعاده واللجوء إلى معايير أخرى لتحديد سعر العرض.

ثانياً : الاستثناءات الواردة على المبدأ

قد يتم استبعاد معيار أعلى سعر تم دفعه واللجوء إلى معايير أخرى لتحديد ثمن العرض الإلزامي لأسباب تعود إلى الشركة المقدم لها العرض، أو مقدم العرض (١). وقد يتم استبعاده لأسباب ترجع إلى صعوبة تطبيقه من الناحية العملية (٢).

١- استبعاد معيار أعلى سعر لأسباب تعود إلى الشركة المقدم لها العرض أو مقدم العرض

٣٣- عدم النص على حالات معينة في النظام السعودي. إذا كان الأصل أن سعر عرض الاستحواذ الإلزامي يتم تحديده بناءً على أعلى سعر قام بدفعه صاحب العرض أو أحد الأشخاص الذين يعملون بالتنسيق معه خلال الاثني عشر شهراً السابقة لتقديم العرض، إلا أن هذا الأصل يرد عليه بعض الاستثناءات.

وفقاً لللائحة الاندماج والاستحواذ، يمكن لهيئة سوق المال استبعاد تطبيق معيار أعلى سعر تم دفعه لتحديد سعر العرض العام الإلزامي في حالات معينة<sup>١</sup>. غير أن اللائحة لم تذكر ما هي هذه الحالات، مما يشكل فراغ قانوني يجب سده.

٣٤- الحالات المنصوص عليها في الأنظمة المقارنة: بخلاف النظام السعودي، نصت بعض الأنظمة المقارنة على حالات معينة يمكن فيها استبعاد معيار أعلى سعر تم دفعه واللجوء إلى معايير موضوعية أخرى لتحديد سعر العرض الإلزامي<sup>٢</sup>. من ضمن هذه الحالات التي جاءت بها تلك الأنظمة نذكر ما يلي:

<sup>١</sup> وفق المادة الثانية عشر/فقرة د/٢ من لائحة الاندماج والاستحواذ ، أنه إذا رأى مقدم العرض وجوب عدم تطبيق أعلى سعر في حالة معينة، فإنه يجب عليه تقديم طلب لهيئة سوق المال لتقوم بتحديد السعر العادل للعرض.

<sup>٢</sup> المادة الخامسة من اللائحة الأوروبية لعام ٢٠٠٤، والمادة ٢/٦/٢٣٤ من اللائحة العامة لهيئة الاسواق المالية بفرنسا.

- حالة وجود صعوبات مالية لدى الشركة: عندما يرد العرض العام الإلزامي على شركة تعاني من مشاكل مالية كبيرة، يمكن في هذه الحالة استبعاد تطبيق قاعدة أعلى سعر بعد الحصول على موافقة الجهة المشرفة على سوق المال، وتحديد الثمن بناءً على المعايير الاقتصادية الأخرى<sup>١</sup>.

- حالة وجود تغيير جوهري في الشركة المقدم لها العرض. إذا حدثت تغييرات جوهرية في خصائص الشركة، وأثرت هذا التغييرات بشكل ظاهر على القيمة السوقية للشركة، وعلى تداول صكوكها المالية خلال الاثني عشر شهراً السابقة لتقديم العرض الإلزامي، فإنه سيتم استبعاد قاعدة أعلى سعر تم دفعه لتحديد ثمن عرض الاستحواذ، واللجوء إلى معايير اقتصادية أخرى، مثل القيمة السوقية للشركة محل العرض، وسعر إقفال أسهمها في السوق المالية<sup>٢</sup>. مثل هذه الفرضية يمكن تصورها في حالة تصرف الشركة محل العرض في أصولها الجوهرية، أو في حالة شطب بعض صكوكها المالية في سوق التداول.

- حدوث عوامل خارجية استثنائية مؤثرة تأثير جوهري على سوق التداول. كذلك الأمر إذا تبين أن معيار أعلى سعر غير قادر على تحقيق المساواة بين جميع حملة الأسهم في الشركة المقدم لها العرض، وذلك بسبب حدوث عوامل وظروف استثنائية أثرت بشكل جوهري على تداول الأسهم في السوق بشكل عام، وعلى تداول الأوراق المالية المملوكة للشركة المقدم لها العرض بشكل خاص<sup>٣</sup>.

<sup>1</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, op. cit.

<sup>2</sup> RG. General., Art. 234-9,1.

<sup>3</sup> AMF, dec. n 209C0559 , 22 avril 2009..

