

القيود القانونية المفروضة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ

Legal obligations to refrain imposed on the board of directors of the company targeted by acquisitionهند عبد الرحمن حجار^{1*}¹جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.**Hend Abdulrahman Hajjar^{1*}**¹University of Sharjah Emirats Arabes Unisأ.د. آلاء يعقوب يوسف^{2*}²جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.**Alaa Yakoob Yousif^{2*}**²University of Sharjah Emirats Arabes Unis

تاريخ الاستلام: 2022/10/05 تاريخ القبول للنشر: 2022/11/15 تاريخ النشر: 2022/12/30



المخلص:

يعد التنظيم التشريعي للاستحواذ على الشركات التجارية واحداً من أهم الموضوعات التي جاء بها المشرع الإماراتي والمصري من خلال قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (18 ر.م) لسنة 2017 بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة¹، واللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (95 لسنة 1992² حيث جاء القانون متوافقاً مع المتطلبات اللازمة لنجاح عملية الاستحواذ؛ إلا أن الأمر بحد ذاته لا يخلو من وجود تدخلات معينة لمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ يهدف من خلالها إلى إحباط عملية الاستحواذ، ومن أهم صور تلك التدخلات هو الزيادة في رأس مال الشركة وعقد اتفاقيات تهدف إلى تراجع المستحوذ عن عرضه وتقديم معلومات مضللة لذلك تناول كل من المشرعين الإماراتي والمصري عدداً من القيود القانونية الواردة على مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ، اعتماداً على قاعدة حياد مجلس الإدارة فالمشرع من خلال تلك القاعدة يهدف إلى توازن المصالح بين أحقية مجلس الإدارة في إدارة الشركة من جهة

القرار منشور على الموقع الرسمي <https://www.sca.gov.ae/ar/regulations/regulations-listing.aspx#page=1>

¹الهيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات العربية المتحدة.

²منشور في الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرر في ١٩٩٢/١٢/٢٢.

وحماية مساهميها من مساوئ تدخل مجلس الإدارة المتمثلة بإحباط عملية الاستحواذ، مع إتاحة الحق لتدخل مجلس الإدارة في حالات معينة مثل حالة التركيزية بعروض منافسة وتقديم المشورة اللازمة نحو العرض المقدم، وتوضح أهمية البحث في مدى كفاية تلك القيود للحد من خطر إحباط مجلس الإدارة لعملية الاستحواذ؟ وما هي الضوابط الرئيسية التي يتعين على مجلس الإدارة اتباعها في كيفية التعامل مع المعلومات الداخلية للشركة؟ وما هي الجزاءات التي نص عليها القانون في حال مخالفة هذا الأخير لأي التزاماته؟

الكلمات المفتاحية: الاستحواذ، المعلومات الداخلية، المساهمين، العروض المنافسة، الاستحواذ العدائي.

Abstract:

The legislation organization for merging the business companies is deemed one of the major and salient topics that are addressed in the Egyptian and Emirati legislators through the decree of the Committee Chairman No. (18.T.M) on Merging and Acquisition of Public Stock Companies and the Executive Regulation of the Capital Market Law No. (95) of 1992. Although, the law stipulation is in conformity with the requirements for the acquisition process completion, yet this is not free from certain interventions of the board of directors the company subject of the acquisition through which it aims at nullifying and counteracting the acquisition. The most salient examples of these interventions are increasing the company capital, concluding agreements aiming at making the acquirer to withdraw its offer, and providing misleading information.

Thus, both Emirati and Egyptian legislators discussed numerous legal restrictions on the board of directors of the company subject of the acquisition based on the board of directors impartiality rule, through which the legislator aim at achieving the interests balance between the right of the board in managing the company protect its shareholders from the disadvantages of the Board of Directors interventions in counteracting the acquisition, while allowing the right for the board of directors to intervene in certain situations such as the case of recommending competing offers, and providing the necessary advice towards the offer made. The importance of this study is to know how effective these restrictions are to reduce the risk of the board counteraction to the acquisition process. What are the main controls that should be followed by the board of directors to the internal company information ? What are the penalties stipulated by the law in case the latter's violation to any of its obligations ?

Keywords: Acquisition, Inside information, Shareholders, Competitive offers, hostile takeover.

المقدمة:

يعد الاستحواذ على الشركات التجارية وسيلة من الوسائل التي تؤدي إلى تحقق عمليات التركيز الاقتصادي، ولا خلاف حول ما يمكن أن يحققه الاستحواذ من مزايا للشركة المستهدفة به؛ حيث يمكنها الانتفاع من خبرة المستحوذ الاقتصادية والإدارية، فضلاً عن كون الاستحواذ وسيلة مهمة لإعادة هيكلة الشركة من خلال دخول مساهمين آخرين يملكون أغلبية رأس المال في الشركة، حيث يكون لهؤلاء المساهمين الجدد الحائزين على الأغلبية إعادة تكوين مجلس إدارة الشركة وهو ما يتيح ترقية مستوى إدارة الشركة عما كانت عليه قبل الاستحواذ³ إلا أنه بالرغم من تلك المزايا التي يحققها الاستحواذ للشركة المستهدفة به، إلا أن مجلس إدارتها قد يسعى إلى إحباطه، وقد يتخذ من الاستحواذ وسيلة لتحقيق مصالح شخصية على حساب مصلحة الشركة ومساهميها.

لذا تسعى القواعد المنظمة للاستحواذ إلى وضع ضوابط معينة لتصرفات مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ فيما يتعلق بعملية الاستحواذ، وذلك من خلال فرض التزامات سلبية على مجلس الإدارة تحظر عليه تصرفات معينة. من ذلك فرض التزام بالامتناع عن استغلال المعلومات الداخلية، لمنع مجلس الإدارة من تحقيق منافع ومصالح ذاتية مرتبطة بعملية الاستحواذ من جهة. وفرض التزام بالامتناع عن استخدام وسائل معينة، يستوي في ذلك أن تكون قانونية أو اتفاقية، من شأنها إحباط عملية الاستحواذ، لأن ذلك مؤداه أيضاً تحقيق المصالح الشخصية لمجلس الإدارة وأعضائه، حيث يكون الهدف من إحباط عملية الاستحواذ الحفاظ على مناصبهم في إدارة الشركة، ذلك أن نجاح الاستحواذ يعني تملك المستحوذ لأغلبية الأسهم إن لم يكن كلها في الشركة، مما يعطيه القدرة على استبدال مجلس جديد بمجلس إدارة الشركة الحالي.

وتأسيساً على ما تقدم تتمحور إشكالية البحث في تبني كل من القانونين الإماراتي والمصري الاتجاه الذي يحد من صلاحية مجلس الإدارة في اتخاذ القرار بشأن عملية الاستحواذ ولاسيما بشأن إحباطها ابتداءً من عدمه، مُرجحاً كفة المساهمين وتاركاً لهم سلطة اتخاذ القرار المتعلق بتمكين المستحوذ من الاستحواذ على الشركة وبيع أسهمهم له أو البقاء في الشركة. كما عمداً إلى تقييد مجلس الإدارة والحد من قدرته على ترجيح المصالح الذاتية، اعتماداً على ما يتيح المنصب الإداري من الاطلاع على معلومات لا يملكها مساهمو الشركة أو الغير. وقد وردت العديد من الأحكام بشأن ذلك في كل من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 18 (ار. م) لسنة 2017 واللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصرية رقم 95 لسنة 1992 والتي نظمت قواعد وأحكام الاستحواذ بشكل عام. إلا أن الأحكام المتقدمة تثير إشكالية تتعلق بمدى تحقيقها لمصلحة الشركة ومساهميها، ولاسيما حظر تدخل مجلس الإدارة على الرغم من كونه الجهة الأكثر اطلاعاً على واقع

³ يوسف آلاء يعقوب، "الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الودي دراسة تحليلية في القانون الإماراتي"، مجلة جامعة الإمارات العربية المتحدة، العدد 86، أبريل 2021، ص 82.

الشركة والأكثر قدرة على اتخاذ القرار المناسب لها. ولتحقيق لتحقيق أهداف هذا البحث فتم تقسيمه بعد مقدمته إلى مبحثين اثنين ويندرج تحت كل منهما مطلبان تلحقها الخاتمة متضمنة أبرز النتائج حيث تناول المبحث الأول حظر استغلال مجلس الإدارة المعلومات الداخلية في حين يبحث الثاني في التزام مجلس الإدارة بعدم إحباط عملية الاستحواذ.

