



الرقم الدولي: ISSN2075-7220
الرقم الدولي ISSN2313-0377
الالكترونى:

مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية

مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن كلية القانون بجامعة بابل

بعض البحوث التي وردت ضمن هذا العدد:

- ❖ قراءة جديدة في قانون إصلاح النزلاء والمودين (رقم 14 لسنة 2018).
- ❖ مفهوم عقد الشراء بالهامش (دراسة مقارنة).
- ❖ الرقابة على القرارات المتعلقة بإجازة البناء (دراسة مقارنة).
- ❖ نطاق التزام المنشج بتتبع منتجاته (دراسة مقارنة)

- ❖ أ.م.م. د. جعفر عبد الأمير الياسين
- ❖ أ.م.م. د. ابراهيم اسماعيل ياسر احمد عبد
- ❖ أ.د. اسماعيل صمصاع
- ❖ م.د. امين رحيم حميد
- ❖ أ.د. منصور حاتم محسن
- ❖ اسامة شهاب حمد

العدد الرابع

2020

السنة الثانية عشر

رقم الايداع في دار الكتب والوثائق ببيداد 1291 لسنة 2009



ISSN 2075-7220

ISSN ONLINE 2313-0377

AL-Mouhaqiq Al-Hilly Journal

For Legal and political science

Quarterly Refereed and Scientific Journal Issued By
College of Law in Babylon University

Some of the research included in this issue:

❖ A new reading in the inmates and depositors reform law
(No. 14 of 2018)

❖ Concept margin purchase contract (comparative study)

❖ Supervision of decisions regarding construction permits A comparative study

❖ Domain of the Obligation to Track (A comparative study)

❖ Jaafar Abdulameer Al-yaseen

❖ Prof.Dr. seasoned:Ibrahim Ismail
Ibrahim Al-Robai
Yasir Ahmed Abid

❖ Prof. Ismail Sasaa Ghidan
Dr.Ameen Rahim Hamid Al-Hajami

❖ P.Dr. Mansoor Hatem Muhsin
Osama Shihab Hemed Al-Jaafari

Fourth Issue

2020

Twelfth Year

No. Deposit in the Archives office – office 1291 for the national Baghdad in 2009

ت	الموضوع	الباحث	الصفحة
١	قراءة جديدة في قانون إصلاح النزلاء والمودعين (رقم ١٤ لسنة ٢٠١٨)	أ.متمرس د. جعفر عبدالأمير الياسين	٣٦-٩
٢	مفهوم عقد الشراء بالهامش (دراسة مقارنة)	أ.متمرس د. ابراهيم اسماعيل ياسر احمد عبد	٧٩-٣٧
٣	الرقابة على القرارات المتعلقة باجازة البناء (دراسة مقارنة)	أ.د. اسماعيل صعصاع م.د. امين رحيم حميد	١٤٤-٨٠
٤	نطاق التزام المنتج بمنتجاته (دراسة مقارنة)	أ.د. منصور حاتم محسن اسامة شهاب حمد	٢٠٥-١٤٥
٥	المفهوم القانوني لشرط المنع من الحجز (دراسة مقارنة)	أ.د. سلام عبد الزهرة مرتضى حسن هادي	٢٦٦-٢٠٦
٦	التعويض عن اضرار التلوث الضوضائي (دراسة مقارنة)	أ.د. هادي حسين م.د. احمد عبدالحسين	٣٤٧-٢٦٧
٧	المبادئ المؤثرة بالاختصاص الجزائي الاستثنائي للهيئات المستقلة (دراسة مقارنة)	أ.د. حسون عبيد هجيج نجاح عبد كاظم	٣٨٣-٣٤٨
٨	التنظيم القانوني لهيأة المنافذ الحدودية العراقية (دراسة مقارنة)	أ.م.د. صادق محمد علي علي قحطان عدنان	٤٢٠-٣٨٤
٩	الطرح الخاص للأسهم أداة فعالة للنهوض بواقع الشركات (دراسة مقارنة)	م.د. نهى خالد عيسى	٤٥٠-٤٢١
١٠	المسؤولية الجزائية لموظف الخدمة الجامعية عن تسريب الأسئلة الامتحانية	م. حوراء احمد شاكر	٥٠١-٤٥١
١١	الجنسية ما بين الفرض والاختيار	م.م. ابراهيم عباس	٥٤٠-٥٠٢

الطرح الخاص للأسهم أداة فعّالة للنهوض بواقع الشركات
(دراسة مقارنة)

أ.م.د. ميثاق طالب عبد حمادي
م.د. نهى خالد عيسى

ملخص البحث

يقصد بعمليات الطرح الخاص تلك العمليات التي تتناول عرض أوراق مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية والمستثمرين ذوي الخبرة أو الملاء المالية العالية من الأفراد. فالعديد من الشركات تسعى إلى زيادة رأس مالها لأجل تنمية أعمالها وتطوير نشاطها، وتُعد عملية الطرح الخاص إحدى الخيارات المناسبة لذلك، حيث تعتبر عمليات الطرح الخاص إحدى الوسائل المهمة في تمويل المشاريع وتعزيز النمو أو جذب مستثمرين قد يضيفون للمشروع قوة تحالف استراتيجية، ويتم ذلك عن طريق طرح عدد معين من أسهم الشركة لفئة أو شريحة منتقاة من المستثمرين، وهم المؤهلين الذين يتمتعون بالخبرة الإدارية والملاء المالية دون غيرهم من المستثمرين.

المقدمة

أن الواقع العملي في سوق الأوراق المالية استحدث وسيلة جديدة لبيع الأسهم وهي لا تتمثل بالعرض العام الموجه إلى أشخاص غير محددين، بل يكون العرض فيها خاصاً أي موجهاً لأشخاص محددين وهم بعض المستثمرين دون غيرهم، وهو ما يطلق عليه البيع لمستثمر رئيسي أو الطرح الخاص (private placement). ويتم ترشيح هؤلاء الأشخاص لأسباب موضوعية كالكفاءة المالية والخبرة الإدارية وغيرها. لذا فالطرح الخاص هو تلك العمليات التي تتناول عرض أوراق مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية والمستثمرين من الأفراد ذوي الخبرة والملاء المالية العالية.

ونظراً لسهولة إجراءاته، وما يتميز به من سرعة الحصول على الأموال التي تحتاجها الشركة، عن غيره من وسائل تداول الأوراق المالية؛ فقد كثر اللجوء إليه من جانب الشركات والأشخاص المستثمرين أيضاً. فضلاً عن ذلك فإن الشركات قد تلجأ إلى أسلوب الطرح الخاص لكونه يتيح للشركة انتقاء الأشخاص الذين يمكنهم تملك أسهمها، والذين سيصبحون مساهمين فيها من خلال شراء هذه بأسلوب الطرح الخاص، كون الشركة لا تطرح أسهمها عاماً لعموم المستثمرين من الجمهور، بل طرحاً خاصاً لفئة محدودة ومعينة وهم ما يطلق عليهم بالأشخاص المؤهلين، وهو ما تكون هذه الشركات بحاجة إليه وقت القيام بعملية الطرح الخاص؛ لما يتميز به هؤلاء الأشخاص من ملاء مالية وخبرة في مجال الأوراق المالية، خاصة إذا كانت هذه

الشركات ترغب في توسيع نشاطها الاستثماري ومنافسة غيرها من الشركات التي تعمل بذات النشاط.

لذا فبالرغم من الأهمية التي يتمتع فيها الطرح الخاص، في مقابل ندرة الأبحاث والدراسات التي تناولته، مما دفعنا إلى اختياره كموضوع لبحثنا لعلنا نحاول وضع المبادئ والقواعد العامة التي تحكمه.

هذا وسنحاول دراسة موضوع البحث على ثلاثة مباحث، الأول لمفهوم الطرح الخاص، وسنبين فيه تعريف الطرح الخاص وشروطه. أما الثاني فسيكون للطبيعة القانونية للطرح الخاص وتمييزه عما يشته به. في حين المبحث الثالث سنخصصه للآثار المترتبة على عملية الطرح الخاص.

المبحث الأول

مفهوم الطرح الخاص

عمدت التشريعات إلى إيجاد أسلوب جديد لطرح الأوراق المالية هو الطرح الخاص، رغبةً منها في تخفيف الإجراءات والمتطلبات القانونية الواجب توافرها في الاكتتاب العام، لذا لا يكون مطلوباً فيه الإجراءات الطويلة والمعقدة كما هو الحال في غيره من الطروحات، ويرجع السبب في ذلك هو لأن الطرح الخاص يقتصر على فئة معينة من المستثمرين، وهم المؤهلين الذين لا يحتاجون إلى مستوى الحماية المطلوب توافرها لجمهور المستثمرين. سنحاول بيان مفهوم الطرح الخاص على مطلبين سنخصص الأول لتعريف الطرح الخاص، أما الثاني فسنعقده لبيان شروطه.

المطلب الأول

تعريف الطرح الخاص

بالنسبة للتشريعات نجد أن أما المشرع المصري في قانون سوق رأس المال رقم ٩٢ لسنة ١٩٩٥ ولائحته التنفيذية لم ترد أي إشارةً فيهما إلى موضوع الطرح الخاص. ولكن نجد أن دليل الطرح الخاص الصادر مجلس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢ الصادر بتاريخ ١٨/٦/٢٠٠٢ بشأن وضع مبادئ وأسس لعمليات الطرح الخاص، قد وضعت تعريفاً له وذلك بالنص على أنه (يقصد بعمليات الطرح الخاص تلك العمليات التي تتناول عرض أوراق مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية (بنوك، شركات تأمين، صناديق معاشات، صناديق استثمار، شركات إدارة محافظ مالية) والمستثمرين ذوي الخبرة أو الملاءة المالية العالية من الأفراد).

أما المشرع السعودي فنجد أن هيئة السوق المالية السعودية أصدرت لائحة طرح الأوراق المالية بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٢-١١-٢٠٠٤، بتاريخ ٤/١٠/٢٠٠٤، بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ بتاريخ ٢/٦/١٤٢٤هـ، والمعدلة بموجب قرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٢٨-١-٢٠٠٨ الموافق ١٨/٨/٢٠٠٨. إلا أن هذه اللائحة لم تبين المقصود بالطرح الخاص ولم تضع تعريفاً له، بل اكتفت بذكر الحالات التي يعد طرح الأوراق المالية فيها طرحاً خاصاً، وذلك في المادة (٩) من اللائحة بالنص على أنه (أ- يكون طرح الأوراق المالية طرحاً خاصاً في أي من الحالات الآتية: ١) إذا كانت الأوراق المالية صادرة عن حكومة المملكة، أو عن هيئة دولية تعترف بها الهيئة. ٢) إذا كان الطرح مقصوراً على مستثمرين ذوي خبرة. ٣) إذا كان الطرح طرحاً محدوداً. ب- يجوز للهيئة في غير الحالات الواردة في الفقرة (أ) من هذه المادة وبناءً على طلب شخص يرغب في طرح أوراق مالية طرحاً خاصاً، أن تقرر اعتبار الطرح خاصاً، شريطة الالتزام بالضوابط التي تفرضها الهيئة).