في هذا القرار قامت هيئة الاسواق المالية بفرنسا في عام ٢٠٠٩ باستبعاد أعلى سعر دفعه مقدم العرض كمعيار لتحديد سعر العرض الإلزامي المقدم من شركة "Gecina" على أسهم شركة "Gecimed"<sup>٣</sup>. نتحصل الوقائع في هذا القرار بالشكل الآتي : قامت شركة "ISM" بالتنازل عن حصة من اسهمها في شركة "Gecimed" تبلغ ٩,٤ % لشركة "Gecina". ترتب على هذا التنازل زيادة نسبة ملكية شركة "Gecina" من ٣٨,٦% إلى ٤٨% من رأس مال وحقوق التصويت في الشركة "Gecimed", مما جعلها ملتزمة بتقديم عرض عام الزامي على أسهم الشركة الاخيرة نظراً لأن هناك زيادة في نسبة الاستحواذ بأكثر من ٢% من رأس المال وحقوق التصويت خلال أقل من اثني عشر شهراً. مشروع العرض الإلزامي يتضمن عرض شراء عام نقدي بمبلغ ١,١٥ يورو



بالإضافة إلى العوامل الاقتصادية المتعلقة بالشركة المعروض عليها أو مقدم العرض، يتم في بعض الأحيان استبعاد قاعدة أعلى سعر تم دفعه كمعيار لتحديد سعر عرض الاستحواذ الإلزامي نظراً لصعوبة تطبيقه من الناحية العملية.

٢- استبعاد معيار أعلى سعر بسبب صعوبة التطبيق

٣٥- في حالة تضمين مشروع العرض العام الإلزامي عرض عام بالانسحاب أو انسحاب اجباري . إذا قام الشخص بتقديم عرض استحواذ عام على أسهم إحدى الشركات، ومن ثم اتبعه بتقديم عرض انسحاب عام، فإنه يتم استبعاد أحكام العرض الإلزامي بما فيها تطبيق قاعدة أعلى سعر، وتطبيق أحكام عرض الانسحاب العام التي تقتضي أن يكون السعر في مثل هذه الحالة مناسباً، ويتم تقديره بناءً على عدة معايير من ضمنها القيمة السوقية للشركة، ومدى سيولة أسهمها المتداولة في السوق، وغيرها من المعايير<sup>١</sup>.

للسهم الواحد، وعرض عام تبادلي بمبادلة ٣٧ سهم في شركة "Gecimed"، بسهم واحد في شركة "Gecina". سعر العرض النقدي المقدم من شركة مقدمة العرض "Gecina" هو ١,٤٨ يورو للسهم الواحد . بالرغم من أن هذا السعر يزيد على سعر الاستحواذ الذي تم دفعه لشركة "ISM" بنسبة ٦٤%، إلا أنه تم رفضه من قبل أقلية المساهمين في الشركة المعروض عليها "Gecimed"، بحجة أنه يقل عن أعلى سعر شراء تم دفعه من قبل مقدم العرض على اسهم الشركة وهو ٢,٠٨ للسهم الواحد خلال الاثني عشر شهراً السابقة لتقديم العرض. مع ذلك اعلنت هيئة الاسواق المالية الفرنسية عن قبول العرض الإلزامي بالسعر المحدد مبررة ذلك بالأسباب التالية: أولاً: هناك هبوط واضح في سوق تداول الأسهم بشكل عام جراء أزمة الرهن العقاري، حيث انخفضت قيمة أسهم شركة Gecimed- وجميع الشركات العاملة في مجال التمويل العقاري -بنسبة ٦,١٥% في الفصل الثاني من ٢٠٠٨، مما ترتب عليه الحاق خسائر كبيرة بالشركة، وجعلت من اللجوء إلى معايير اقتصادية أخرى لتحديد سعر العرض الإلزامي بدلاً من معيار اعلى سعر أمر الزامياً. فضلاً عن ذلك، أتضح من خلال الاطلاع على الظروف والشروط التي تمت بها عمليات الاستحواذ التي تمت من قبل مقدم العرض على اسهم شركة "Gecimed" المقدم لها العرض في الاشهر السابقة لتقديم العرض أن سعر العرض الإلزامي يزيد عن متوسط سعر جميع عمليات الاستحواذ ٧٦% السابقة لتقديم العرض.

<sup>1</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d'achats, Litec, 2009, p379, et spec., p.413, n 840.