المبحث الأول

حظر استغلال مجلس الإدارة المعلومات الداخلية

يعتبر حظر استغلال المعلومات الداخلية غير المعلنة أحد الالتزامات السلبية الرئيسية التي تفرض على مجلس إدارة الشركة بشكل عام. وتتضح أهمية هذا الالتزام بشكل خاص في إطار عملية الاستحواذ. ولهذا الحظر عدة أسباب أهمها الحفاظ على توازن وكفاءة عمل أسواق الأوراق المالية وتوفير الحماية للمساهمين والمستثمرين وأصحاب المصالح والأطراف ذات العلاقة من الضرر الذي يترتب على استغلال مجلس الإدارة في الشركة المعلومات الداخلية، خاصةً وأن لتلك المعلومات دوراً مهماً في صناعة قرار المساهمين في قبول عرض الاستحواذ الذي يقدمه المستحوذ. بناءً على ذلك فقد تم النص على هذا الالتزام في القانون الإماراتي ممثلاً في قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (18/ر.م) لسنة 2017 بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة⁴، وقواعد حوكمة الشركات ممثلة في قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة⁵، وكذلك في القانون المصري واللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رقم (95) لسنة 1992⁶ حيث رسماً حدود هذا الالتزام، ووضعاً ضوابط معينة لكيفية تعامل مجلس الإدارة مع المعلومات الداخلية في جميع مراحل عملية الاستحواذ. وبناءً على ما سبق تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين؛ يتناول الأول مفهوم المعلومات الداخلية، ويبحث الثاني في ضوابط الالتزام بعدم استغلال المعلومات الداخلية.

المطلب الأول: مفهوم المعلومات الداخلية وخصائصها

يؤدي استغلال المعلومات الداخلية كما سبق البيان إلى التأثير بشكل سلبي على الشركة وسوق الأوراق المالية والمتعاملين فيها. وإذا كان على مجلس الإدارة التزام سلبي بعدم استغلالها، فإن بيان هذا الالتزام يتطلب تحديد ما يعد معلومات داخلية، إذ يترتب على ذلك دخولها في نطاق الحظر، وتمييزها عن المعلومات التي لا يسري عليها هذا الوصف، فتكون خارج نطاق الحظر المذكور. هذا وقد تباين الفقه والتشريع في تعريفه لتلك

منشور في الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات العربية المتحدة

<https://www.sca.gov.ae/ar/regulations/regulations-listing.aspx#page=1>⁴

منشور في الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات العربية المتحدة

<https://www.sca.gov.ae/ar/regulations/regulations-listing.aspx#page=1>⁵

⁶ منشور في الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرر في ١٩٩٢\٦\٢٢.

المعلومات، إلا أن الفقه اتفق على وجود عدة خصائص يمكن من خلالها تمييز المعلومات الداخلية. وعلى هدي ما تقدم نتناول تعريف المعلومات الداخلية وخصائصها مخصصين لكل منهما فرعاً مستقلاً على النحو الآتي.

الفرع الأول: تعريف المعلومات الداخلية

نتناول في هذا الفرع تعريف المعلومات الداخلية وفقاً للقانون، ثم نبين التعريف المعتمد في القانونين الإماراتي والمصري ثانياً، في فقرتين بحسب الآتي:

أولاً: التعريف التشريعي للمعلومات الداخلية

أ- تعريف المشرع الإماراتي:

لم يتضمن القانون الإماراتي تعريفاً مباشراً للمعلومات الداخلية المحظور استغلالها، على الرغم من أنه نظم أحكام الحظر الوارد عليها في قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (18. رم) لسنة 2017 بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة⁷. وكذلك في قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3 ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة. حيث تضمن قرار الحوكمة المذكور أحكاماً تفصيلية بشأن دور مجلس الإدارة في المحافظة على المعلومات الداخلية وحظر استغلالها، ففرض عليه التزاماً باتخاذ كافة الإجراءات اللازمة للحفاظ على سرية المعلومات الداخلية للشركة، ووسع من نطاق هذا الالتزام، فمنع مجلس الإدارة من استغلال المعلومات بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر وسواء استغلها لصالحه أو لصالح غيره⁸. إلا أن قرار الحوكمة المشار إليه تضمن من جانب آخر تعريفاً للمعلومة الجوهرية في المادة الأولى منه، فنص على أنها: "أي معلومة، أو حدث، أو قرار، أو واقعة من شأنها التأثير بشكل مباشر أو غير مباشر على سعر الورقة المالية للشركة، أو حركة أو حجم تداولها، أو على قرار المستثمر...". وذكر أمثلة على ما يمكن أن يكون معلومة جوهرية، ثم تناول في ذات المادة تعريفاً لتعاملات الأطراف المطلعة فيبين بأن المقصود بها: "ممارسة محظورة لشراء أو بيع أوراق مالية لشركة خاضعة للتداول العام أثناء حياة معلومات جوهرية...". ومن الجمع بين المادتين يمكن القول إن المعلومات الجوهرية في سياق التعريف الوارد لتعاملات الأطراف المطلعة يراد بها المعلومات الداخلية، ومع ذلك وبحسب ظن الباحثة، أن المعلومات الجوهرية قد لا تكون بالضرورة معلومات داخلية، وكان يفضل لو أن المشرع يميّز بينهما. فالمعلومات الداخلية تنتم بكونها جوهرية ومؤثرة، على النحو الذي سيأتي لاحقاً، إلا أنها في ذات الوقت تختص بكونها سرية لا يعرفها إلا من يعمل داخل الشركة ووصف بالمطلع بناءً على ذلك. ولا تعد المعلومة داخلية وإن كانت جوهرية متى ما تم الإعلان عنها

⁷ انظر المادة (19) الفقرة الرابعة البند الأول من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

⁸ انظر المادة (14/15) والمادة (16/2 وف6)، والمادة 31 الفقرة الأولى البند الأول، وهو ذات المبدأ المنصوص عليه في المادة (37) من القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع.



لجميع ولا سيما جمهور المتعاملين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية. من ذلك على سبيل المثال، تعد معلومة جوهرية، على النحو الذي بيّنه قرار الحوكمة، زيادة أو تخفيض رأس المال في الشركة، وكذلك تغيير نشاط الشركة أو غرضها والتغيير في أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية العليا للشركة، وهذه المعلومات تستلزم تعديل عقد الشركة ونظامها ومن ثم شهر هذا التعديل، ومتى ما تم الشهر على النحو المطلوب قانوناً فإن المعلومات تفقد صفتها كونها داخلية، وتفتت فرصة استغلالها بالنظر لعلم الكافة بها.

ب- تعريف المشرع المصري:

أما القانون المصري الذي يتفق مع القانون الإماراتي في حظره استغلال المعلومات الداخلية، فهو يخالفه في تناوله بشكل صريح تعريف المعلومة الداخلية وتمييزها عن المعلومة الجوهرية. حيث حددت المادة (319) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس مفهوم المعلومة الجوهرية بأنها: "المعلومة أو المعلومات التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة أو القابلة للتداول، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق"، في حين تعرّف ذات المادة المعلومات الداخلية بأنها "أي من المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها". يتضح من التعريفين أن أحد الخصائص الرئيسية للمعلومة الداخلية أن تكون معلومة جوهرية، إلا أن هذا ليس كافياً فقد اشترط المشرع بأن لا تكون المعلومة قد تم الإفصاح عنها للجمهور لأنه وفي حال الإعلان عنها لا نكون أمام معلومة داخلية. وهذا ما يميزها عن المعلومة الجوهرية التي يمكن وكما بيّن المشرع المصري أن تكون معلنة، وذلك "عندما يتم اتاحتها لجمهور المتعاملين في وقت واحد وبذات الطريقة وفقاً للقواعد والإجراءات الحاكمة والمنظمة للإفصاح في البورصة"⁹.

هذا ويرى جانب من الفقه أن المشرع المصري قد قيد نطاق المعلومة الداخلية بأن اقتصرها على المعلومات المرتبطة بالشركة المصدرة للأوراق المالية، وهو تضيق غير مبرر ويرجع السبب في ذلك أن المعلومة الداخلية قد تأتي من عدة مصادر مختلفة من ضمنها الشركة، حيث يجب أن تشمل المعلومات الداخلية كافة المعلومات سواء التي لها ارتباط مباشر بالشركة أو التي لها علاقة بأوراقها المالية.¹⁰

⁹ المادة 319 الفقرة ب من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بموجب قرار وزير الاقتصاد رقم 135 لسنة 1993.
¹⁰ السعيد منصور والمياس عادل، "حظر استغلال المعلومات السرية في تعاملات أسواق المال دراسة في ظل القانون الكويتي والقانون المقارن"، الجزء الأول، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة الثامنة العدد 4، العدد التسلسلي 32، ديسمبر 2020، ص 56.