في حين نجد التوجيه الأوربي الخاص بنشرات الاكتتاب والطروحات رقم ٧١ لسنة ٢٠٠٣، وهو التوجيه الذي تبنته أغلب التشريعات الأوربية، لم يضع تعريفاً محدداً للطرح الخاص، ولكن المادة (٣) منه أشارت إلى الطائفة التي يتم طرح الأوراق المالية عليها طرحاً خاصاً وهم المستثمرين المؤهلين أو لعدد محدود من المستثمرين بصرف النظر عما إذا كانوا مؤهلين أو لا^(١).

أما بالنسبة للقوانين العراقية فلم تأخذ بأسلوب الطرح الخاص، إذ إن طرح الأسهم يتم بصورة الاكتتاب العام عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها، وهذا ما أكدته المادة (٦) من قانون الشركات العراقي النافذ رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ على أن (الشركة المساهمة المختلطة أو الخاصة،... يكتتب فيها المساهمون بأسهم في اكتتاب عام...)، وكذلك المادة (٣٨) من القانون ذاته نصت على أن (يكون الاكتتاب العام برأس المال في الشركة المساهمة فقط).

أما بالنسبة للفقهاء فنجد أن هناك من عرف الطرح الخاص بأنه (العملية التي يتم بمقتضاها طرح عدد من الأوراق المالية، سواء في السوق الأولي (الطرح الخاص عن طريق الشركة المصدرة ذاتها) أو السوق الثانوي (الطرح الخاص عن طريق المساهمين في الشركة ممن يملكون نسبة معينة من الأسهم) للاكتتاب بواسطة مجموعة معينة من المستثمرين المؤهلين الذين تتوافر فيهم ملاءة مالية محددة تجعل منهم قادرين على الوفاء بالتزاماتهم الناشئة عن الطرح واتخاذ القرار الاستثماري بخصوص الأوراق المالية اعتماداً على مجموعة من المعلومات الرئيسية التي لا تصل إلى حد تفصيل المعلومات الواجب ذكرها عند طرح الأوراق المالية في اكتتاب عام أو طرح عام)^(٢).

نلاحظ من هذا التعريف أنه بين أن الطرح يمكن أن يتم من قبل شخص معنوي وهو الشركة المصدرة للأسهم ذاتها، وقد يتم من قبل شخص طبيعي وهو أحد مساهمي الشركة ممن يملك نسبة معينة من أسهم الشركة تسمح له بذلك، كما أن عملية الطرح الخاص قد تتم في السوق الأولية (سوق الإصدار)^(٣) وقد تتم في السوق الثانوية (سوق التداول)^(٤)، علاوة على ذلك ميّز بين الطرح الخاص والطرح العام أو الاكتتاب العام من حيث المعلومات التي يجب الإفصاح عنها والمتعلقة بالأوراق المالية المطروحة. إلا أنه بالرغم من ذلك فالتعريف لم يبين المقصود بمصطلح الطرح الخاص أي لم يكن تعريفاً جامعاً مانعاً لمعنى الطرح الخاص.

بينما نجد أن هناك تعريفاً آخر للطرح الخاص وهو (عرض أوراق مالية للبيع سواء كان ذلك من قبل الشركة المصدرة ذاتها أو أحد مساهميها الذي يمتلك نسبة معينة من الأسهم تسمح له بذلك، وسواء كان ذلك في السوق الأولي (سوق الإصدار) أم في السوق الثانوي (سوق التداول)، لفئات معينة من المستثمرين (أشخاص طبيعيين أو أشخاص اعتباريين) يطلق عليهم الأشخاص المؤهلين، بحيث لا يلتزم الطارح في مواجهتهم بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية محل الطرح بذات الدرجة التي يلتزم بها عند طرح الأوراق المالية من خلال اكتتاب عام أو طرح عام)^(٥).

وبناءً على ذلك يمكننا أن نضع تعريفاً للطرح الخاص بأنه (قيام الشركة أو أحد مساهميها بعرض الأسهم التي يمتلكونها كلها أو بعضها عرضاً خاصاً؛ لغرض بيعها لفئات معينة من المستثمرين المؤهلين، وهم الذين تتوافر فيهم الخبرة أو الملاءة المالية).

فالطرح الخاص هو صورة من صور عروض بيع أسهم الشركة إلا أنه يتمتع بالخصوصية أي يتم عرض الأسهم وبيعها لأشخاص محددين بصفاتهم، تتوافر فيهم مجموعة من الشروط لا تتوافر في غيرهم مما تجعلهم مؤهلين للدخول في هذا الطرح، وهو ما يطلق عليه البيع لمستثمر رئيسي أو الطرح الخاص (private placement)^(٦).

إن الشركات غالباً ما تفضل اللجوء لأسلوب الطرح الخاص للأسباب معينة منها، المرونة العالية التي يتمتع بها فيما يتعلق بسرعة الحصول على المبالغ المستهدفة وكبر حجمها، والقدرة على تحديد طبيعة المستثمرين واختيار المستثمر الأنسب حتى تتناسب رؤيته مع رؤية الشركة، فضلاً عن إتاحة الفرصة للشركات للتطور والنمو دون الإضرار بالسيولة المتاحة أو تحمل مخاطر التمويل الأخرى.

ويشمل الطرح الخاص إما كل أسهم الشركة أو جزء منها، والأخير يسمى بالطرح الجزئي، وهو ما اتبعته بريطانيا والتي تعد من أوائل الدول من طبق الطرح الجزئي للأسهم في بيع أسهم

شركة الخطوط الجوية البريطانية، على ثلاث مراحل الأولى كانت عام ١٩٨١ والثانية عام ١٩٨٥ والثالثة عام ١٩٨٧، وبعد سنوات من التجربة أدت إلى نجاح هذا التدرج في البيع وإقبال المستثمرين على الشراء ولجأت بعدها إلى طرح الكامل للأسهم ودفعة واحدة ، كطرح أسهم شركة الغاز البريطانية عام ١٩٨٨^(٧).

المطلب الثاني

شروط الطرح الخاص

إن هناك عدة شروط لعملية الطرح الخاص فبعضها تتعلق بالورقة المالية محل الطرح، وأخرى تتعلق بالأشخاص الذين يوجه إليهم العرض، وهذا ما سنتناوله على فرعين، الأول للشروط المتعلقة بالورقة المالية محل الطرح، والثاني للشروط التي يجب توافرها في المطروح عليهم.

الفرع الأول

الشروط المتعلقة بالورقة المالية محل الطرح الخاص

إن أسلوب الطرح الخاص لا يقوم على فكرة توافر شروط وصفات معينة في الورقة المالية محل العرض، بل يقوم على فكرة التيسير والتبسيط في إجراءات الطرح وشروط الإفصاح؛ وذلك لكونه يوجه إلى أشخاص ذوي خبرة يمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح في ظل المشاركة في الطرح الخاص من عدمه؛ لما لهم من خبرة وقدرة مالية على تحليل موقف الشركة. ولكن يثور التساؤل في هذا المقام هو هل يشترط لكي نكون أمام عملية الطرح الخاص أن يتم طرح عدد أو قيمة معينة للأوراق المالية ؟ أم يمكن طرح أي عدد من هذه الأوراق للأشخاص المؤهلين؟

فعند استعراض التشريعات، نجد أن النظام القانوني المصري وفقاً لدليل الطرح الخاص الصادر بقرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، قد فرق بين الطرح الخاص الذي يتم من قبل الشركة المصدرة في السوق الأولي وبين حالة الطرح الخاص الذي يتم من قبل أحد المساهمين في السوق الثانوي. ففي حالة الطرح الخاص الذي يتم عن طريق الشركة المصدرة في السوق الأولي عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال، لم يشترط فيه عدداً معيناً أو قيمة معينة للأوراق المالية محل الطرح، مكتفياً بتوجيه هذا الطرح أي الأسهم الجديدة للأشخاص المؤهلين، وهم الأفراد أو الجهات ذوي الملاءة المالية أو الخبرة في مجال الأوراق المالية^(٨)، وهذا يعني أنه يمكن طرح أي عدد من الأوراق المالية لهؤلاء الأشخاص لاعتبار الطرح خاصاً ومن ثم تنطبق عليه الشروط المقررة له، بشرط أن لا يقل ما يقوم بشرائه كل مستثمر عن (١٠٠,٠٠٠) (مائة ألف) جنيه^(٩).

أما في الحالة الثانية وهي حالة رغبة أحد المساهمين من الأفراد أو الجهات المالكة لنسبة كبيرة من أسهم الشركة في بيع أسهمه في السوق الثانوي عن طريق أسلوب الطرح الخاص، فيشترط فيه أن لا يقل عدد الأسهم التي يقوم المساهم بعرضها عن ١٥% من عدد الأسهم المصدرة للشركة، ويتم وفقاً لشروط خاصة أو لأشخاص أو جهات بعينها، أو بأسعار مغايرة، ويستلزم الأمر في هذه الحالات أن يقوم الراغب بالبيع بإخطار كل من الشركة والبورصة والهيئة العامة لسوق المال بذلك^(١٠).

أما من حيث نوع الأوراق المالية محل الطرح فتشمل الأسهم والسندات والصكوك، لأن القول بذلك ينسجم مع الغاية من إتباع أسلوب الطرح الخاص، ففي بعض الأحيان قد تلجأ الشركة إلى هذا الأسلوب لغرض سد عجزها المالي، عن طريق طرح الأسهم لأشخاص يتمتعون بالملاءة المالية، سيما وأن إجراءات الطرح الخاص تكون أيسر وأقل تعقيداً من إجراءات الطرح العام، لذا فإنه من أجل تحقيق التوازن بين مصلحة الشركة في بساطة إجراءات الطرح والحصول على الدعم المالي في الوقت المناسب، وبين مصلحة المستثمرين، فإنه يمكن أن يتم طرح هذه الأوراق المالية عن طريق الطرح الخاص.