٣٦- عدم وجود عمليات استحواذ سابقة على تقديم مشروع العرض: في حال عدم وجود أي عمليات استحواذ سابقة من قبل مقدم العرض خلال فترة الاثني عشر شهراً السابقة لتقديم العرض، فإنه يتم استبعاد قاعدة أعلى سعر عند تحديد سعر العرض الإلزامي، نظراً لعدم وجود سعر محدد يتم الرجوع إليه كمعيار من شأنه أن يضمن لأقلية المساهمين في الشركة محل العرض الحصول على مساواة في التعامل والاستفادة من نفس الشروط والمزايا التي تمت بها عملية استحواذ مقدم العرض على حصة الأغلبية<sup>١</sup>.

٣٧- في حالة وجود اتفاق بيت مقدم العرض والمساهم صاحب حصة الأغلبية المتنازل عن أسهمه: نادى البعض بضرورة استبعاد قاعدة أعلى سعر تم دفعه لتحديد سعر العرض الإلزامي في حالة أن هذا السعر تم تحديده بالاتفاق مع المساهم المتنازل عن أسهمه في الشركة مقدمة العرض<sup>٢</sup>.

وفقاً لهذا الرأي، إذا ثبت أن السعر الذي قام صاحب العرض بدفعه للاستحواذ على أسهم الشركة المقدم لها العرض في الفترة السابقة لتقديم هذا العرض لم يكن طبقاً لعوامل وعناصر السوق، ولكن بناءً على اتفاق تم إبرامه بين مقدم العرض وبين المساهم البائع، فإنه يتم استبعاد معيار أعلى سعر واللجوء إلى معايير أخرى لتحديد السعر العادل في العرض الإلزامي مثل، معيار متوسط سعر الإقفال خلال مدة معينة أو بناءً على القيمة السوقية للشركة محل العرض<sup>٣</sup>.

٣٧- ١ رأينا في المسألة. استبعاد تطبيق معيار أعلى سعر في هذه الحالة يمكن تفهمه. إذ لا يمكن التعويل على أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض بمفرده أو عن طريق الأشخاص الذين يتعاملون بالتنسيق معه. والسبب في ذلك هو الخوف من أن هناك اتفاق أو توافق بين مقدم عرض الاستحواذ وبين المساهم صاحب حصة الأغلبية المتنازل عن أسهمه على تحديد سعر زهيد لهذا الأسهم لا يتناسب مع قيمتها السوقية بغرض تفادي تطبيق أحكام العرض الإلزامي الذي يلزمه بدفع أعلى سعر. كما قد يكون

<sup>1</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, , p.412, n 836.

<sup>2</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, op.cit. أيضاً، Rapp. Winter, p. 93 انظر :

<sup>3</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, op.cit.

المساهم تنازل عن أسهمه لمقدم العرض بسعر أقل من السعر الحقيقي مقابل حصوله على بعض المزايا مثل اشتراط المساهم البائع, في العرض العام التبادلي, مبادلة أسهمه بأسهم في شركات معينة يملكها مقدم العرض أو تملك حصة فيها<sup>1</sup>, أو تعيينه عضواً في مجلس الإدارة أو عضواً في الجهاز الإداري في الشركة محل العرض أو في شركة معينة مملوكةا لمقدم العرض.

<sup>1</sup> F. Drummond, Y. Schmidt, B. Husson, op. ci .

### الخاتمة

رأينا من خلال هذه الدراسة أن المستثمر أو المساهم ملتزم بتقديم عرض استحواذ عام على جميع أسهم الشركة متى ما تجاوزت ملكيته في أسهم الشركة أو حقوق التصويت فيها النسبة القانونية المحددة. هذه النسبة تختلف في النظام السعودي عن غيره من الأنظمة القانونية المختلفة، حيث اشترطت لائحة الاندماج والاستحواذ تجاوز ملكية المساهم نسبة ٥٠ % و أكثر من أسهم رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة لتطبيق إجراءات العرض العام الإلزامي، بينما تبنت معظم الأنظمة القانونية المقارنة نسبة ٣٠ % أو أكثر من أسهم رأس المال أو حقوق التصويت. وقد بينا أن اشتراط تملك ٥٠% أو أكثر لا تتلاءم مع الواقع العملي، وإن كانت مقبولة عند نشأة سوق الأوراق المالية إلا أنه من الصعب قبولها في ظل ما شاهده هذا السوق من تطور، وزيادة أعداد المتعاملين فيها، والسماح للمستثمرين الأجانب بالتعامل فيه بشكل مباشر.

كما بينا أن مقابل عروض الاستحواذ الإلزامي قد تكون نقدية وقد تكون عينية أي مبادلة أسهم بأسهم، وأن كانت جميع الأنظمة تشترط أن يكون على الأقل جزء من مقابل عرض الاستحواذ الإلزامي نقدياً. وأن معيار تحديد سعر عرض الاستحواذ الإلزامي هو أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض أو أسي شخص يعمل بالتنسيق معه قبل تقديم العرض.