ثانياً: خصائص المعلومات الداخلية

من خلال التعريفات المبينة فيما سبق للمعلومات الداخلية تتضح الخصائص الرئيسية التي ينبغي توافرها لعد المعلومة داخلية. ويمكن إجمال هذه الخصائص بالآتي:

أ- أن تكون المعلومة محددة

لا يمكن اعتبار المعلومات الداخلية في الشركة المستهدفة بالاستحواذ والتي أطلع عليها أي من أعضاء مجلس الإدارة معلومة محظور استغلالها إلا إذا كانت تلك المعلومة محددة؛ وهي تكون كذلك إذا كانت تستند إلى وقائع حقيقية يمكن للمطلع من خلال معرفتها أن يحقق مصلحة معينة له أو لغيره سواء كانت تلك المصلحة مادية أو معنوية، بسبب تأثير تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية للشركة أو توجهات المتعاملين بها، من ذلك على سبيل المثال المعلومات المتعلقة بتعرض الشركة لخسائر متتالية بنسبة معينة مؤثرة. بخلاف المعلومات غير المحددة حيث إن هذه الأخيرة لا يترتب على معرفتها أي أثر يذكر على أسعار الأوراق المالية أو تداولها. ويعد من قبيل المعلومات غير المحددة ما هو مرتبط بالأرباح المستقبلية للشركة، أو أن الشركة المستهدفة بالاستحواذ تعاني من عدم كفاءة أعضاء مجلس إدارتها. وتلك المعلومات ما هي إلا مجرد شائعات في غالب الأحيان ليس لها إلا تأثير لفترة زمنية قصيرة ولا يمكن الاعتماد بذلك التأثير لفترة زمنية طويلة¹¹.

ب- أن تكون المعلومة غير معلنة:

يفترض في المعلومات الداخلية محل الاستغلال أن تكون سرية - أي غير مفسح عنها- من قبل الشركة حيث إن قنوات الإفصاح الرسمية التابعة لإدارة أسواق المال والبورصة التي يتم من خلالها الإفصاح عن تلك المعلومات الداخلية، تفقد المعلومة طابع السرية منذ وقت الإعلان عنها عبر تلك القنوات، وهذا ما يمكن كافة المتعاملين من إجراء مختلف العمليات الاقتصادية من بيع وشراء لأسهم الشركة المستهدفة بالاستحواذ وفقاً للمعلومات المعلن عنها، وفي حال ما زالت تلك المعلومة محتفظة بسريتها فلا يجوز لمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ استغلالها بأي طريقة كانت والحكمة من ذلك هو تحقيق أفضل صور للتكافؤ والمساواة بين المساهمين.¹² وبحسب رأي الفقه القانوني فإن صفة السرية على المعلومات الداخلية تنتفي

¹¹ محمد ذكرى عبد الرزاق، "حظر التعامل على الأدوات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية وفقاً لمعلومات داخلية"، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، المجلد، 108، العدد 525، يناير 2017، ص 107.

¹² الشريهان فاطمة عبد الله، "مفهوم المعلومة محل الاستغلال في عملية استغلال المعلومات الداخلية بموجب القانون رقم 7 لسنة 2010، تعليق على حكم قضائي"، مجلة الحقوق، جامعة الكويت مجلس النشر العلمي، المجلد 43، العدد 2 يونيو 2019، ص 60.

إذا تم الإعلان عنها لجمهور المتعاملين عبر القنوات الرسمية لسوق الأوراق المالية والبورصة أو بنشرات الإفصاح الصادرة من الشركات وفقاً لما هو منصوص عليه في هذا الشأن.¹³

ت - أن تكون المعلومة جوهرية

ترتبط الحكمة من حظر استغلال المعلومات الداخلية بما لتلك المعلومات من تأثير على أسعار الأوراق المالية وتوجهات المستثمرين والسوق بشأنها، فيكون استغلالها من قبل المطلعين عليها ولاسيما أعضاء مجلس الإدارة لارتباطهم المباشر بالشركة ونشاطها مدعاة للإخلال بالمساواة بين المساهمين، وترجيح المصلحة الذاتية لهم أو للغير على حساب مصلحة الشركة أو المستثمرين أو سوق الأوراق المالية. وتعد المعلومة المتعلقة بوجود عملية استحواذ على الشركة بحد ذاتها معلومة جوهرية¹⁴. إذ يعمد المستحوذ إلى تقديم العرض لشراء أسهم الشركة عادة بسعر أعلى من قيمتها السوقية من أجل تشجيعهم على بيع أسهمهم لتحقيق ربح مالي مباشر¹⁵. وقد يدفع ذلك مجلس الإدارة بحكم اطلاعه على وجود نية الاستحواذ لدى المستحوذ قبل إعلانها، إلى شراء الأسهم بسعر السوق أو تمكين الغير من شرائها من خلال تقديم المعلومات غير المعلنة له، أملاً في بيعها لاحقاً للمستحوذ بسعر أعلى.

المطلب الثاني: أحكام الالتزام بعدم استغلال المعلومات الداخلية

ينضوي تحت الالتزام السلبي بعدم استغلال المعلومات الداخلية عدد من الالتزامات ذات الصلة به، يتعين على مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ مراعاتها وإلا عُدَّ مستغلاً للمعلومات الداخلية بشكل مباشر أو غير مباشر. الأمر الذي يترتب عليه تعرضه لجزاءات قانونية معينة. وفي الفرعين الآتيين بيان لكيفية تنفيذ مجلس إدارة الشركة المستهدفة التزامه بعدم استغلال المعلومات الداخلية، وبيان للجزاءات المترتبة على الإخلال بهذا الالتزام.

¹³ نقلاً عن: الجنيبي خالد، "الحماية الجزائية الخاصة لسوق الأوراق المالية لدولة الإمارات العربية المتحدة"، رسالة ماجستير، أكاديمية شرطة دبي للدراسات العليا، المواجدة مراد محمود، "الحماية القانونية من التعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات داخلية غير معلنة في التشريع الأردني"، المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية، جامعة مؤتة عمادة البحث العلمي، المجلد 4، العدد 2، 2012، ص 258.

¹⁴ انظر تعريف المعلومة الجوهرية في المادة 1 من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (3/ر. م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة.

¹⁵ الشحومي محمد خليفة، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، دار النهضة العربية، القاهرة، 2018، ص 91-92.

الفرع الأول: تنفيذ الالتزام بعدم استغلال المعلومات الداخلية

عدم استغلال المعلومات الداخلية من قبل مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ يتطلب منه الامتناع عن التصرف والتعامل بالأوراق المالية للشركة المستهدفة بالاستحواذ بناءً على تلك المعلومات من جهة، وعدم تمكين الغير من استغلال تلك المعلومات الداخلية من خلال المحافظة على سريتها من جهة أخرى. وفيما يأتي بيان لهذين الالتزامين الفرعيين.

أولاً: حظر الاستغلال المباشر وغير المباشر للمعلومات الداخلية

يتخذ إخلال مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ بواجب عدم استغلال المعلومات الداخلية عدة صور؛ ومن هذه الصور التي تستوجب تطبيق المسؤولية عليها قيام مجلس الإدارة المطلع على المعلومات الداخلية بتداول الأوراق المالية بناءً على تلك المعلومات حيث يفترض المشرع الإماراتي والمصري في هذا الشأن أن مجلس الإدارة قد أطلع على تلك المعلومات الداخلية غير المفصح عنها وتعامل مع هذه الأوراق بنفسه ولحسابه الخاص، بحيث لولا منصبه لما تيسر له الحصول على تلك المعلومات غير المفصح عنها وبالتالي ما كان هناك تعامل منه على تلك الأوراق المالية محل الاستغلال.¹⁶

من جهة أخرى فقد يعتمد مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ الى دفع الغير من الذين لا يملكون صلاحية الاطلاع على المعلومات الداخلية الى التعامل بتلك الأوراق بناءً على ما لديه من معلومات داخلية بشأنها، وللفقه القانوني حول هذه الصورة فرضيتين أولهما: وجود معرفة مسبقة بين مجلس الإدارة والغير الذي استغل المعلومات الداخلية التي وصلت إلى علمه من خلال الطرف الأول، والفرضية الثانية هو عدم وجود علاقة ما بين مجلس الإدارة والغير حيث يفترض أن مجلس الإدارة قد قدم نصحاً وتوجيهاً للغير للتعامل على تلك الأوراق المالية دون أن يكون لمجلس الإدارة أي شأن في ذلك التعامل، وفي كل من الحالتين السابقتين تتعقد مسؤولية مجلس الإدارة نتيجة لهذا الإخلال وهذا ما سيتم الحديث لاحقاً في مبحث منفصل.

ثانياً: المحافظة على سرية المعلومات الداخلية

يرجع الأساس القانوني لالتزام مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ إلى حق الشركات ومساهميها بالاحتفاظ بمعلوماتها الداخلية، وأنه لا يحق لمجلس الإدارة الإخلال بذلك الالتزام؛ حيث أن لكل كيان تجاري معلومات داخلية سرية تتمتع بالحماية القانونية عند إساءة استعمال واستغلال ما أطلع عليه مجلس الإدارة

¹⁶ انظر المادة (7) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ، والمادة (327) فقرة (د) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصرية.