أما لائحة الطرح الخاص الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية، فإنها لم تنص على أية شروط تقتضي بضرورة توافر عدد معين من الأوراق المالية محل الطرح حتى نكون أمام عملية طرح خاص، إلا أنها اشترطت أن تكون قيمة الطرح الخاص محددة وهي أن لا يقل المبلغ المترتب على كل مطروح عليه عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله، وأجازت أن يقل المبلغ عن هذا الحد إذا كانت قيمة الأوراق المالية المطروحة لا تتجاوز خمسة ملايين ريال سعودي أو ما يعادلها. وهذا ما أشارت المادة (١١) من اللائحة ذاتها ((أ) يكون طرح الأوراق المالية طرحاً محدوداً في أي من الحالات الآتية: ١- (أ) (ب) وكان المبلغ المترتب على كل مطروح عليه لا يقل عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله. ويجوز أن يكون المبلغ المترتب على كل مطروح عليه أقل من المبلغ المحدد في هذه الفقرة إذا كان كامل قيمة الأوراق المالية المطروحة لا يتجاوز خمسة ملايين ريال سعودي أو ما يعادلها).

أما التوجيه الأوربي المتعلق بنشرات الاكتتابات والطروحات، فقد جاء خالياً من ثمة شروط تقتضي بضرورة توافر عدد معين من الأوراق المالية محل الطرح، حتى يصبح طرحاً خاصاً، وعليه فإنه طبقاً لهذا التوجيه طرح أي عدد من الأوراق المالية إلى أشخاص مؤهلين يكفي لاعتبار هذا الطرح خاصاً، ومن ثم تنطبق عليه القواعد المقررة له، كما أن طرح عدد محدود من الأوراق المالية يعد من قبيل الطرح الخاص بغض النظر عن الأشخاص الموجه إليهم الطرح

سواء أكانوا كانوا مؤهلين أم لا. وهذا ما أشارت إليه المادة (٣) من التوجيه بالنص على أن (.....) ٢- يعد طرح خاصاً إذا وجه إلى الفئات التالية: (أ) عرض الأوراق المالية فقط إلى المستثمرين المؤهلين؛ أو (ب) عرض الأوراق المالية إلى أقل من ١٠٠ من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين، بخلاف المستثمرين المؤهلين، من قبل الدولة العضو؛ أو (ج) عرض الأوراق المالية على المستثمرين الذين يشتري كل منهم هذه الأوراق بسعر إجمالي لا يقل عن ٥٠٠٠٠ يورو لكل عملية طرح؛ أو (د) عرض الأوراق المالية ذات القيمة الاسمية لكل واحدة منها لا تقل عن ٥٠٠٠٠ يورو؛ أو (هـ) عرض الأوراق المالية التي يكون إجمالي سعرها أقل من ١٠٠٠٠٠ يورو. على أن يتم احتساب هذا الإجمالي على فترة اثني عشر شهراً.^(١١)

الفرع الثاني

الشروط المتعلقة بالأشخاص المطروح عليهم العرض

إن الأشخاص الذين تطرح عليهم الأوراق المالية محل الطرح الخاص هم فئة من الأشخاص لا يجوز الطرح لغيرهم، وهم الأشخاص المؤهلين أو المستثمرين المؤهلين، سواء أكانوا أشخاص طبيعية أم معنوية. لذا فإن عملية الطرح الخاص سواء تمت في السوق الأولية أم في السوق الثانوية يجب أن تقتصر على هؤلاء الأشخاص دون غيرهم، ويقصد بالأشخاص المؤهلين هنا هم الأشخاص الذين يتمتعون بخبرة في مجال الأوراق المالية، أو الذين يتمتعون بقدرة وملاءة مالية^(١٢).

أما بخصوص التشريعات المقارنة، نبدأ بالقانون المصري، فنجد أن دليل الطرح الخاص الصادر بقرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المصرية قد أشار إلى أن الهدف الرئيسي من وضع قواعد لعمليات الطرح الخاص هو التأكد من أن الطرح يقتصر على الجهات أو الأفراد ذوي الخبرة في مجال الأوراق المالية أو ذوي الملاءة المالية، ولا يمتد إلى عامة المستثمرين. كما إن هذا الدليل (دليل الطرح الخاص) بين المقصود بالأفراد والجهات ذوي الخبرة في مجال الأوراق المالية (المستثمرون المؤهلون) بالنص على أنهم (الأفراد والجهات المتمتعين بسابق خبرة في أعمال البورصات وأسواق الأوراق المالية محلياً وعالمياً لمدة خمس سنوات وتخضع هذه المدة إلى أربع سنوات بالنسبة إلى من اجتازوا بنجاح الدورات التدريبية في مجال أسواق الأوراق التي تعتمد عليها الهيئة)^(١٣). أما الأفراد ذوي الملاءة العالية فهم (الأفراد الذين ينطبق في شأنهم واحد على الأقل من التعريفات التالية: ١- أن لا تقل قيمة ممتلكاته عن اثنين مليون جنيه مصري. ٢- أن لا يقل دخله السنوي عن خمسمائة ألف جنيه مصري. ٣- أن يكون لديه رصيد نقدي في

شكل ودائع بنكية لا يقل عن خمسمائة ألف جنيه مصري. ٤- أن تكون له استثمارات في أوراق مالية قائمة في تاريخ طرح لا تقل قيمتها عن اثنين مليون جنيه مصري في شركتين مساهمتين على الأقل بخلاف الشركة محل الطرح^(١٤).

وبقوم المستثمر الراغب في شراء الأوراق المالية محل الطرح الخاص، بملء بيانات التوقيع على اتفاقية اكتتاب أو نموذج استثمار متضمن بيانات عن امكانيات المستثمر المالية، يحدد فيها امكانياته المالية وسابق خبرته ويقر بقيامه بالاطلاع على جميع مستندات الطرح ودرايته بالمخاطر والشروط المتعلقة به، ويقر بأن واحد أو أكثر من التعريفات (الشروط) المذكورة أعلاه تنطبق عليه. ويكون تمثيل أي مستثمر من خلال طرف ثالث (جهة أو شخص) بموجب توكيل رسمي صادر من ذلك المستثمر للطرف الثالث (الوسيط)^(١٥).

أما الجهات ذات الملاءة المالية فيقصد بها (تلك الجهات التي ينطبق في شأنها أحد الأوصاف الآتية: ١- أن لا تقل القيمة الدفترية لحقوق الملكية لهذه الجهة عن عشرة مليون جنيه مصري. ٢- أن لا تقل القيمة الدفترية لإجمالي الأصول المملوكة لهذه الجهة عن عشرين مليون جنيه مصري. ٣- أن يكون لهذه الجهة استثمارات في أوراق مالية قائمة في تاريخ طرح لا تقل قيمتها عن خمسة مليون جنيه مصري في شركات مساهمة أخرى بخلاف الشركة محل الطرح. ٤- أن تكون هذه الجهة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي يتسع نشاطها للاكتتاب في الأوراق المالية في حدود الأغراض المرخص لها بمزاولةها)^(١٦).

ويتعين على الجهات المذكورة أعلاه أن تقدم صورة من القرار الصادر من مجلس إدارتها والذي يحدد فيه أسماء الأفراد المرخص لهم باتخاذ قرارات الاستثمار وحدود صلاحيتهم في هذا الشأن^(١٧).

ولا يطلب من هؤلاء الأفراد والجهات أي بيانات أخرى بخلاف ما سبق ذكره، ويجب التأكيد على أن هؤلاء الأفراد وتلك الجهات، لهم القدرة على اتخاذ اللازم من أجل حماية أنفسهم، وعلى الحصول على ما يحتاجون إليه من بيانات ومعلومات واستشارات. فإذا لم يتوافر لديهم القدر الكافي من البيانات والمعلومات المطلوبة فإنهم يحجمون عن شراء هذه الاستثمارات^(١٨).

لاحظنا مما سبق أن دليل الطرح الخاص الصادر من الهيئة العامة للرقابة المصرية قد وضع مجموعة من الشروط التي يجب توافرها في الأفراد أو الجهات حتى يعتبرون من ذوي الملاءة والخبرة المالية، ومن ثم يحق لهم المشاركة في عملية الطرح الخاص، كما لاحظنا أن دليل الطرح الخاص قد ميّز بين الشروط التي يجب توافرها في الأفراد، وتلك التي يجب أن تتوافر في الجهات، فقرر لكل منهما شروطه الخاصة.

أما من حيث عدد الأشخاص المطروح عليهم العرض، نرى أن دليل الطرح الخاص المصري لم يحدد حد أدنى أو أعلى لعدد الأشخاص أو المستثمرين المؤهلين في حالات الطرح الخاص، لذا فإن العملية تعد طرحاً خاصاً، متى ما طرحت الشركة أسهمها للأشخاص المؤهلين بغض النظر عن عددهم.

أما فيما يتعلق بلائحة طرح الأوراق المالية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية، لم تبين المقصود بالأشخاص المؤهلين وهم المطروح عليهم، ولكنها عدت الأشخاص الذين يوجه لهم الطرح الخاص، وهذا ما أشارت إليه المادة (١٠) من اللائحة والتي أطلقت عليهم بالمستثمرون ذوو الخبرة، بالنص على أنه (يكون طرح الأوراق المالية مقصوراً على مستثمرين ذوي خبرة عند توجيه الطرح إلى أي من الآتي: ١- أشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص^(١٩). ٢- عملاء شخص مرخص له من الهيئة لممارسة أعمال الإدارة شرط استيفاء الآتي: (أ) أن يكون الطرح بواسطة الشخص المرخص له، وأن تتم جميع الاتصالات ذات العلاقة بواسطته. (ب) وأن يكون الشخص المرخص له قد تم تعيينه مدير استثمار بشروط تمكنه من اتخاذ القرارات الخاصة بقبول الطرح الخاص للأوراق المالية نيابة عن العميل دون الحاجة إلى الحصول على موافقة سابقة منه. ٣- حكومة المملكة، أو أي هيئة دولية تعترف بها الهيئة، أو السوق وأي سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة، أو مركز الإيداع. ٤- شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص^(٢٠). ٥- مستثمرون متخصصون^(٢١). ٦- أي أشخاص آخرين تحددهم الهيئة).

نلاحظ أن اللائحة السعودية لم تضع معايير محددة أو متطلبات مالية يجب توافرها لمنح صفة المستثمر ذي الخبرة، كما هو الشأن في دليل الطرح الخاص المصري والذي لاحظناه سابقاً.