من أجل حماية سوق الأوراق المالية والحفاظ على الشفافية فيها، ولإيجاد توازن بين مصالح المساهمين من خلال تخير أقلية المساهمين بين البقاء في الشركة أو الخروج منها عن طريق بيع أسهمهم بسعر عادل ولإتاحة الفرصة لصاحب الحصة المسيطرة ببسط سيطرته على الشركة وتطبيق الاستراتيجية التي يراها دون معوقات من الأقلية، فإننا في نهاية البحث نوصي ببعض المقترحات التي نوردها على النحو التالي :

أولاً: تعديل المادة الثانية عشرة من لائحة الاندماج والاستحواذ، وذلك بتخفيض النسبة الموجبة لتقديم عرض استحواذ إلزامي من ٥٠ % إلى ٣٠ % فأكثر. مثل هذا المقترح يتلاءم مع الواقع العملي، حيث يتبين في بعض الأحيان أن تملك نسبة أقل بكثير من نسبة ٥٠% في شركة بإمكانها تسمح بالسيطرة الفعلية على هذه الشركة والتحكم في إدارتها. يضاف إلى ذلك إلى أن تخفيض

النسبة من ٥٠ % و أكثر إلى ٣٠ % و أكثر يجعل نظام السوق المالية السعودي متسقاً مع كثير من قوانين الأسواق المالية المختلفة.

ثانياً : من الأهمية بمكان وضع معيار أو معايير معينة لحساب النسبة الموجبة لتقديم عرض عام إلزامي أو عرض استحواذ عام إلزامي. وأنه ينبغي عند تقدير نسبة التملك الموجبة لإيداع عرض استحواذ عام الأخذ في الاعتبار ليس فقط الأسهم أو الأوراق المالية التي يمتلكها المساهم فعلياً والتي قد تدخل في تركيبة رأس المال أو تمنح الحق في التصويت في الجمعيات، وإنما أيضاً الصكوك المالية التي من المحتمل تملكها والتي تكون قابلة للدخول في رأس المال - كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أو القابلة للمبادلة بأسهم - طالما أن قرار التملك لا يخضع للسلطة التقديرية المطلقة للشركة المصدرة.

ثالثاً: يتعين أن تحدد لائحة الاندماج والاستحواذ بشكل واضح الحالات التي يمكن فيها اعفاء المستثمر من تقديم عرض استحواذ إلزامي ولو على سبيل المثال - كالنص على أنه في حال انتقال السيطرة دون مقابل أو تجاوز ملكية المساهم في الشركة الحد القانوني المنصوص عليه دون تغيير في السيطرة على الشركة، أو تمت هذه السيطرة بموافقة الجمعية العامة للمساهمين - بدلاً من ترك الأمر لمجلس هيئة سوق المال وسلطته التقديرية. وضوح الأحكام والقواعد المنظمة لسوق الأوراق المالية يجعله أكثر شفافية وبالتالي محفزاً للاستثمار فيه.

رابعاً: إذا أردنا أن نحقق قدراً من المساواة في التعامل بين أغلبية المساهمين وأقليتهم، وأن نضمن للأقلية في الشركة محل العرض الاستفادة من نفس الشروط والمزايا التي تمت بها عملية استحواذ مقدم العرض على حصة الأغلبية، فإنه يجب تطبيق معيار أعلى سعر تم دفعه على جميع العمليات التي قام بها مقدم العرض أو أحد الأشخاص الذين يعملون بالتنسيق معه قبل تقديم العرض من عمليات اندماج أو تقديم حصص، أو حتى عرض العام التبادلي، ولا يكفي فقط بالسعر الناتج عن عمليات الشراء أو عمليات الاستحواذ التي تمت بمقابل نقدي خلال السنة السابقة لتقديم مشروع العرض الإلزامي.

خامساً: عدم الأخذ بقاعدة أعلى سعر تم دفعه من قبل مقدم العرض كقاعدة نصت عليها لائحة الاندماج والاستحواذ لتحديد ثمن عرض الاستحواذ إذا تبين أن تطبيقها لا يؤدي تحقيق سعر عادل يضمن المساواة بين أغلبية وأقلية

المساهمين بسبب حدوث بعض العوامل أو بعض المتغيرات الاقتصادية ,  
واللجوء إلى معايير اقتصادية أخرى كالقيمة السوقية للشركة محل العرض ,  
ومدى سيولة أسهمها المتداولة في السوق وغيرها من المعايير الاقتصادية  
المعمول بها في الواقع العملي.