من معلومات وبيانات لتحقيق غايات غير مشروعة¹⁷، حيث يتعين لمجلس الإدارة بذل العناية الضرورية واتخاذ ما يلزم عند تلقيه معلومات داخلية سرية مرتبطة بعرض الشراء خلال فترة سريانه وما يلحق به من إعلانات ووثائق مقدمة من الشركة المستحوذة؛ وتكمن الغاية الرئيسية من فرض المشرع الإماراتي هذا الالتزام في تفتادي التحركات السلبية في أسواق المال من جهة والتأثير على سير عملية الاستحواذ من جهة أخرى و الناجمة عن عدم التزام مجلس الإدارة بالمحافظة على سرية المعلومات.¹⁸

وموقف المشرع المصري حول هذا الالتزام لا يختلف كثيراً عن موقف المشرع الإماراتي. فمن خلال النظر إلى المادة (329) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصرية، مع عدم الإخلال بقواعد الإفصاح الواجب يجب على الأشخاص المعنية عدم إفشاء أية معلومات سرية مرتبطة بعرض شراء محتمل، وعلى هؤلاء الأشخاص بذل عناية الرجل الحريص في المحافظة على المعلومات السرية بما في ذلك السعر المحتمل لعرض الشراء، واتخاذ الإجراءات اللازمة لمنع تسريب أي معلومات بشأن العرض المحتمل... ويرى جانب من الفقه القانوني أن الغاية الأساسية من المادة (329) هي التصدي للتصرفات الناجمة عن الإفصاح عن معلومات داخلية حول أسهم الشركة المستهدفة دون الحصول على موافقة مسبقة من هيئة الرقابة المالية،¹⁹ حيث قد يؤدي ذلك إلى استغلال تلك المعلومات من قبل الغير، في حين أن تلك المعلومات لها طابع السرية والتزام مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ بالمحافظة على تلك المعلومات يعد عاملاً مؤثراً في نجاح التعاملات في الأسواق المالية بشكل عام وعروض الاستحواذ بشكل خاص.²⁰

الفرع الثاني: جزاء استغلال المعلومات الداخلية

تقوم مسؤولية مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ عند الإخلال بالتزامه المتعلق بالمعلومات الداخلية وقيامه باستغلالها. مما يترتب على ذلك بطبيعة الحال فرض جزاءات قانونية معينة. وفيما يأتي بيان لتلك الجزاءات.

¹⁷ نقلاً عن: البربري صالح، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، القاهرة، مركز المساندة القانونية، الأولى، 2001، ص34، وخضر أحمد، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2012، ص85، وآخرون، مؤمن طاهر شوقي، "الإفصاح والشفافية في السوق المالية المصرية والكويتية والفرنسية"، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة الرابعة، ملحق خاص بأبحاث المؤتمر السنوي الثالث، الحوكمة والتنظيم القانوني لأسواق المال، العدد1، الجزء الأول، مايو 2016، ص343.

¹⁸ انظر المادة (19) الفقرة الرابعة البند الأول والرابع من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

¹⁹ أبو صالح سامي عبد الباقي مرجع سابق، ص363.

²⁰ العيسوي مروة محمد، مدى توافق الإفصاح في البورصة مع مبدأ السرية، المركز القومي للإصدارات القانونية القاهرة، الطبعة الأولى، 2016، ص232.

أولاً: الجزاءات المدنية

يرتب كل من المشرع الإماراتي والمشرع المصري جزاءً مدنياً صارماً عند تعامل مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ بناءً على معلومات داخلية، ويتمثل هذا الجزاء ببطلان كافة التعاملات التي تتم بناءً على استغلال معلومات داخلية غير معلنة التي قد تحدث تأثيراً جوهرياً على أسعار الأوراق المالية في حال الكشف عنها قبل وقتها المحدد. حيث يفترض علم مجلس الإدارة بأن المعلومات المتاحة هي معلومات داخلية غير معلنة ويتعين عليه عدم استغلالها في أي من التعاملات المتعلقة بالأوراق المالية.²¹

وعلى الرغم من أن نص المادة (293) من قانون الشركات التجارية الإماراتي، لم يشر إلى جزاء البطلان بشكل صريح إلا أن المشرع الإماراتي تناول ذلك الجزاء من خلال عدة تشريعات صادرة من الهيئة ومنها:

قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (3) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية في المادة (39) تنص على بطلان كافة تصرفات مجلس الإدارة الناجمة عن استغلاله للمعلومات الداخلية المرتبطة وقد أشارت المادة (37) من القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية جزاء البطلان على جميع التعاملات التي تمت في سوق الأوراق المالية بناءً على استغلال معلومات داخلية غير معلنة سواء تمت تلك التعاملات من قبل مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو غيرهم من المطلعين.

أخيراً تناول قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (2) لسنة 2001 في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية بنص المادة (15) بطلان كافة تعاملات مجلس الإدارة التي تمت بناءً على معلومات داخلية غير مفصح عنها علم بها بحكم منصبه في إدارة الشركة. يتبين من هذا النص أن البطلان مرتبط باستغلال مجلس الإدارة للمعلومات الداخلية التي حصل عليها بحكم منصبه أما المعلومات الداخلية التي يتلقاها مجلس الإدارة بطريقة غير مباشرة فلا ينطبق عليها جزاء البطلان.²²

وفيما يتعلق بالمشرع المصري فهو لا يختلف عن نظيره المشرع الإماراتي في فرض جزاء البطلان ؛ فوفقاً لما أشارت إليه محكمة القضاء الإداري المصرية فإن الإجراءات المتعلقة بعروض الشراء هي ذات طبيعة جوهرية ولو لم يشر إليها القانون بشكل مباشر فيمكن اعتبارها كذلك، ومن ثم فإن أي مخالفات من قبل مجلس الإدارة لتلك الإجراءات يستوجب معها بطلان التصرفات ما لم تشر اللائحة التنفيذية عكس ذلك، وتعقيباً على ما تقدم فلا يلزم لتحقيق بطلان استغلال مجلس الإدارة لمعلومات داخلية غير معلنة إثبات جميع المساهمين حالة

²¹الملحم أحمد عبد الرحمن، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، دراسة مقارنة، مطبوعات جامعة الكويت، 1998، ص16.

²²انظر المادة (37) من قانون اتحادي رقم (4) لسنة 2000م في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع..

الضرر التي قد لحقت بهم نتيجة استغلال مجلس الإدارة لتلك المعلومات الداخلية، فحسب ما يتجه إليه الفقه أن حالة الضرر من الوارد حدوثها في حال عدم تنفيذ مجلس الإدارة لتلك الإجراءات التي يبتغي منها المشرع حماية مصالح المساهمين من خطر استغلال مجلس الإدارة لتلك المعلومات من جهة وحماية المصلحة العامة من جهة أخرى.²³

ثانياً: الجزاءات الإدارية

فوض المشرع الإماراتي بنص المادة (300) من قانون الشركات الاتحادي الجهات الإدارية القائمة على متابعة أعمال أسواق المال بالدولة اتخاذ جزاء أو أكثر من الجزاءات الإدارية بحق مجلس الإدارة المخالف لمبدأ حظر استغلال المعلومات الداخلية، وقد تمت الإشارة إلى تلك الجزاءات في موضعين اثنين بدءاً بالمادة (55) في بندها الأول والثاني قرار الاستحواذ والتي نصت صراحةً على توجيه كلاً من التنبيهات والإنذارات وتناول النص المذكور جميع مخالفات مجلس الإدارة بشكل عام ومن ضمنها استغلاله لمعلومات داخلية غير معلنة الداخلية، وذات الأمر ما أشير إليه في نص المادة (37) بفقرتها الأولى من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (3) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص الإفصاح والشفافية والتي وضحت ماهية تلك المخالفات التي تستوجب إيقاع تلك الجزاءات على مجلس الإدارة ومنها: تقديم أي من المعلومات والبيانات والإدلاء بمعلومات غير صحيحة ولا تتصف بالدقة اللازمة والتي من شأنها إحداث حالة من التأثير السلبي على التداول في الأوراق المالية بشكل يؤثر على قرارات المساهمين والمستثمرين على حد سواء ، وتحضر كافة تعاملات مجلس الإدارة التي تمت بناءً على استغلال معلومات داخلية غير معلن عنها يكون علم بها بحكم منصبه في الشركة المستهدفة ولم يحدد في النص ما إذا كان علم مجلس الإدارة كان بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على اعتبار أن حظر تعاملات مجلس الإدارة يشمل تعامل هذا الأخير بالمعلومات الداخلية سواء حصل عليها بشكل مباشر أو غير مباشر، ومع عدم الإخلال بما ورد أعلاه للهيئة الحق في توقيع أي من الجزاءات بحق مجلس الإدارة وذلك حسب الأحوال المنصوص عليها.

وفيما يتعلق بموقف المشرع المصري حول الجزاءات الإدارية المترتبة في حق مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ فهو لم ينص صراحةً حول تلك الجزاءات ضمن لائحة عروض الشراء بقصد الاستحواذ، وفقاً لما سبق فإن مجلس الإدارة المخالف لأي من الأحكام والقواعد المنصوص عليها سوف تطبق عليه الجزاءات الإدارية الواردة في نص المادة (10) من القانون رقم 95 لسنة 1992 " لمجلس إدارة الهيئة بناء على أسباب جدية يبيدها عدد من المساهمين الذين يملكون 5% على الأقل من أسهم الشركة وبعد التثبت وقف

²³الحكم رقم (589) لسنة 4ق، جلسة 26\2\1952، ص6، ص511، نقلاً عن: سرى الدين هاني، التنظيم القانوني لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، 2013، ص66.