أما فيما يتعلق بعدد الأشخاص المؤهلون الذين وجه إليهم الطرح الخاص، فالمادة (١٠) من هذه اللائحة لاحظنا أنها لم تشترط عدد معين من الأشخاص، بل اكتفت ببيان صفات الأشخاص الذين يوجه إليهم الطرح ومن ثم تنطبق عليهم القواعد المقررة له.

أما المادة (١١) من اللائحة ذاتها فقد أشارت إلى ما يطلق عليه بالطرح المحدود، حيث اشترطت عدداً معيناً من الأشخاص لا يجوز تخطيه إذا كان الطرح غير موجه إلى الأشخاص أو المستثمرين المؤهلين وهم (٦٠) شخصاً أو أقل. كما اشترطت أن يكون الطرح بقيمة محددة وهي أن لا تقل عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله، وأجازت أن يقل المبلغ عن هذا الحد إذا كانت قيمة الأوراق المالية المطروحة لا تتجاوز خمسة ملايين ريال سعودي أو ما يعادلها. أما الحالات الأخرى للطرح فلم تشترط عدداً معيناً من الأشخاص المؤهلين. وجاء نص المادة كما

يلي ((أ)) يكون طرح الأوراق المالية طرحاً محدوداً في أي من الحالات الآتية: ١ - (أ) إذا كان الطرح على سنتين مطروحاً عليه أو أقل من غير المستثمرين ذوي الخبرة. (ب) وكان المبلغ المترتب على كل مطروح عليه لا يقل عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله. ويجوز أن يكون المبلغ المترتب على كل مطروح عليه أقل من المبلغ المحدد في هذه الفقرة إذا كان كامل قيمة الأوراق المالية المطروحة لا يتجاوز خمسة ملايين ريال سعودي أو ما يعادلها. ٢ - إذا كان المطروح عليه موظفاً لدى المصدر أو لدى تابع له. ٣ - إذا كان المطروح عليه تابعاً للمصدر. ٤ - إذا استوفى الطرح أي متطلبات أخرى تحددها الهيئة. (ب) لا يجوز طرح أوراق مالية من الفئة نفسها طرحاً محدوداً بناءً على الفقرة (أ/ ١) من هذه المادة أكثر من مرة واحدة خلال الاثني عشر شهراً التالية لانتهاء الطرح).

أما التوجيه الأوروبي فقد أشار إلى أن الأشخاص الذين يعدوا مؤهلين ومن ثم يوجه إليهم الطرح الخاص، وهم من تتوافر فيهم صفات معينة دون غيرهم، وقد حددت هذه الصفات المادة (٢) من التوجيه بالنص على أن الأشخاص المؤهلين هم (١) - (ط) الأشخاص الاعتباريين المرخص لهم أو المنظّمون المشغلين في الأسواق المالية، وعلى وجه الخصوص (مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار والمؤسسات المالية المعتمدة الأخرى أو الشركات المنظمة، شركات التأمين، خطط الاستثمار الجماعي صناديق الاستثمار ومديروا الاستثمار، وسماسرة البضائع الأساسية)، وكذلك المؤسسات غير المرخص لها أو غير المنظمة التي يكون غرضها الوحيد هو الاستثمار في الأوراق المالية.

٢ - الحكومات الوطنية والإقليمية، البنوك المركزية والمؤسسات المالية (مثل صندوق النقد الدولي، البنك المركزي الأوروبي، بنك الاستثمار الأوروبي وغيرها من المنظمات الدولية المماثلة.

٣ - الأشخاص الاعتباريين الآخرين غير المستوفين اثنين من المعايير الثلاثة في النقطة (و).

٤ - الأشخاص الطبيعيون الراغبون في اعتبارهم متمتعون بوصف الأشخاص أو المستثمرين المؤهلين، ذلك بعد أن يتقدموا بطلب إلى الجهات الرقابية في هذا الشأن، بشرط أن يتوافر فيهم اثنين على الأقل من المعايير المنصوص عليها في الفقرة ٢.

٥ - بعض الشركات الصغيرة والمتوسطة، التي تتقدم بطلب لاعتبارها من قبيل الأشخاص أو المستثمرين المؤهلين وفقاً لهذا التوجيه : تخضع للاعتراف المتبادل ، يجوز لدولة عضو الموافقة على الشركات الصغيرة والمتوسطة من خلال مكتبها المسجل في تلك الدولة العضو والذين طلبوا صراحة اعتبارها مستثمرين مؤهلين.

(و) الشركات الصغيرة والمتوسطة (SME) تعني الشركات التي تتقدم بطلب لاعتبارها من قبيل الأشخاص أو المستثمرين المؤهلين وفقاً لهذا التوجيه، ولكي يعتبر كذلك يجب أن تتوفر فيه اثنين على الأقل من الخصائص التالية: متوسط عدد العاملين فيها يقل عن مائتين وخمسين عاملاً على مدار السنة كاملة ، إجمالي الميزانية العمومية لا يتجاوز ٤٣ مليون يورو، ودوران صافي سنوي لا يتجاوز ٥٠.٠٠٠ يورو^(٢٢).

وهناك من الفقه من يرى أنه يمكن اعتبار العملية طرحاً خاصاً إذا ما وجهت الأسهم لعدد محدود من المستثمرين غير المؤهلين، كما أن طرح الأوراق المالية للعاملين لدى الشركة المصدرة يعد بمثابة عملية طرح خاص^(٢٣).

ولكننا لا نتفق مع هذا الرأي؛ لأن الغرض من وجود أسلوب الطرح الخاص هو طرح الأسهم لأشخاص مؤهلين يتمتعون بالخبرة والملاءة المالية حتى تستفيد منهم الشركة المصدرة للأسهم وتتهض بواقعها، فضلاً عن أن إجراءات الطرح أبسط وأبسط من الإجراءات المعمول بها في الطرح العام، وذلك من أجل السرعة في إتمام عملية الطرح الخاص، كون أن الأسهم تطرح لأشخاص مؤهلين. أما إذا كان الطرح موجهاً لغير المؤهلين فيزول معه السبب الداعي من تيسير إجراءات الطرح؛ لأن هؤلاء الأشخاص لا تتوفر فيهم شروط التأهيل من ملاءة مالية وخبرة. أما فيما يتعلق بطرح الأوراق المالية على العاملين لدى الشركة المصدرة فيعد بمثابة نظام الإثابة أو التحفيز للعاملين لدى الشركة أو ما يسمى طبقاً لقانون الشركات العراقي بالاكتتاب المغلق فلا يمكن اعتباره طرحاً خاصاً لاختلاف الأسلوبين من حيث الغاية والإجراءات والأشخاص الذين تطرح عليهم الأسهم.

والسؤال الذي يتبادر للذهن هنا، هل يجوز للشركة التي تطرح أسهمها طرحاً خاصاً أن ترفض بعض طلبات المستثمرين المطروح عليهم؟ نجد أن دليل الطرح الخاص الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، قد أجاب على ذلك بالنص على أن للشركة المصدرة بالاتفاق مع المروج (الوسيط) الحق في قبول أو رفض بعض طلبات المستثمرين أو تخفيض عدد الأوراق المالية التي يتم تخصيصها لهم^(٢٤). ولكن نحن لا نؤيد ذلك، لأنه يتعارض مع طبيعة العرض فالشركة المصدرة للأسهم عندما تعلن عن عملية الطرح الخاص لأسهمها فإنها تصدر نشرة أو بيان الطرح تتضمن معلومة ثابتة ولا يجوز الرجوع عنها وإلا تعرضت الشركة للمسؤولية التقصيرية، فضلاً عن أن رجوعها والتغيير في هذه البيانات يضعف ثقة المستثمرين بالشركة، لذا يجب عليها قبول جميع طلبات المستثمرين متى ما كانت متوافرة فيه شروط الطرح، ولا يجوز لها التقليل من عدد الأوراق المالية التي يرغب بشرائها.

المبحث الثاني

الطبيعة القانونية للطرح الخاص وتمييزه عما يشته به

سنبين في هذا المطلب التكيف القانوني للطرح الخاص، وما الفرق بينه وبين الأنظمة والطروحات المشابهة له، كالطرح العام والاكتتاب العام والاكتتاب المغلق، وذلك على مطلبين الأول للطبيعة القانونية للطرح الخاص، أما المطلب الثاني فسيكون لتمييزه عما يشته به.

المطلب الأول

الطبيعة القانونية للطرح الخاص

إن التكيف القانوني لعملية الطرح الخاص قد يقترب من كونه عقد، كون أن هناك طرفين رئيسيين في العملية وهي الشركة الطارحة والأشخاص المطروح عليهم، كما يقترب من الإرادة المنفردة كون أن التصرف صادر من الشركة المصدرة وهي التي تضع شروط الطرح. لذا سوف نبين في هذا المطلب الطبيعة القانونية للطرح الخاص في ضوء الأحكام والقواعد المطبقة

فبالنسبة لكون عملية الطرح الخاص عمل من أعمال الإرادة المنفردة من عدمه، نقول إن الطرح الخاص عبارة عن تصرف صادر من الشركة المصدرة للأسهم أو أحد المساهمين فيها ممن تتوفر فيه الشروط التي تؤهله للطرح، يعلنون من خلاله عن رغبتهم في التصرف بالأسهم التي يمتلكونها إلى مجموعة من الأشخاص يطلق عليهم بالأشخاص المؤهلين. أما الإرادة المنفردة فهي تصرف قانوني يصدر من جانب واحد، وينتج آثاره القانونية وهي أما نشوء حق عيني أو شخصي أو انقضاءه، وبناءً على ذلك نقول أن الطرح الخاص لا يمكن عده عملاً من أعمال الإرادة المنفردة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الإرادة المنفردة كتصرف قانوني يمكنها أن تنتج التزام قانوني على عاتق القائم بها وعلى الشخص الذي وجهت له ومن ثم ترتب آثاراً على هذا التصرف ودون الحاجة إلى إرادة أخرى، بينما الأمر خلاف ذلك في عملية الطرح الخاص، فإن إرادة الشركة أو المساهمين فيها، لا تنتج التزام قانوني إلا بعد أن يعلن الشخص الموجه إليه الطرح عن رغبته في ذلك. لذا فإن عملية الطرح ليست من قبيل الإرادة المنفردة.

أما من حيث كونه عقداً أم لا، فالعقد عبارة عن إرادتين متطابقتين لحظة نشوئه، وهذا الأمر لا يتوافر في الطرح الخاص الذي لا يعدو أن يكون إرادة واحدة، هي إرادة القائم به سواء كانت الشركة أم أحد مساهميها، ولكن هذه الإرادة لا ترتب ثمة التزام قانوني إلا بعد أن تقرن بإرادة من وجهت إليه وهم الأشخاص المؤهلين.