قرارات الجمعية العامة للشركة التي تصدر لصالح فئة معينة من المساهمين أو للإضرار بهم أو لجلب نفع خاص لأعضاء مجلسي الإدارة أو غيرهم" وينطبق النص السابق على تصرفات مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ إذا ما ارتكب الفعل المشار إليه في النص وهو استغلال المعلومات الداخلية؛ وبحسب رأي الفقه فإن هذه المادة تواجه أي من المخالفات التي تؤدي إلى الإخلال بمبادئ المساواة ما بين جميع المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ حيث أشارت المادة (31) من ذات القانون جواز أن يتخذ مجلس إدارة الهيئة أي من الجزاءات الإدارية إذا كان هناك خطر يهدد وتيرة الاستقرار في أسواق المال من جهة ومصالح المساهمين والمتعاملين والغير من جهة أخرى؛ حيث أجازت توجيه الإنذارات للشركة المستهدفة²⁴ ممثلة بأعضاء مجلس إدارتها أو منع الشركة من مزاوله كل أو بعض أنشطتها وغيرها على أن تشكل هذه المادة كسابقتها وسيلة فعالة يمكن لمجلس إدارة الهيئة الصد لمخالفات مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ نتيجة استغلال معلومات داخلية غير معلنة.²⁵

المبحث الثاني

الالتزام بعدم إحباط عملية الاستحواذ

تبنى كل من القانون الإماراتي والقانون المصري التوجه الذي يرجح كفة المساهمين فيما يتعلق باتخاذ القرار بشأن عملية الاستحواذ. فمنع مجلس الإدارة من التدخل بالشكل الذي يؤدي إلى إفشال عملية الاستحواذ. وعلى الرغم من أن القانونين المذكورين فرضا العديد من الالتزامات القانونية على مجلس الإدارة لضمان عدم تدخله المحبط لعملية الاستحواذ إلا أنهما في الوقت ذاته أقرتا بأنه لا يمكن التعويل على المساهمين وحدهم لاتخاذ القرار المناسب بشأن قبول عرض الاستحواذ من عدمه دون اللجوء إلى مجلس الإدارة، بالنظر لكون الأخير بحكم إدارته للشركة وتسيير نشاطها المعتاد أكثر اطلاعا على أوضاع الشركة المتعددة سواء كانت مالية أو اقتصادية أو قانونية، لذا فقد أورد كل من القانونين استثناءات على الأصل، يسمح بموجبها بتدخل مجلس الإدارة في عملية الاستحواذ.

وفقاً لما تقدم تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين؛ يبحث الأول منهما حظر اتخاذ وسائل دفاعية ضد عملية الاستحواذ، أما المطلب الثاني فيتناول الاستثناءات على قاعدة عدم تدخل مجلس الإدارة في عملية الاستحواذ.

²⁴ أبو صالح سامي عبد الباقي، مرجع سابق، ص 234 وما بعدها.

²⁵ انظر المادة (10) والمادة (31) من القانون رقم 95 لسنة 1992 من قانون سوق رأس المال.

المطلب الأول: حظر اتخاذ وسائل دفاعية ضد عملية الاستحواذ

قد يسعى مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ الى إحباط عملية الاستحواذ على الشركة، خشية أن يقوم مقدم عرض الاستحواذ في حال نجاحه بالاستحواذ على الشركة باستبدال إدارة جديدة للشركة بالإدارة الحالية، وهو ما يعني فقدان أعضاء مجلس إدارة الشركة مناصبهم الإدارية. ولتحقيق ذلك يعتمد مجلس الإدارة إلى اتخاذ وسائل دفاعية معينة، سواء كانت اتفاقية أو قانونية، تؤدي في نهاية المطاف إلى عدم إتمام عملية الاستحواذ. وهو ما تصدى له القانون فحظر على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ، بحسب الأصل، اتخاذ مثل هذه الوسائل الدفاعية.

وللإحاطة بالجوانب القانونية للحظر المذكور تم تقسيم المطلب إلى ثلاثة فروع، يتناول الفرع الأول حظر اتخاذ قرارات تهدف إلى تراجع المستحوذ عن عرضه، في حين يبحث الفرع الثاني في حظر عقد اتفاقات تؤثر على عملية الاستحواذ، أما الفرع الثالث الأخير فمحوره حظر تقديم معلومات مضللة بشأن الاستحواذ.

الفرع الأول: حظر اتخاذ قرارات تهدف إلى تراجع المستحوذ عن عرضه

قد تكون الوسيلة الدفاعية التي يستعملها مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ لمواجهة الاستحواذ وسيلة قانونية، من خلال اتخاذه قرارات معينة تدخل في إطار صلاحياته القانونية باعتباره جهازاً إدارياً للشركة. إلا أن اتخاذ هذه القرارات في حال وجود عرض استحواذ أو احتمال تقديمه قد لا يستهدف تحقيق مصلحة الشركة وليس في إطار نشاطها المعتاد، إنما دافعها محاولة مجلس الإدارة إحباط عملية الاستحواذ، لذا فقد تدخل المشرع لحظرها.

ولعل أهم هذه القرارات القرار بزيادة رأس مال الشركة، وأي قرار من شأنه المساس بأصول الشركة أو زيادة ديونها. ونبين كل منهما فيما يأتي.

أولاً حظر الزيادة في رأس المال:

تعد زيادة رأس المال واحدة من الوسائل التي قد يستخدمها مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ من أجل إحباط عملية الاستحواذ. حيث يرفع من خلال ذلك من تكلفة الاستحواذ على المستحوذ مما قد يدفعه الى التراجع عن تقديم عرض الاستحواذ. بناءً على ذلك فإن زيادة رأس المال تدخل في نطاق التصرفات المحظورة التي أوردها قرار هيئة الأوراق المالية والسلع المتعلق بالاستحواذ. حيث تنص المادة الفقرة الرابعة من المادة 20 من القرار المذكور على أنه: "يحظر على مجلس إدارة ومديري الشركة المستهدفة بالاستحواذ ... 1- اتخاذ قرار بزيادة رأس المال أو إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم إذا كان من شأن هذه الزيادة جعل الاستحواذ مرهقاً أو مستحيلاً...". ولا يختلف موقف القانون المصري عن موقف القانون الإماراتي في تقييده صلاحية مجلس الإدارة في زيادة رأس مال الشركة. فبحسب ما جاءت به الفقرة الأولى من المادة (343) من اللائحة

التنفيذية لقانون سوق رأس المال فإنه يتعين على مجلس إدارة الشركة المستهدفة الامتناع عن "اتخاذ قرار بزيادة رأس المال أو إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم إذا كان من شأن هذه الزيادة جعل الاستحواذ مرهقاً أو مستحيلاً...".

ومع ذلك فإن الحظر الذي أورده كل من القانونين الإماراتي والمصري ليس مطلقاً، إذ أنه مقيد بقيد مهمين. أولهما القيد الزمني، وثانيهما الهدف من اتخاذ القرار بزيادة رأس المال وتأثيره على مساهمي الشركة المستهدفة والغير.

ففيما يتعلق بالقيد الزمني حول اتخاذ مجلس الإدارة أي من القرارات التي يستهدف من خلالها تراجع المستحوذ عن عرضه المقدم وذلك في صورتين رئيسيتين أولهما؛ حالة علم مجلس الإدارة عن وجود عرض استحواذ مقدم ففي هذه الحالة يحظر عليه من تاريخ العلم بعرض الاستحواذ منذ بدايته وحتى نهايته بالنجاح أو الفشل وتكمن الصورة الثانية في حال تحقق علم مجلس الإدارة قبل إعلان الجهة المستحوذة رغبتها في الاستحواذ وذلك من خلال إجراء مباحثات ما بين مجلس الإدارة والشركة المستحوذة تنتهي باعتراض مجلس الإدارة على تنفيذ عملية الاستحواذ فيفرض الحظر على مجلس الإدارة من تاريخ العلم بوجود عرض شراء محتمل أو من تاريخ إعلان المستحوذ عن رغبته بالاستحواذ أيهما يأتي أولاً.²⁶

أما المشرع المصري فقد سار بدوره على نهج المشرع الإماراتي في تحديد المدى الزمني؛ حيث حظر المشرع المصري اتخاذ أي من الوسائل التي تهدف إلى إحباط عملية الاستحواذ وذلك منذ تاريخ موافقة الهيئة على مشروع عرض الشراء المقدم من الجهة المستحوذة وحتى تاريخ إعلان نتيجة قبول عرض الشراء ونهاية المدة الزمنية المحددة وتنفيذ عملية الشراء. واستثناء مما سبق فإن المشرع قد حظر جملة واسعة من الأعمال ولو وقعت في تاريخ لاحق على تاريخ نشر قرار الهيئة موافقتها لعملية الاستحواذ من عدمها فقد حظر المشرع على سبيل المثال لا الحصر اتخاذ أي قرارات تستهدف زيادة رأس المال للشركة أو إصدار سندات قابلة للتحويل أو أي من الوسائل الدفاعية الأخرى.²⁷ وتعتبر شهادات الاستثمار وسندات المشاركة ضمن الوسائل التي يمكن لمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ اتباعها وذلك بهدف تحقيق التوازن ما بين فئات المساهمين القدامى من خلال الزيادة في رأس مال الشركة من خلال إصدار شهادات استثمار وسندات مشاركة يهدف من خلالها مجلس الإدارة إلى تقديم أرباح مالية لمساهمين الشركة، على أن تحقق تلك الوسيلة أمرين أولهما؛ الزيادة في أنشطة الشركة المستهدفة وثانيهما منع المساهمين القدامى من بيع أسهمهم عند أي عروض شراء أخرى

²⁶ يوسف آلاء يعقوب، "الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائي دراسة مقارنة في القانونين الإماراتي والأمريكي"، مرجع سابق، ص 161.

²⁷ انظر المادة (20 - مكرر) بشأن سوق رأس المال المصري والمادة (322) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

مقدمة من المستحوذ. ²⁸ خلاصة ما تقدم فإن الغاية المرجوة من حظر تصرفات مجلس الإدارة في جميع الحالات ما هي إلا رغبة المشرعين الإماراتي والمصري في التصدي لمحاولات إفشال مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ عملية الاستحواذ، فإذا لم تشكل تلك الأعمال أي خطر يهدد نجاح عملية الاستحواذ من عدمها فإنه يخضع مجلس الإدارة من حيث إلزامه للنظام الأساسي للشركة والقواعد العامة المنصوص عليها في أحكام القانون. ²⁹

ثانياً: اتخاذ قرار يمس بأصول الشركة أو يزيد من ديونها

يحظر على مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ اتخاذ أي إجراءات يهدف من خلالها المساس بشكل جوهري بأي من أصول الشركة أو زيادة التزاماتها المادية؛ ما لم تكن هذه التصرفات قد تمت ضمن أعمال الإدارة العادية. ³⁰ وفي تاريخ سابق على موافقة الهيئة على مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات. ³¹ ويندرج أسفل هذه الأعمال عدد واسع من التدابير الاحترازية السابقة على تقديم عرض الشراء وذلك بالاتفاق ما بين مجلس الإدارة والمساهمين ³² وتعتبر " حبات الدواء السامة" إحدى الطرق الشائعة التي يلجأ إليها مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ لإحباط عملية الاستحواذ وذلك من خلال زيادة الشركة لمديونتها من خلال شركات أخرى أو اقتراض أموال إضافية بغرض توزيعها على المساهمين في الشركة بشكل أنصبة استثنائية وفي تلك الحالة لن يكون أمام المستحوذ صاحب العرض المقدم سوى سحب العرض المقدم أو محاولة إقناع مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ بسحب " حبات الدواء السامة" وذلك مقابل تقديم الجهة المستحوذة عرض شراء آخر لشراء أسهم الشركة بقيمة أعلى من العرض السابق أو من خلال إتاحة المستحوذ بعض البنود في مستند عرض الشراء يمكن من خلالها إقناع مجلس الإدارة. ³³

الفرع الثاني: حظر عقد اتفاقات تؤثر على عملية الاستحواذ

فضلاً عن الوسائل القانونية التي قد يستعملها مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ لإفشال عملية الاستحواذ، فإنه قد يلجأ إلى وسائل اتفاقية لتحقيق ذات الهدف. فيتفق مع أحد المساهمين أو الغير اتفاقاً معيناً هدفه بيع أسهم الشركة أو تحويلها لشخص سوى المستحوذ، مما يفوت على هذا الأخير فرصة إتمامه الاستحواذ

²⁸ مؤمن طاهر شوقي، "الاستحواذ على الشركة"، مرجع سابق، ص 258.

²⁹ راجع في ذلك: يوسف آلاء يعقوب، "الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائي دراسة مقارنة في القانونين الإماراتي والأمريكي"، مرجع سابق، ص 162.

³⁰ انظر المادة (20) الفقرة الرابعة البند الثاني من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

³¹ انظر المادة (343) الفقرة ب من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

³² العنزي عذبي عيد، "التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومية دراسة مقارنة"، مجلة جامعة الملك سعود الحقوق والعلوم السياسية، المجلد 32 العدد 2، 2020، ص 217.

³³ فتحي حسين محمد، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، بدون طبعة ولا سنة نشر، ص 239.

على الشركة. ويمكن أن يتحقق ذلك بعقد اتفاق مضمونه الاستحواذ على الشركة، أو اتفاق على الاندماج أو اتفاق مع مساهمي الشركة أو العاملين فيها من أجل الاحتفاظ بأسهمها. ونبيّن كل من هذه الاتفاقات في الفقرات الثلاث الآتية.

أولاً: وسيلة " الفارس الأبيض أو الفارس النبيل":

أحد الأعمال الرائجة التي يتبعها مجلس الإدارة لإحباط عرض استحواذ معين وذلك من خلال البحث عن مستحوذٍ أو شركة أخرى، حيث إن هذا التضامن يقترن في أحيانٍ كثيرة بشروط تفضيلية تقدم لمن يتم الاتفاق معه ومن هنا يظهر انتهاك مجلس الإدارة لواجباته بضرورة السعي لتحقيق مصلحة الشركة ومساهميها عوضاً عن مصلحة مجلس الإدارة الشخصية. وعليه فقد اشترط المشرع الإماراتي لقبول العرض المنافس بأن لا يكون لمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ أي علاقة بأي من أعضاء مجلس إدارة الجهة صاحبة العرض المنافس المقدم. كذلك أشار قرار الهيئة صراحةً حول حظر جميع الاتفاقيات التي تمت بعد العلم بوجود عرض شراء محتمل أو من تاريخ الإعلان عن نية الاستحواذ أيهما أسبق وحتى انتهاء فترة سريان العرض ويسري على ما تقدم يحظر على مجلس الإدارة... الاتفاق على أي ترتيب أو تعويض أو خيار أو الالتزام بأي ترتيب أو اتفاق أو تفاهم - بشكل رسمي أو غير رسمي ومهما كانت طبيعته- قد يكون حافزاً لأي شخص للاحتفاظ أو التعامل أو الامتناع عن التعامل في الأوراق المالية ذات العلاقة للشركة المستهدفة بالاستحواذ.³⁴ وقد أورد الفقه القانوني حول النص السابق عدة ملاحظات جديرة بالذكر منها ما هو متعلق بطبيعة تلك الاتفاقيات المحظورة حيث أن العلة الرئيسية بحسب ما هو واضح في النص السابق هو أن يكون الاتفاق هو الباعث وراء عمليتي بيع أو شراء الأوراق المالية أو الاحتفاظ بهما، لذلك فإن أي اتفاق لا بد أن يحقق مصلحة الشركة من عدمها.³⁵

ثانياً: الاتفاق على الاندماج مع شركة أخرى

الاندماج مع شركات أخرى هي أحد الوسائل الدفاعية التي يلجأ إليها مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ متى ما تعرضت إلى عملية استحواذ عدائي؛ ويعد هذا النوع من الاتفاقيات ملائماً لتوجهات مجلس الإدارة عوضاً عن الامتثال نحو رغبة المستحوذ العدائية، مع استمرارية بقاء كيان الشركة الدامجة في الاندماج بطريق الضم أو انقضاء الشخصية الاعتبارية للشركات المندمجة في حال الاندماج بطريق المزج³⁶ وفي تلك الحالة يكون مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ قد اختار نهاية الشركة

³⁴ انظر المادة (20) الفقرة الرابعة والبنء الرابع من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

³⁵ يوسف آلاء يعقوب، "الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائي"، مرجع سابق، ص164.

³⁶ انظر المادة (47) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

بدلاً من الاستجابة لعملية الاستحواذ العدائي؛ وهو بحسب رأي الفقه يشكل خطراً على الشركة المستهدفة بالاستحواذ³⁷ لذلك يؤكد المشرع الإماراتي والمصري على ضرورة الحصول على الموافقة من الجمعيات العمومية³⁸ والجمعيات العامة غير العادية للشركات³⁹ التي تتطلع نحو الاندماج.