لذا فنحن نرى أن الطرح الخاص هو إيجاب يصدر من قبل القائم به وهي الشركة أو أحد مساهميها، ويتم ذلك بموجب نشرة الطرح الخاص التي يعبرون من خلالها عن رغبتهم في إبرام

عقد بيع محله الأوراق التي يمتلكونها كلها أو بعضها وفقاً لشروط الطرح ولأشخاص يتمتعون بالخبرة والكفاءة المالية؛ بسبب حاجة الشركة إلى الأموال، فإذا ما صادف هذا الإيجاب قبولاً من الأشخاص الذين وجه إليهم (الأشخاص المؤهلين) وبعد موافقتهم على الشروط التي جاءت بنشرة الطرح انعقد العقد. وبعد ذلك لا يستطيع الطارح تعديل شروط الطرح أو إلغائه لأنه أصبح باتاً وملزماً له، إلا إذا كان ذلك بموافقة القابل. وبخلاف ذلك إذا ما خالف الطارح بنود وشروط الطرح الواردة في النشرة المخصصة له، جاز للقابل اللجوء للقضاء ومطالبته بتعويض الضرر الذي لحقه على أساس المسؤولية العقدية^(٢٥).

المطلب الثاني

تمييز الطرح الخاص عما يشته به

إن عملية طرح الأوراق المالية للتداول تتم بوسائل عدة، فقد تكون عن طريق الاكتتاب العام للجمهور أو عن طريق الاكتتاب المغلق أو الفوري أي لمساهمي الشركة فقط، أو من خلال الطرح العام للأسهم في سوق الأوراق المالية، وقد تتشابه هذه الأنظمة في بعض جوانبها مع الطرح الخاص، لذا سنحاول أن نبين أوجه الشبه والاختلاف بينهما، وعلى ثلاث مطالب وكالاتي:

الفرع الأول

تمييز الطرح الخاص من الاكتتاب العام

يقصد بالاكتتاب (هو تصرف قانوني يعبر فيه المكتتب عن رغبته في الانضمام إلى شركة تحت التأسيس ليكون مساهماً فيها، مع تعهده بتقديم مبلغ من النقود مساوٍ للقيمة الاسمية للأسهم التي يرغب في الحصول عليها)^(٢٦). لذا فإن الطرح الخاص والاكتتاب كلاهما تتمثل في عملية طرح الشركة أسهماً على الأشخاص المستثمرين بغية بيع هذه الأسهم، ومن يقوم بعملية الشراء لأسهم الشركة يصبح مساهماً فيها. فالنظامين يتشابهان من حيث الفكرة الرئيسية، إلا أحكام وقواعد كل نظام تختلف عن الآخر وهذا ما سنوضحه في النقاط الآتية:

- ١- الاكتتاب العام هو دعوة أشخاص غير محددين مسبقاً، للمشاركة أو المساهمة في رأس مال الشركة المراد تأسيسها، ومن يرغب في المشاركة عليه أن يكتتب بالأسهم المعروضة وبالقدر الذي يناسبه، لذا فالالاكتتاب التأسيسي يعد وسيلة لتجميع رأس مال الشركة، أي لتجميع مقدار من الأموال حتى يتسنى للشركة القيام بالغرض الذي أنشأت من أجله. أما الطرح الخاص فلا يعد من طرق تأسيس الشركة، فالشركة متى ما رغبت

سواء عند التأسيس أو خلال حياتها، تطرح أسهم محددة طرْحاً خاصاً أي لأشخاص محددين دون غيرهم وهم الأشخاص المؤهلين، بغية ضمهم للشركة كمساهمين .

٢- من حيث الغاية: الاكتتاب العام الغاية أو الهدف منه هو إما لتجميع رأس مال الشركة بقصد تأسيسها أو لزيادة رأس مالها أثناء حياتها فتطرح أسهم لاكتتاب بها من قبل جمهور المكتتبين. بينما الطرح الخاص الغاية الرئيسية منه هو لغرض الحصول على أشخاص يتمتعون بالخبرة في مجال الأوراق المالية أو الملاءة المالية للنهوض بواقع الشركة وخاصةً المتعثرة من الناحية الإدارية والمالية، عن طريق طرح أسهم الشركة لهؤلاء الأشخاص تحديداً لكي يصبحوا مساهمين بالشركة، ومن ثم الاستفادة من خبراتهم.

٣- من حيث الأشخاص المطروحة عليهم الأسهم: فالإكتتاب العام فإنه يوجه إلى جمهور المستثمرين من دون استثناء أي إلى أشخاص غير محددين عن طريق أحد المصارف المرخص لها ذلك^(٢٧)، بينما نجد الطرح الخاص لا يوجه للجمهور بصورة عامة، بل يوجه لأشخاص محددين بصفاتهم دون غيرهم وهم المؤهلين مالياً وإدارياً.

٤- مكان الاكتتاب: الاكتتاب العام لا يكون إلا في السوق الأولي (سوق الإصدار) كون إن هذه الأسهم تصدر من الشركة ولأول مرة، أي لم يتم التداول بها بعد، أما الطرح الخاص فقد يتم في السوق الأولي (سوق الإصدار) إذا ما كان الطارح هي الشركة المصدرة للأسهم، وقد يتم في السوق الثانوي (سوق التداول) إذا ما كان الطارح هو أحد مساهمي الشركة ممن تتوافر فيه شروط تؤهله لطرح أسهمه كلها أو بعضها طرْحاً خاصاً.

الفرع الثاني

تمييز الطرح الخاص من الاكتتاب المغلق

يقصد بالاكتتاب المغلق أو الفوري: هي دعوة المؤسسين للانضمام إلى عقد الشركة بتقديم قيمة الأسهم التي يرغبوا بشرائها من خلال الاكتتاب، دون الالتجاء إلى الجمهور في صورة اكتتاب عام، أي دون عرض الأسهم في نشرة عامة^(٢٨).

إن الاكتتاب المغلق يتشابه مع الطرح الخاص من حيث إن كلا الاسلوبين يتمثل في طرح الشركة أسهمها لأشخاص محددين، إلا أنهما يختلفان من عدة نواحي وكالاتي:

١- من الأشخاص الذين تطرح لهم الأسهم: ففي الاكتتاب المغلق تطرح الأسهم على مؤسسي الشركة فقط، أي يقتصر الاكتتاب في رأس مال الشركة بأكمله على المؤسسين فقط. بينما نجد أن الطرح الخاص تقدم الشركة أسهمها لأشخاص محددين ولكنهم من خارج الشركة وهم من يتمتعون بالخبرة والملاءة المالية، لأن الغرض من الطرح الخاص هو الاستفادة من خبرات وقدرات مالية أجنبية (من خارج الشركة) إضافة لما موجود في الشركة.

٢- الاكتتاب المغلق لا يتم إلا في السوق الأولي أو سوق الإصدار؛ لأن الاكتتاب بالأسهم يعرض من قبل الشركة فقط، بينما الطرح الخاص يتم في السوق الأولي وفي سوق التداول؛ كون الأسهم تطرح من قبل الشركة أو من قبل المساهمين.

وبالرجوع إلى قانون الشركات العراقي رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ المعدل، نجده لم يأخذ بالاكتتاب المغلق، فالشركات العراقية تطبق الاكتتاب العام فقط دون الاكتتاب المغلق، وحتى في حالة تفضيل المساهمين القدامى عند زيادة رأس المال، ففي هذه الحالة يشترط فيه اكتتاب كل مساهم بعدد من الأسهم يتناسب مع عدد مساهمته في رأس مال الشركة، وما تبقى من أسهم يعرض على الجمهور، وإذا لم يتبقى فنكتفي باكتتاب المساهمين، ولكن هذا ليس معناه اكتتاب مغلق؛ لأنه في الأصل الطرح يكون بنسبة معينة للمساهمين والمنتقي يطرح للجمهور من خلال سوق الأوراق المالية، وهذا ما نصت عليه المادة (٥٦/ثالثاً) من قانون الشركات العراقي النافذ على أن (لكل مساهم حق الأفضلية في شراء الأسهم بسعر الاكتتاب بعدد يتناسب مع عدد الأسهم التي يملكها، ويمنح المساهمون مهلة لممارسة هذا الحق أمدها (١٥) خمسة عشر يوماً من تاريخ توجيه الدعوة للمساهمين بشراء الأسهم، ... وفي حالة انتهاء المدة ... وبقاء بعض الأسهم مطروحة للاكتتاب، يجوز لمجلس الإدارة طرح الأسهم للبيع في سوق العراق للأوراق المالية...).

وهذا خلاف ما نجده في القانون المصري الذي أخذ بالاكتتاب المغلق في قانون الشركات رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ المعدل لبعض أحكام قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. سيما وأن إجراءات تأسيس الشركات ذات الاكتتاب المغلق يكون أبسط من الاكتتاب العام، ويرجع ذلك إلى إن الاكتتاب المغلق لا يوجه إلى الجمهور من المستثمرين للاكتتاب برأس مال الشركة، ومن ثم

لا توجد خطورة على الادخار العام ولا على جمهور المدخرين الذين أرادت التشريعات حمايتهم بالإجراءات المركبة للتأسيس عن طريق الاكتتاب العام، ومن ثم أصبحت إجراءات تأسيس شركات المساهمة بالاكتتاب المغلق أشبه بتأسيس شركات الأشخاص أو الأشخاص الخاصة^(٢٩).

الفرع الثالث

تمييز الطرح الخاص من الطرح العام

فقد عرف مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ في المادة (٣/غ) من القسم (٢) العرض (الطرح) العام (هو عرض لبيع أو دعوى لتقديم عروض أو اكتتابات لشراء أي ورقة مالية يتم الإعلان عنها لأكثر من ٢٥ شخصاً، باستثناء المستثمرين الاعتباريين، ويشمل ذلك عرضاً يتضمن إعلان عام أو اكتتاب عام أو استعمال الإنترنت أو غير ذلك من وسائل الإعلام أو الإعلان العامة).

فالطرح العام هو عملية عرض الأوراق المالية التي تملكها الشركة لبيعها للجمهور أو دعوة الجمهور لتقديم عروض لشراء هذه الأوراق، وحتى يكون العرض عاماً يجب أن يتم الإعلان عنه لأكثر من ٢٥ شخص طبعي بالإضافة إلى الأشخاص المعنوية، ويتم الإعلان بأية وسيلة من وسائل الإعلام.

أما المادة (١) من نظام السوق المالية السعودي رقم (م/٣٠) لعام ٢٠٠٣ فقد عرفت طرح الأوراق المالية هي (إصدار أوراق مالية أو دعوة الجمهور للاكتتاب فيها أو الترويج لها بشكل مباشر أو غير مباشر أو أي تصريح أو بيان أو اتصال يعتبر من حيث الأثر المترتب عليه بيعاً أو إصداراً أو عرضاً للأوراق المالية، ولا يشمل ذلك المفاوضات الأولية أو العقود المبرمة مع متعهدي التغطية بينهم).

وعرف أيضاً بأنه (طرح كل أو جزء من أسهم رأس مال الشركة للبيع للجمهور في سوق الأوراق المالية بسعر محدد)^(٣٠).

وعرف كذلك بأنه (بيع كل أو جزء أسهم إحدى الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية والذي يكون مملوكاً لأحد الأفراد أو الجهات المالكة لنسبة كبيرة من أسهم هذه الشركة وفقاً لشروط معينة تعلن للجمهور غير محددة سلفاً، على أن يتم تنفيذ عملية الطرح من خلال السوق الثانوية)^(٣١).

وتتم عملية العروض العامة لبيع الأسهم عن طريق إخطار المستثمرين من جانب الشركة أو كبار المساهمين فيها بصورة علنية برغبتها في بيع كل أو جزء أسهمها بسعر محدد أو قابل للتحديد وخلال مدة زمنية محددة، ويتم ذلك بموجب عقد بيع محله تلك الأسهم المراد بيعها

وأطرافه هم الشركة المالكة للأسهم والمستثمر المشتري، وإن الراغب في الشراء يرسل أوامر الشراء خلال مدة العرض إلى الوسطاء الماليين الذين يتعامل معهم أو القائمين بتنفيذ عملية العرض^(٣٢)، وبعد ذلك يتم اختيار أفضل العروض المقدمة سواء من الناحية المالية، أو القدرة على الاستغلال الأمثل، ويجب أن يقوم ذلك على المنافسة الحرة المشروعة والمساواة بين المتنافسين^(٣٣).

فالطرح العام هو أيضاً طرح أوراق مالية من قبل الشركة أو كبار المساهمين فيها للمستثمرين بقصد بيعها، إلا أنه يختلف عن الطرح الخاص، من حيث إن السوق الذي يتم فيه الطرح، كما لاحظنا سابقاً أن الطرح الخاص قد يتم في السوق الأولية أو في السوق الثانوية، بينما الطرح العام باعتباره وسيلة لتداول الأوراق المالية من قبل الأفراد أو الجهات التي تملك أسهم الشركة إذن لا يتم إلا في السوق الثانوية أي في سوق التداول^(٣٤).

هذا وأن البورصة المصرية تجعل طرح الشركة لنسبة معينة من أسهمها للجمهور شرط جوهرى لقيد الشركة في البورصة، لذا فالغاية من قيام أغلب الشركات بالطرح العام هو لقيد أسهمها أو للمحافظة على استمرار قيد أسهمها وعدم شطبها من البورصة المصرية، فالمادة (٩) من قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢ والمعدل بالقرار رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٨، التي استلزمّت بالإضافة إلى الشروط العامة التي يجب توافرها في الشركة الراغبة في قيد أسهمها في البورصة، أن يتم طرح بعض أسهمها بنسبة لا تقل عن ١٠% من إجمالي أسهمها؛ وذلك لتوسيع قاعدة ملكية أسهم الشركة، وأن لا تقل نسبة الأسهم حرة التداول عن ٥% من إجمالي أسهم هذه الشركة؛ لغرض إمكانية تداول أسهم الشركة من خلال شاشات التداول بالبورصة المصرية بالبيع والشراء، أي أن لا تكون الأسهم مرهونة لصاح جهة أخرى وعدم إمكانية تداولها، وفي حالة عدم توافر هذه الشروط يمكن للجنة القيد شطب قيد أسهم الشركة.

وهذا يعني أن الطرح العام يتم عندما يرغب أحد الأفراد أو الجهات المالكة لنسبة كبيرة من أسهم الشركة أن تطرح أسهمها أو جانباً منها للبيع في البورصة، بشرط أن تتم عملية الطرح وفقاً لشروط معينة، وأن تعلن هذه الشروط لجمهور المستثمرين غير محددين مسبقاً، ويتم تنفيذ العملية من خلال السوق المالية.

المبحث الثالث

الآثار المترتبة على عملية الطرح الخاص

سنبين في هذا المبحث الآثار التي تترتب على إجراء عملية الطرح الخاص من قبل الشركة الطارحة لأسهمها طرْحاً خاصاً، من خلال تقسيمه على مطلبين، سنخصص الأول لانضمام المستثمرين المؤهلين كمساهمين جدد للشركة الطارحة، أما المطلب الثاني فسيكون لدور الطرح في تطوير الشركة الطارحة.

المطلب الأول

انضمام المستثمرين المؤهلين للشركة الطارحة أسهمها طرْحاً خاصاً

إن الطرح الخاص كغيره من وسائل تداول الأوراق المالية، يكون موجهاً إلى المستثمرين بهدف نقل ملكية الأوراق المالية محل الطرح رغبةً في الحصول على القيمة النقدية لهذه الأوراق من جهة، واكتساب مساهمين جدد يتمتعون بالخبرة في مجال الأوراق المالية والكفاءة المالية الذين يمكنهم أن يساعدوا الشركة الطارحة في تطوير نشاطها والنهوض بواقعها من جهة أخرى. لذا فإن الطرح الخاص يختلف عن وسائل تداول الأوراق المالية الأخرى، من حيث أنه لا يوجه إلى عموم المستثمرين، بل يقتصر على فئة محددة من المستثمرين دون غيرهم، وهم المستثمرين المؤهلين.

فالطرح الخاص يعد أحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركات المصدرة للأوراق المالية من أجل تمويل مشروعاتها وتوسعاتها، عن طريق إصدار أوراق مالية وبيعها لمستثمرين كفؤين من الناحية الإدارية والمالية .

ففي حالة احتياج الشركة لأموال غير تلك التي تستطيع أن تحصل عليها من خلال العمليات الإنتاجية أو عملية إدارة أصول وممتلكات الشركة؛ فإنها تلجأ إلى ضم مستثمرين يتمتعون بالكفاءة المالية عن طريق طرح أسهمها طرْحاً خاصاً عليهم وإذا ما وافقوا على شروط الطرح، يتم إبرام عقد البيع لكي يصبحون شركاء جدد في الشركة، وهذا ما يساعد الشركة على تمويل وتوسيع مشروعاتها القائمة أو القيام بعمليات استحواذ على كل أو جزء من شركات أخرى أو تمويل الدخول في مشروعات جديدة.

وإذا ما قررت إدارة الشركة الحصول على احتياجاتها المالية من سوق الأوراق المالية من خلال إصدار أسهم على سبيل المثال، فإن الخطوة التالية تتمثل في تحديد نوعية المستثمرين

الذين يمكن تسويق أو طرح تلك الأسهم عليهم، وهم يجب أن يكونوا مجموعة محدودة من المستثمرين تنطبق عليهم مجموعة من شروط الطرح، ويطلق عليهم مصطلح المؤسسات الاستثمارية أو المستثمر الرئيسي. وهذا يعني أن بيع الأسهم بموجب الطرح الخاص لا يكون عرضاً عاماً موجهاً إلى أشخاص غير محددين، بل يكون عرضاً خاصاً لبعض المستثمرين دون غيرهم، يتم ترشيحهم لأسباب موضوعية كالكفاءة المالية والخبرة الإدارية وغيرها. حيث نجد أن المادة (١٠) من لائحة طرح الأوراق المالية السعودية قد حددت المستثمرون ذوي الخبرة بالنص على أن (يكون طرح الأوراق المالية مقصوداً على مستثمرين ذوي خبرة عند توجيه الطرح إلى أي من الآتي: (١) أشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص. (٢) عملاء شخص مرخص له من الهيئة لممارسة أعمال الإدارة . (٣) حكومة المملكة، أو أي هيئة دولية تعترف بها الهيئة، أو السوق وأي سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة، أو مركز الإيداع. (٤) شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص. (٥) مستثمرون متخصصون. (٦) أي أشخاص آخرون تحددهم الهيئة).

ويقصد بالمستثمر الرئيسي، ذلك المستثمر الذي يتصف بقدر كبير من الملاءة المالية، وقد يتخذ شكل مؤسسة لها فريق عمل متخصص ومحترف في مجال عمل الشركة التي تصدر الأوراق المالية أو في المجالات المالية، والذي يستطيع المساهمة في تغيير أو تعديل أو تحسين الهيكل المالي أو الإداري للشركة المصدرة للورقة المالية، أو يستطيع أن يساهم مساهمة فعالة في تعديل وتحسين الطاقة الإنتاجية للشركة المصدرة أو زيادة كفاءتها من خلال التكنولوجيا أو المعرفة التي يمتلكها في مجال عمل الشركة المصدرة للأسهم. وفي ضوء هذه الطبيعة الخاصة للمستثمر المؤسسي، يكون للشركة المصدرة للأسهم الاختيار فيما بين المستثمرين الراغبين في الاكتتاب في الأسهم الجديدة؛ لاختيار أفضلهم وأكثرهم ملاءة مالية وخبرة إدارية.

المطلب الثاني

دور الطرح الخاص في تطوير الشركة الطارحة

أن فكرة الطرح الخاص يمكن الأخذ بها، عندما ترغب الشركة في الحصول على مساهمين ذو كفاءة وخبرة وسمعة مالية، للنهوض بنشاطها وسمعتها، فتطرح أسهمها إما عند التأسيس أو عند زيادة رأس مالها، أو في غيرها من الأحوال عندما ترغب في بيع أسهما في سوق التداول يجوز لها أن تشترط أن يكون البيع لأشخاص مؤهلين مالياً أو ذوي خبرة عالية بنشاط الشركة.

ويتم اللجوء إلى أسلوب الطرح الخاص عندما يكون الطرح العام لا يناسب الشركة، وقد لا يكون من صالحها؛ لأنه يكلف نفقات لا تتناسب مع حجمها، خاصة إذا لم يسفر عنه بيع كل الأسهم المطروحة فهذا ما يكلف الشركة نفقات كبيرة في الإعلان ومصاريف الوسطاء وعمولات البنوك، لذا فقد تلجأ الشركة إلى بيع الأسهم إلى مستثمر واحد أو مجموعة مختارة من المستثمرين الوطنيين أو الأجانب، أو إلى مؤسسات خاصة^(٣٥). ويتم أيضاً اللجوء إلى أسلوب الطرح الخاص عندما تكون الشركة بحاجة إلى تكنولوجيا وإدارة حديثة أو للدخول إلى أسواق عالمية، أو إذا كانت الشركة العامة تعاني من انخفاض في مستوى الكفاءة والعجز المالي أو الضعف الإداري، ففي هذه الحالة تسعى إلى بيع أسهمها لمستثمر أجنبي أو إلى مستثمرين تتوافر فيهم الملاءة المالية العالية والخبرة في مجال الأوراق المالية، من أجل تحقيق أهدافها^(٣٦). فضلاً عن أن أسلوب الطرح الخاص يتيح للشركة الفرصة في اختيار المشتري الملائم، وسهولة إتمام عملية البيع كونه يعرض على عدد محدود من الأشخاص أي محدودية الفئة المخاطبة بالعرض^(٣٧).