ثالثاً: الاتفاق على الاحتفاظ بأسهم الشركة صفقات -ESOP-

قد يرغب مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ إلى إبرام عدة اتفاقيات للتصدي لعملية الاستحواذ العدائي من أجل تعزيز العلاقات ما بين مجلس الإدارة والمساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ وقد يتم ذلك الإجراء من خلال عدة وسائل منها ما هو متحقق من خلال إصدار أسهم جديدة عالية الأرباح أو عمليات تبادل امتلاك الأسهم أو بأموال غير مقترضة من خلال إصدار الشركة المستهدفة بالاستحواذ عدد من الأسهم تخصص للمساهمين المشاركين في هذه الاتفاقية ويتم هذا النوع من الاتفاقات من خلال - أمين - تربطه معرفة وطيدة بمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ ويمنح نصيباً من الأسهم كجزء له على إتمامه لهذه الاتفاقية.⁴⁰

الفرع الثالث: حظر تقديم معلومات مضللة بشأن الاستحواذ

ينصرف مفهوم حظر التلاعب في الأسعار نحو قيام مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ بالإدلاء بمعلومات غير دقيقة أو معلومات صحيحة، ولكن معروضة بشكل يمكن للمتعاملين تفسيرها بشكل خاطئ، وذلك بهدف خلق حالة تأثير في السوق أو تحقيق نفع شخصي من خلال ظاهرة تجميع الأسهم، فقد يقوم أحد أعضاء مجلس الإدارة فور حصوله على معلومات حول رغبة إحدى الشركات بالاستحواذ على الشركة وذلك وفقاً لسعر محدد، فيتولى مجلس الإدارة في تلك الحالة بإحداث حالات بيع وهمية بهدف رفع سعر السوق بشكل أكبر عن سعر عرض المقدم من الجهة المستحوذة وكل ذلك يسعى من خلاله مجلس الإدارة على حث المستثمرين على عدم البيع وعليها يفشل العرض المقدم وتتحقق غاية مجلس الإدارة في إحباط عملية الاستحواذ.⁴¹

وتأسيساً على ما سبق فقد حظر المشرع الإماراتي على الشركة المستهدفة بالاستحواذ " إصدار أي تصريح من شأنه تضليل مالكي الجهة المستحوذة بالاستحواذ، أو خلق حالة تأثير سلبي في السوق"⁴² . وقد

³⁷ مؤمن طاهر شوقي، "الاستحواذ على الشركة"، مرجع سابق ص 257.

³⁸ انظر المادة (47) الفقرة (ب) البند 5 من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

³⁹ انظر المادة (135) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1981.

⁴⁰ فتحي حسين محمد، مرجع سابق، ص 229 وما بعدها.

⁴¹ سري الدين هاني، مرجع سابق، ص 112.

⁴² المادة (20)، الفقرة الرابعة، البند الثالث من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

وافق المشرع المصري توجه المشرع الإماراتي من خلال ما تناولته المادة (63) من قانون سوق رأس المال المصرية وما أكد عليه قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم (11) لسنة 2014 في الفقرة الثالثة من المادة (28) بحظر تقديم مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ أي من المعلومات أو البيانات المؤثرة على المركز المالي للشركة أو مختلف المؤسسات المالية الأخرى قبل أن يتم الإفصاح عنها للمساهمين؛ وقد استثنى المشرع المصري من ذلك التصريح بتلك المعلومات عندما يكون لتلك المعلومات أثر جوهري في مرحلة الإعداد والمفاوضات مع إلزام مجلس الإدارة بالموافقة والتوقيع على "اتفاقية ضمان" عدم استغلال المعلومات الداخلية.⁴³

المطلب الثاني: استثناءات قانونية على التزام مجلس إدارة الشركة المستهدفة بعدم إحباط عملية الاستحواذ

لا تهدف قاعدة حياد مجلس الإدارة في عملية الاستحواذ إلى الإلغاء الكلي لدور مجلس الإدارة في الشركة حيث يبقى المجلس بحكم دوره في تسيير أعمال الشركة الأقدر على تحديد ما هو أفضل لها ولمساهميها، وقد حرص المشرع على مصلحة المساهمين في الشركة من خلال ضمان حصولهم على أفضل قرار بشأن إتمام عملية الاستحواذ من عدمه فأشار القانون إلى حالتين استثنائيتين يسمح من خلالها بتدخل مجلس الإدارة في عملية الاستحواذ، حتى لو أدى هذا التدخل إلى إحباطها. وتتمثل هاتين الحالتين؛ بالتزكية بعرض منافس، وبتقديم المشورة للمساهمين وتزويدهم بالمعلومات. ولتفصيل ما سبق يمكن تقسيم هذا المطلب إلى فرعين وذلك على النحو الآتي:

الفرع الأول: التزكية بعرض منافس

تعتبر التزكية بعرض منافس أحد أهم التدخلات المشروعة لمجلس الإدارة وذلك حمايةً للمساهمين في الشركة والحد من عروض الاستحواذ غير المناسبة. فتلك الوسيلة تعتبر فرصة ملائمة أمام المساهمين للاختيار بين كافة العروض المقدمة خاصةً إذا كان العرض المنافس الموصي به من قبل مجلس الإدارة أفضل من العرض الأصلي الموجه للمساهمين.

بناءً على ذلك يذهب جانب من الفقه إلى منح مجلس إدارة الشركة المستهدفة الحق في البحث عن عروض استحواذ منافسة دون ضرورة للرجوع إلى الجمعية العمومية للمساهمين.⁴⁴ وبحسب هذا الرأي لا يعتبر ذلك خروجاً عن قاعدة حياد مجلس الإدارة، لأن مدلول ذلك هو أن تتوافق تلك التوصية مع الحكمة من قاعدة الحياد، ألا وهي تحقيق مصلحة المساهمين ويلاحظ بهذا الشأن إجازة القانون الإماراتي تقديم عرض منافس. حيث تنص المادة 12 من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع المتعلق بالاستحواذ على جوازه بشرطين هما " أ-

⁴³ انظر المادة (28) البند الثالث من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (11) لسنة 2014 وتعديلاته، نسخة محدثة في مارس 2022.

⁴⁴ يوسف آلاء يعقوب، "الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائي دراسة مقارنة في القانونين الإماراتي والأمريكي"، مرجع سابق، ص 168.



إذا تضمن تعديلاً جوهرياً في الشروط المقترحة لمصلحة مالكي الأوراق المالية محل العرض ولو لم يتضمن سعراً أعلى ب- في حال كان العرض المنافس موصى به من قبل الشركة المستهدفة بالاستحواذ شريطة ألا يكون لها صلة بأعضاء مجلس إدارة مديرى الجهة مقدمة العرض المنافس⁴⁵.

وتجدر الإشارة الى أن الفقه القانوني أورد حول النص السابق عدة ملاحظات منها ما هو متعلق بتعديل صياغة البند الثاني من الفقرة الأولى ليشترط أن تتم الموافقة على العرض المنافس بشرط أن يكون أفضل من العرض المقدم مسبقاً بغض النظر عما إذا كان موصى به أم وذلك تحقيقاً لمصلحة المساهمين⁴⁶ وقد سار المشرع المصري على نحو مماثل لما نص عليه المشرع الإماراتي إلا أنه وجه الاختلاف يتمثل في المدة المتاحة لتقديم العروض المنافسة حيث يجوز للشركة المستحوذة تقديم عرضها المنافس قبل مدة خمسة أيام بحد أدنى من قبل نهاية مدة العرض الأصلي، ويتضح من خلال ما سبق أن المشرع المصري قد وسّع في نطاق تطبيق العروض المنافسة فيحق للشركة المستحوذة تقديم أي من عروضها المنافسة في أي وقت من منذ فترة سريان العرض الأصلي على أن يكون سعر عرض الشراء المنافس مقدم بشكل نقدي وبنسبة زيادة لا تقل عن 2% من سعر عرض الشراء الأصلي أو المنافس ويعتبر الاستثناء الذي نوهت إليه اللائحة التنفيذية حول قبول مشروع العرض المنافس في حال لم يتضمن سعراً أعلى من العرض المنافس إذا كان يتضمن تعديلاً جوهرياً في الشروط المقدمة مما يُراعى فيه مصلحة حاملي الأوراق المالية⁴⁷ ويعتبر هذا النهج الذي سار عليه كلاً من المشرع المصري والإماراتي متوافقاً مع مبدأ حماية مصالح المساهمين من خطر مجلس الإدارة في إحباط عملية الاستحواذ من جهة وإتاحة الفرصة لمجلس الإدارة في تقديم التوصية للعرض المنافس تحقيقاً لاستقلاليتها في إدارة أعمال الشركة.⁴⁸

الفرع الثاني: الالتزام بتقديم المشورة وتزويد المساهمين بالمعلومات

الأصل أن يتحمل المساهمون نتائج قراراتهم سواء بالموافقة على العرض المقدم من المستحوذ أو رفضه، فقرار استمرارية المساهمين في الشركة من خلال بيع جميع الأسهم أو بعضها أمر يتحمل مآله المساهم من الناحية الاستثمارية. وجميع القواعد المنصوص عليها بهذا الشأن تستهدف حماية المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض. لذا فإن لمجلس الإدارة أن يقدم كافة المعلومات المتعلقة بمزايا وعيوب العرض للمساهمين،

⁴⁵ المادة (12) الفقرة الثانية من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

⁴⁶ فقد نصت المادة (346) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون 95 لسنة 1992 "ومع ذلك يجوز للهيئة قبول مشروع العرض المنافس ولو لم يتضمن سعراً أعلى إذا تضمن تعديلاً جوهرياً في الشروط المقترحة لمصلحة مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء".

⁴⁷ انظر المادة (346) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

⁴⁸ يوسف آلاء يعقوب، الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائي، دراسة مقارنة في القانونين الإماراتي والأمريكي، مرجع سابق، ص 170.



بل أن ملزم أن يقدمها في الوقت الملائم الذي يتيح للمساهمين اتخاذ القرار المناسب بشأن العرض المقدم لتقييمه واتخاذ القرار المناسب بناءً على ذلك.

وفقاً لما تقدم يعتبر تدخل مجلس الإدارة لإبداء الرأي حول العرض المقدم بحسب القانون الإماراتي التزاماً على مجلس الإدارة، أما المشرع المصري فقد أوجب على مجلس الإدارة إصدار البيانات التفصيلية الموضحة حول العرض المقدم حصراً في حالتين؛ " إذا كان ثمن الشراء المعروض مبادلة أسهم أو كان العرض مختلطاً وإذا كانت أسهم الشركة المستهدفة بالعرض من الأسهم النشطة وفقاً للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة وإذا كان سعر الشراء النقدي المقترح يقل عن متوسط سعر التداول في البورصة خلال الستة أشهر السابقة على تاريخ إيداع مشروع العرض"⁴⁹

الخاتمة:

تعد تدخلات مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ أحد أهم الموضوعات القانونية التي سعى المشرعان الإماراتي والمصري إلى تنظيمها وضبطها وفقاً لما يتناسب مع إتمام تنفيذ عمليات الاستحواذ على الشركات التجارية وحماية المساهمين في الشركة المستهدفة من تدخلات مجلس الإدارة، وحيث إن هذا البحث بدأ بهدف بيان الأحكام القانونية التي يخضع لها مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ في هذا الجانب، فقد انتهى إلى جملة من النتائج وذلك على النحو الآتي:

- 1- يحظر على مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ اتخاذ أي إجراءات يهدف من خلالها المساس بشكل جوهري بأي من أصول الشركة أو زيادة التزاماتها المادية؛ ما لم تكن هذه التصرفات قد تمت ضمن أعمال الإدارة العادية وفي فترة لاحقة على الإعلان عن وجود نية للاستحواذ.
- 2- لا تهدف قاعدة حياد مجلس الإدارة في عملية الاستحواذ إلى الإلغاء الكلي لدور مجلس الإدارة في الشركة حيث يبقى المجلس بحكم دوره في تسيير أعمال الشركة الأقدر على تحديد ما هو أفضل لها ولمساهميها، وقد حرص المشرع على مصلحة المساهمين في الشركة من خلال ضمان حصولهم على أفضل قرار بشأن إتمام عملية الاستحواذ من عدمه فأشار القانون الى حالتين استثنائيتين يسمح من خلالها بتدخل مجلس الإدارة في عملية الاستحواذ.
- 3- عدم استغلال المعلومات الداخلية من قبل مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ يتطلب منه الامتناع عن التصرف والتعامل بالأوراق المالية للشركة المستهدفة بناءً على تلك المعلومات من جهة. وعدم تمكين الغير من استغلال تلك المعلومات الداخلية من خلال المحافظة على سريتها من جهة أخرى، وفي حال إخلال مجلس الإدارة لتلك الالتزامات عندئذٍ تقوم مسؤولية القانونية من حيث فرض جزاءات مدنية و أخرى إدارية.

⁴⁹ انظر المادة (338) الفقرة جاد من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

وفي ضوء ما تقدم نوصي المشرع الإماراتي على وضع تعريف محدد للمعلومات الداخلية المحظور استغلالها في قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (18. رم) بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة؛ حيث جاء القرار خالياً من تعريف المعلومات الداخلية رغم أهميتها في نجاح عملية الاستحواذ من عدمه، ضرورة أن يتضمن القرار ذاته أو في قانون الشركات التجارية أو كلاهما نصاً خاصاً يقتضي ببطلان كافة تصرفات مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ والتي تمت بناءً على استغلال معلومات داخلية غير معلنة.

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب

- 1- أبو صالح سامي عبد الباقي، النظام القانوني لعروض الشراء في الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم 12 لسنة 2007، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون طبعة، 2016.
- 2- سرى الدين هاني، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجمالي بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، وفقاً لأحكام قانون سوق المال المصري، دار النهضة العربية، ط2، 2013.
- 3- السنهوري عبد الرزاق أحمد، موسوعة العقود، نظرية العقد، الجزء الثاني، برعاية نقيب المحامين سامح عاشور، دار مصر للنشر والتوزيع، ط3، 2020.
- 4- السيد نهاد أحمد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، دار النهضة العلمية، الإمارات العربية المتحدة، ط2، 2018.
- 5- الشحومي محمد خليفة، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة بدون طبعة، 2018.
- 6- العثمان جمال عبد العزيز، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- 7- العيسوي مروة محمد، مدى توافق الإفصاح في البورصة مع مبدأ السرية، المركز القومي للإصدارات القانونية القاهرة ط 1، 2016.
- 8- فتحي حسين محمد، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، بدون طبعة ولا سنة نشر.
- 9- الملحم أحمد عبد الرحمن، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، دراسة مقارنة، مطبوعات جامعة الكويت، 1998.

ثانياً: المقالات العلمية

- 1- السعيد منصور والميلاس عادل، حظر استغلال المعلومات السرية في تعاملات أسواق المال دراسة في ظل القانون. الكويتي والقانون المقارن، الجزء الأول، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة الثامنة، العدد 4، العدد 32، ديسمبر، 2020، من صفحة 43 إلى صفحة 91.
- 2- الشريهان فاطمة عبد الله، مفهوم المعلومة محل الاستغلال في عملية استغلال المعلومات الداخلية بموجب القانون رقم 7 لسنة 2010، تعليق على حكم قضائي، مجلة الحقوق، جامعة الكويت مجلس النشر العلمي، المجلد 43، العدد 2 يونيو، 2019، من صفحة 47 إلى صفحة 70.
- 3- عبد السلام طارق محمود، الجوانب الاقتصادية والقانونية للعروض العامة لشراء الأسهم، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة الرابعة، العدد 15، سبتمبر 2016، من صفحة 89 إلى صفحة 143.
- 4- العنزي عذبي عيد، التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومية دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك سعود الحقوق والعلوم السياسية، المجلد 32 العدد 2، 2020، من صفحة 209 إلى صفحة 244.
- 5- الغرابيه أمين محمد، حظر استغلال المعلومات الداخلية في قانون الأوراق المالية الأردني، دراسة مقارنة، مجلة العلوم القانونية والسياسية، الجمعية العلمية للبحوث والدراسات الإستراتيجية، س6، العدد 1، يناير، 2016، من صفحة 71 إلى صفحة 118.
- 6- القوصي همام، حظر استغلال المعلومات أو البيانات غير معلنة وموقف المشرع الإماراتي منه: اقتراح نظرية واجب الحذر والمدة المعقولة، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، مركز جيل البحث العلمي، العدد 36، ديسمبر، 2019، من صفحة 45 إلى صفحة 80.
- 7- مؤمن طاهر شوقي، الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، المجلد 100، العدد 497، 2010، من صفحة 194 إلى صفحة 268.
- 8- مؤمن طاهر شوقي، الإفصاح والشفافية في السوق المالية المصرية والكويتية والفرنسية، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة الرابعة، ملحق خاص بأبحاث المؤتمر السنوي الثالث، الحوكمة والتنظيم القانوني لأسواق المال، العدد 1، الجزء الأول، مايو، 2016، من صفحة 405 إلى صفحة 465.
- 9- محمد نكري عبد الرزاق، حظر التعامل على الأدوات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية وفقاً لمعلومات داخلية، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، المجلد 108، العدد 525، يناير، 2017، من صفحة 85 إلى صفحة 173.
- 10- المواجدة مراد محمود، الحماية القانونية من التعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات داخلية غير معلنة في التشريع الأردني، المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية، جامعة مؤتة عمادة البحث العلمي، المجلد 4، العدد 2، 2012، من صفحة 255 إلى صفحة 292.

- 11- يوسف آلاء يعقوب، الحماية القانونية للمساهم في الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ الودي دراسة تحليلية في القانون الإماراتي، مجلة جامعة الإمارات العربية المتحدة، العدد 86، أبريل، 2021، من صفحة 79 إلى صفحة 140.
- 12- يوسف آلاء يعقوب، الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائي، دراسة مقارنة في القانونين الإماراتي والأمريكي، مجلة الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، العدد 84، أكتوبر، 2020، من صفحة 131 إلى صفحة 182.

ثالثاً: القوانين

- 1- مرسوم بقانون اتحادي رقم (32) لسنة 2021 بشأن الشركات التجارية.
- 2- قانون رقم (95) لسنة 1992 بشأن إصدار قانون سوق رأس المال المصري الصادر بتاريخ -6-25-1992.
- 3- قانون المعاملات المدنية رقم (5) لسنة 1985.
- 4- قانون المعاملات المدنية المصري رقم (131) لسنة 1948.

رابعاً: القرارات

1. قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (11) لسنة 2014 وتعديلاته، نسخة محدثة في مارس 2022.
2. قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (30 ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة.
3. قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (18 ر.م) لسنة 2017 بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة.
4. قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (2) لسنة 2001 في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.
5. قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (3) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.
6. قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (4) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.
7. قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (135) لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون 95 لسنة 1992.