وقد وجد أسلوب الطرح الخاص مجاًلاً للتطبيق في مصر، حيث تم بيع شركات عامة لمستثمر رئيسي بنسب متفاوتة ومنها: شركة النصر لصناعة المحولات - ألكو وكانت النسبة المبيعة ٨٩%، وشركة اسمنت بني سويف وكانت النسبة المبيعة ٧٦%، وشركة والأهرام للمشروبات وكانت النسبة المبيعة ١٠٠%^(٣٨). وكذلك نجد أن مستشفى كليوباترا طرحت أسهمها طرحاً خاصاً في ٢١/ مايو/ ٢٠١٦، و كان إجمالي قيمة طلبات الاكتتاب بلغت (٢,٠٥٩) مليار جنيه أي ما يعادل (٢٣١,٩ مليون دولار) وإن البورصة وافقت على بدء تسجيل أوامر شراء أسهم المستشفى إلى حين ٣٠/ مايو/ ٢٠١٦، وأن الشركة تحدد السعر النهائي للطرح بـ (٩) جنيهات للسهم، وتهدف إلى جمع ٦٠٠ - ٧٠٠ مليون جنيه من خلال طرح أسهمها في البورصة. علماً إن رأس مال الشركة يبلغ ٨٠ مليون جنيه موزعاً على ١٦٠ مليون سهم بقيمة اسمية قدرها ٥٠ قرش للسهم الواحد^(٣٩).

كما نلاحظ أن الطرح الخاص للأوراق المالية في السعودية قد سجل تنامياً ملموساً إذ حقق حوالي (٥٠,٣ مليار ريال) أي (١٣,٤ مليار دولار) عام ٢٠٠٣، أما في عام ٢٠٠٧ حيث تشير البيانات إلى إن القيمة المسجلة لمبالغ الطرح الخاص تبلغ (١٧١,٧ مليار ريال) أي (٤٥,٧ مليار دولار) قدمها المستثمرون من الشركات والأفراد في الأوراق المالية. بينما نجد إن قيمة الطروحات في عام ٢٠١٤ بلغت (٣٣,٦ مليار ريال)^(٤٠).

وكذلك في بريطانيا حيث كان يتم بيع الشركة كاملة إلى أحد المستثمرين أو إحدى شركات القطاع الخاص، وكان يطلق عليه Private Sale، وقد تم تحديد الشركات التي يتم تحويلها إلى القطاع الخاص وفق هذا الأسلوب، وهي الشركات الخاسرة والشركات الغير استراتيجية، والشركات التي تحقق أرباح ولكنها لا تتناسب مع الأهداف الأساسية للقطاع العام. ففي عام ١٩٨٧ تم بيع شركة الطيران البريطانية British Airways، وبدأ الإعلان عن نية خصخصة وبيع الشركة في عام ١٩٨١، وكانت الخصخصة قاصرة على نوعية محددة من المستثمرين، وهم كبار المستثمرين الذين يدركون كيفية التعامل مع البيئة التنافسية الشديدة لشركات الطيران، والتعامل مع المؤثرات في هذه الصناعة^(٤١).

الخاتمة

بعد أن بينا موضوع البحث من حيث مفهومه وتمييزه عما يشته به وآثار، لا بد لنا الآن من بيان النتائج التي توصلنا إليها، فضلاً عن التوصيات التي نأمل من المشرع العراقي الأخذ بها، وهذا ما سنتناوله على فقرتين، الأولى للنتائج والثانية للتوصيات.

أولاً: النتائج

- ١- الطرح الخاص هو عملية عرض الشركة أو كبار المساهمين فيها مجموعة من الأسهم لغرض بيعها لأشخاص أو مستثمرين يتمتعون بالخبرة والملاءة المالية.
- ٢- يتميز الطرح الخاص عن أساليب تداول الأوراق المالية الأخرى من حيث كونه يعرض الأوراق المالية لشريحة أو فئة محددة من المستثمرين وهم المؤهلين دون غيرهم .
- ٣- الطرح الخاص عبارة عن إيجاب يصدر من الشركة المصدرة للأوراق المالية أو المساهمين فيها .
- ٤- يترتب على عملية الطرح الخاص انضمام المساهمين المؤهلين للشركة الطارحة باعتبارهم مساهمين جدد.

ثانياً: التوصيات

- ١- نأمل من المشرع العراقي تنظيم أحكام الطرح الخاص عند تشريع قانون سوق الأوراق المالية، لما له من أهمية للنهوض بواقع الشركات المتعثرة والتي تكون بحاجة إلى تمويل

- مالي أو خبرات إضافية في مجال الأوراق المالية؛ كونه يؤدي إلى طرح الأسهم على مستثمرين محددين وهم الذين ذوي الخبرة ي والكفاءة المالية .
- ٢- بيان إجراءات عملية طرح الخاص بشيء من التفصيل من حيث طريقة الإعلان عنه، وكيفية قبول الطرح من قبل المستثمرين، والجهات المختصة بالرقابة على عملية الطرح.
- ٣- أن لا يؤدي الطرح الخاص إلى السيطرة والاستحواذ على الشركة الطارحة، خاصة إذا كان المطروح عليهم مستثمرين يتمتعون بجنسية دولة أجنبية.

الهوامش

- (١) هذا ما سنتناوله بالتفصيل في المطلب الثاني من هذا البحث.
- (٢) ينظر د. أحمد فاروق وشاحي، ماهية الطرح الخاص وأحكامه (دراسة تطبيقية عملية مقارنة)، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠ ص ١٣.
- (٣) يقصد بالسوق الثانوية ((Secondary Market)) أو سوق التداول (البورصات): (هي السوق التي يجري فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وإن التعامل في هذا السوق ينصب على نقل ملكية الأوراق المالية من مستثمر إلى آخر، وإن المبالغ المتحصلة من هذا التعامل لا تذهب إلى الجهة المصدرة للورقة المالية بل إلى حملة الأوراق المالية). ينظر: د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٢، ص ٤٨١ وما بعدها، ود. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١، ص ٧٠ وما بعدها.
- (٤) السوق الأولية (First Market) أو سوق الإصدار أو سوق الورقة الجديدة: (فهي السوق التي تطرح فيها الأوراق المالية من قبل الجهات المصدرة لأول مرة بقصد بيعها أو تسويقها في هذا السوق، ويتم فيها تجميع المدخرات وتقديم رؤوس الأموال إلى المشروعات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة قبل ذلك ويتم التعامل فيها بين مصدري الأوراق المالية والمكتتبين لأول مرة)، ينظر أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٣٧ وما بعدها، ود. سميرة عبد الله مصطفى، الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية العراقي، بحث منشور في مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، المجلد ٤، العدد ١٥، الجزء الثاني، ٢٠١٥ ص ٧٥٩ وما بعدها.
- (٥) ينظر د. ساهر أحمد عبد النافع عبد الله، التنظيم القانوني للطرح الخاص في سوق الأوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٤٩، وبمعنى قريب ينظر د. احمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة، منشأة المعارف، الإسكندرية ، ٢٠٠٣، ص ١٤٧.
- (٦) ينظر في ذلك: د. محسن حسن المعموري، الخصخصة دراسة تحليلية للمفهوم والآليات، بحث منشور في مجلة جامعة ديالى، العدد الثلاثون، ٢٠٠٨، ص ١١ و١٢، وبالمعنى ذاته ينظر: د. حسام الدين عبد الغني

الصغير، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٤، ص ٧٣، هامش (٢).

(٧) ينظر د. إيهاب الدسوقي، التخصيصية والإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥، ص ٣٣، وأميرة جعفر شريف، التنظيم القانوني للتخصيص ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، ٢٠١٥، ص ٣٧.

(٨) ينظر دليل الطرح الخاص الصادر بقرار من الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، ص ٦.

(٩) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ١٠.

(١٠) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ٨.

11) **Article 3 (2- L'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux catégories d'offres suivantes: a) une offre de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés; et/ou . b) une offre de valeurs mobilières adressée à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre; et/ou . c) une offre de valeurs mobilières adressée à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour un prix total d'au moins 50 000 euros par investisseur et par offre distincte; et/ou. d) une offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50 000 euros; et/ou. e) une offre de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 100 000 euros. Cette limite est calculée sur une période de douze mois.)**

(١٢) ينظر د. ساهر أحمد عبد النافع، مصدر سابق، ص ٨٥.

(١٣) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ٤.

(١٤) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ٤.

(١٥) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ٥.

(١٦) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ٥.

(١٧) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ٥.

(١٨) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ٥.

(١٩) يقصد (بالشخص المرخص له: شخص مرخص له من الهيئة بممارسة أعمال الأوراق المالية). وفقاً لقائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم ٤-١١-٢٠٠٤، وتاريخ ٢٠/٨/١٤٢٥ هـ، الموافق ١٠/٤/٢٠٠٤ م، بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ٢/٦/١٤٢٤ هـ، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٣ - ٨٥ - ٢٠١٧ وتاريخ ٢٧/١٢/١٤٣٨ هـ، الموافق ١٧/٩/٢٠١٧ م. ص ١١.

(٢٠) يقصد بمصطلح (شركات استثمارية) وفقاً لقائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية السعودية هي (١- أي شركة تملك، أو تكون عضواً في مجموعة تملك أصولاً صافية لا تقل قيمتها عن عشرة ماليني ريال سعودي. ٢- أي شراكة غير مسجلة، أو أي شركة تضامن، أو منشأة أخرى تملك أصولاً صافية لا تقل قيمتها عن عشرة ماليني ريال سعودي. ٣- أي شخص "أ" يتصرف بصفة عضو مجلس إدارة،

أو مسؤول، أو موظف لدى شخص. "ب" عندما ينطبق على الشخص "ب" (التعريف الوارد في الفقرتين الفرعيتين (١) أو (٢) حيث يكون الشخص "أ" مسؤولاً عن أي نشاط أوراق مالية للشخص "ب".

(٢١) يقصد بالمستثمرون المتخصصون وفقاً قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية السعودية هم (أي شخص طبيعي يستوفي أحد المعايير الآتية على الأقل: ١) أن يكون قد قام بصفقات في أسواق الأوراق المالية لا يقل مجموع قيمتها عن أربعين مليون ريال سعودي و لا تقل عن عشر صفقات في كل ربع سنة خلال الاثني عشر شهراً الماضية. ٢) أن ال تقل قيمة صافي أصوله عن خمسة ملايين ريال سعودي.

٣) أن يعمل أو سبق له العمل مدة ثلاث سنوات على الأقل في القطاع المالي في وظيفة مهنية تتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية. ٤) أن يكون حاصلاً على شهادة مهنية متخصصة في مجال أعمال الأوراق المالية معتمدة من جهة معترف بها دولياً. ٥) أن يكون حاصلاً على الشهادة العامة للتعامل في الأوراق المالية المعتمدة من قبل الهيئة، على أن لا يقل دخله السنوي عن ستمائة ألف ريال سعودي في السنتين الماضيتين).

Article 2 (1)- i) les personnes morales agréées ou réglementées en tant qu'opérateurs sur les marchés financiers, et notamment les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les autres établissements financiers agréés ou réglementés, les entreprises d'assurance, les organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion, les fonds de pension et de retraite et leurs sociétés de gestion, les courtiers en matières premières, ainsi que les entités non agréées ou non réglementées dont l'objet social exclusif est le placement en valeurs mobilières. **ii)** les gouvernements nationaux et régionaux, les banques centrales, les organisations internationales et supranationales comme le Fonds monétaire international, la Banque centrale européenne, la Banque européenne d'investissement, et les autres organisations internationales analogues. **iii)** les autres personnes morales qui ne remplissent pas deux des trois critères figurant au point f. **iv)** certaines personnes physiques: sous réserve de reconnaissance mutuelle, un État membre peut agréer les personnes physiques qui sont résidents dans cet État membre et qui ont demandé expressément à être considérées comme des investisseurs qualifiés, lorsque ces personnes remplissent au moins deux des critères prévus au paragraphe 2; **v)** certaines PME: sous réserve de reconnaissance mutuelle, un État membre peut agréer les PME ayant leur siège statutaire dans cet État membre et qui ont demandé expressément à être considérées comme des investisseurs qualifiés; **f)** «petites et moyennes entreprises» (PME): les sociétés qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés publiés, présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes: un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice, un total du bilan ne dépassant pas 43 000 000 d'euros et un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 000 000 d'euros; j)).

(٢٣) ينظر د. أحمد فاروق وشاحي، مصدر سابق، ص ٣١.

(٢٤) ينظر دليل الطرح الخاص، ص ٦.

(٢٥) ينظر د. ساهر أحمد عبد النافع، مصدر سابق، ص ٨٠.

- ٢٦) ينظر في ذلك د. عباس مرزوك فليح العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة ، عمان، ١٩٩٨، ص ١١٥ ، ود. أحمد محمد محرز، الوجيز في الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣، ص ٣٥٠.
- ٢٧) وهذا ما أشارت إليه المادة (٤١/أولاً) من قانون الشركات العراقي على أن (يتم الاكتتاب في أحد المصارف العراقية المخول لممارسة العمليات المصرفية في العراق ...)، وتقابلها المادة (١٠) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٨١ والخاص بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة.
- ٢٨) ينظر د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١، ص ٦٣١.
- ٢٩) ينظر في ذلك: د. هاني صلاح سري الدين، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١، ص ١٨١، ود. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨٣ والقطاع العام، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٨٣، ص ٥٥.
- ٣٠) ينظر في ذلك: د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة خلاصة الخبرات العالمية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية وإدارة البحوث والدراسات، ١٩٩٥، ص ٤٦، وقد عرفه بتعريف مشابه ود. حسام الدين عبد الغني الصغير، مصدر سابق، ص ٦٠، هامش (٣).
- ٣١) ينظر: د. ساهر أحمد عبد النافع، مصدر سابق، ص ٣٧.
- ٣٢) ينظر د. أحمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة، مصدر سابق، ص ٨٨.
- ٣٣) ينظر د. أحمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة، المصدر السابق، ص ١٤٧.
- ٣٤) ينظر في ذلك: د. باسم محمد ملحم ود. بسام حمد الطراونة، الشركات التجارية، ط١، دار الميسرة، عمان، ٢٠١٢، ص ٤٠٢.
- ٣٥) ينظر في ذلك: د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة، مصدر سابق، ص ٥٥ و ٦١، ود. إيهاب الدسوقي، مصدر سابق، ص ٣٤. ود. عبده محمد فاضل الربيعي، الخصخصة وأثرها على التنمية بالدول النامية، مكتبة مدبولي، ٢٠٠٤، ص ١٦٦.
- ٣٦) ينظر: د. منير إبراهيم هندي، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية (الإعداد للخصخصة): خصخصة المشروعات الاقتصادية، خصخصة مشروعات البنية التحتية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ١٤٨.
- ٣٧) ينظر في ذلك: د. حسام الدين عبد الغني الصغير، مصدر سابق، ص ٦١، ومحمود السيد عرفات سليمان، أثر الخصخصة على السياسات الضريبية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة عين شمس، ٢٠٠٩، ص ٨٦ و ٨٧، وكذلك: المحامي حبش محمد حبش، الخصخصة وأثرها على حقوق العاملين بالقطاع العام، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠١١، ص ٦٣ و ٦٤.
- ٣٨) ينظر محمود السيد عرفات سليمان، مصدر سابق، ص ٨٧- ٨٩.
- ٣٩) خبر منشور على الموقع الإلكتروني ((ww.mubasher.info تاريخ الزيارة ٢٠١٦/٨/٧
- ٤٠) خبر منشور على الموقع الإلكتروني(www. aawsat.com) تاريخ الزيارة ٢٠١٦/٩/٦ .
- ٤١) محمود السيد عرفات سليمان، مصدر سابق، ص ٨٧- ٨٩.

المصادر

أولاً: الكتب القانونية

- ١- د. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨٣ والقطاع العام، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٨٣.
- ٢- د. أحمد فاروق وشاحي، ماهية الطرح الخاص وأحكامه (دراسة تطبيقية عملية مقارنة)، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠.
- ٣- د. احمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة، منشأة المعارف، الإسكندرية ، ٢٠٠٣.
- ٤- د. أحمد محمد محرز، الوجيز في الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣.
- ٥- د. إيهاب الدسوقي، التخصيصية والإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥.
- ٦- د. باسم محمد ملحم ود. بسام حمد الطراونة، الشركات التجارية، ط١، دار الميسرة، عمان، ٢٠١٢.
- ٧- المحامي حبش محمد حبش، الخصخصة وأثرها على حقوق العاملين بالقطاع العام، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠١١.
- ٨- د. حسام الدين عبد الغني الصغير، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٤.
- ٩- د. ساهر أحمد عبد النافع عبد الله، التنظيم القانوني للطرح الخاص في سوق الأوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥.
- ١٠- د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.
- ١١- د. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١.
- ١٢- د. عباس مرزوك فليح العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة ، عمان، ١٩٩٨ .

- ١٣- د. عبده محمد فاضل الربيعي، الخصخصة وأثرها على التنمية بالدول النامية، مكتبة مديولي، ٢٠٠٤.
- ١٤- د. محسن حسن المعموري، الخصخصة دراسة تحليلية للمفهوم والآليات، بحث منشور في مجلة جامعة ديالى، العدد الثلاثون، ٢٠٠٨.
- ١٥- د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة خلاصة الخبرات العالمية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية وإدارة البحوث والدراسات، ١٩٩٥.
- ١٦- د. منير إبراهيم هندي، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية (الإعداد للخصخصة): خصخصة المشروعات الاقتصادية، خصخصة مشروعات البنية التحتية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤.
- ١٧- د. هاني صلاح سري الدين، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١.

ثانياً: البحوث

- ١- د. سميرة عبد الله مصطفى، الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية العراقية، بحث منشور في مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، المجلد ٤، العدد ١٥، الجزء الثاني، ٢٠١٥.

ثالثاً: الرسائل والأطاريح

- ١- أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة القاهرة، ٢٠٠٧.
- ٢- أميرة جعفر شريف، التنظيم القانوني للخصخصة ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، ٢٠١٥.
- ٣- محمود السيد عرفات سليمان، أثر الخصخصة على السياسات الضريبية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة عين شمس، ٢٠٠٩.

رابعاً: القوانين والقرارات واللوائح

- ١- قانون الشركات العراقي رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧.
- ٢- قانون الشركات المصري رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ والخاص بشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المعدل لبعض أحكام قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١
- ٣- دليل الطرح الخاص الصادر مجلس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢ الصادر بتاريخ ١٨/٦/٢٠٠٢ بشأن وضع مبادئ وأسس لعمليات الطرح الخاص.
- ٤- التوجيه الأوربي الخاص بنشرات الاكتتاب والطروحات رقم ٧١ لسنة ٢٠٠٣.
- ٥- هيئة السوق المالية السعودية أصدرت لائحة طرح الأوراق المالية بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٢-١١-٢٠٠٤، بتاريخ ٤/١٠/٢٠٠٤، بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ بتاريخ ٢/٦/١٤٢٤هـ، والمعدلة بموجب قرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٢٨-١-٢٠٠٨ الموافق ١٨/٨/٢٠٠٨.
- ٦- قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم ٤-١١-٢٠٠٤، وتاريخ ٢٠/٨/١٤٢٥هـ، الموافق ١٠/٤/٢٠٠٤م، بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ٢/٦/١٤٢٤هـ، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٣ - ٨٥ - ٢٠١٧ وتاريخ ٢٧/١٢/١٤٣٨هـ، الموافق ١٧/٩/٢٠١٧م.

Abstract

Private placement refers to transactions involving the offering of securities to certain categories of investors, including professionals from financial institutions, experienced investors or high solvency of individuals. Many companies seek to increase their capital to develop their business and develop their business. Private Placement is an appropriate option. Private placement is an important means of financing projects, promoting growth or attracting investors who may add strategic alliance power to the project. A certain number of shares are offered to a select category or segment of investors, who are qualified with management experience and solvency without other investors.

Private equity offerings are an effective tool for advancing the reality of joint stock companies

(A comparative study)

Preparation

Methaq Tilep Abed Hammadie

Nuha khaled Essa