جامعة القاهرة
كلية الحقوق
قسم القانون التجاري

التنظيم القانوني للطرح الخاص

للأوراق المالية

رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق

مقدمة من

الباحث/ ساهر أحمد عبد النافع عبد الله

إشراف

الأستاذة الدكتورة/ سميحة القليوبي
أستاذ القانون التجاري والبحري ـ كلية الحقوق جامعة القاهرة

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

- الأستاذة الدكتورة/ سميحة مصطفى القليوبي مشرفًا ورئيسًا
أستاذ القانون التجاري والبحري ـ كلية الحقوق جامعة القاهرة
- الأستاذ الدكتور / رضا محمد عبيد عضوًا
أستاذ القانون التجاري والبحري ـ كلية الحقوق جامعة بني سويف
- الأستاذ الدكتور / أحمد فاروق علي الوشاحي عضوًا
أستاذ القانون التجاري والبحري ـ كلية الحقوق جامعة القاهرة

(١٤٣٥هـ - ٢٠١٤ م)

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ وَمَا بِكُم مِّن نِّعْمَةٍ فَمِنَ ٱللَّهِ ۖ ثُمَّ إِذَا مَسَّكُمُ ٱلضُّرُّ فَإِلَيْهِ تَجْـَٔرُونَ ﴾

صدق الله العظيم

[سورة النحل: الآية ٥٣]

حديث شريف

عن أبى هريرة ﷺ، أن رسول الله ﷺ قال:

«من سلك طريقًا يلتمس فيه علمًا سهَّل الله له به طريقًا إلى الجنَّة».

رواه مسلم

إهـــداء

إلى نبع الحب والحنان والعطاء ...
إلى أعز من في الوجود ...
إلى من لولاهما ما مسكتُ قلمًا، ولا كتبتُ كلمة...

إلى أبي وأمي

وإلى من تحملوا معي عناء هذا البحث ...

إلى أشقائي / فاطمة - أحمد - مصطفى - معتز

وإلى أصدقائي وزملائي الأعزاء ...
وإلى عائلتي [آل حـمد] خاصة، وبلدتي بصفة عامة...

الباحث

الشكر والتقدير

أعوذ بالله من الشيطان الرجيم

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ وَمَا بِكُم مِّن نِّعْمَةٍ فَمِنَ اللَّهِ ثُمَّ إِذَا مَسَّكُمُ الضُّرُّ فَإِلَيْهِ تَجْأَرُونَ ﴾

ويقول ربنا جل شأنه في كتابه العزيز أيضًا: ﴿ وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِن كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ ﴾ **[سورة إبراهيم: الآية ٧].**

فالحمد والشكر و الثناء لله –عز وجل– الذي وفقني لإتمام هذا العمل المتواضع فهو نعم المولى ونعم النصير والمُعين.

وامتثالاً لحديث النبي ﷺ القائل: «ليس منا من لَمْ يرحم صغيرنا ويوقر كبيرنا ويعرف لعالمنا حقه»، وقوله ﷺ: « من لم يشكر الناس لم يشكر الله ».

وعملاً بهذا المبدأ الرفيع أتوجه بأسمى آيات الشكر والعرفان بالجميل وبعبير الحروف وأجمل العبارات بخالص الشكر والتقدير والامتنان إلى أستاذتنا الدكتورة الجليلة/ سميحة القليوبي.

أستاذ القانون التجاري والبحري – كلية الحقوق – جامعة القاهرة.

لقبول سيادتها الإشراف على هذا العمل المتواضع رغم عظم مشاغلها وضيق وقتها ، ولكم عالجت سيادتها بكثير من سعة الصدر وباستعدادها الدائم للنصح والتوجيه قلة خبرتي وحداثة عهدي بالمسيرة البحثية، فكانت من الباعثين في النفس الهمة والعزيمة، وكانت لي خير عون على إخراج هذه الرسالة إلى حيز الوجود، فهنيئًا لمن تتلمذ على يديك وعرفك بجوهرك فنعم المعلم أنت، جزاك الله عني وعن طلاب العلم خير الجزاء ، وأطال الله فى عمرك ونفع بعلمك.

والشكر موصول لأستاذنا الدكتور/ **رضا محمد عبيد**.

أستاذ القانون التجاري والبحري – كلية الحقوق – جامعة بني سويف.

وذلك لتفضل سيادته بالموافقة على المشاركة في لجنة المناقشة والحكم على هذه الرسالة رغم انشغاله وقلة وقته، له مني كل الشكر والتقدير، استفدت من سيادتكم علمًا كثيرًا ومازلت أطمع بالمزيد، ولا شك أن ملاحظات سيادتكم سوف تزيد من قيمة هذه الرسالة، نفع الله بعلمكم كل الباحثين، ورزقكم عملاً صالحًا وجزاكم الله عنا خير الجزاء.

كما أتقدم بعظيم الشكر وخالص الامتنان لأستاذنا الدكتور/ **أحمد فاروق وشاحي**. أستاذ القانون التجاري والبحري – كلية الحقوق – جامعة القاهرة.

وذلك لتفضل سيادته بالموافقة على المشاركة في لجنة المناقشة والحكم على هذه الرسالة رغم مشاغله، والذي لا شك فيه أن ملاحظات سيادته ستساهم في إثراء بحثي المتواضع، وقد كان لسيادته عليَّ فضلاً لا ينكره إلاَّ جاحد فقد كان بحثه المعنون بـ« ماهية الطرح الخاص للأوراق المالية » بمثابة النبراس الذي أضاء لي الطريق لإنجاز عملي هذا، فجزاه الله عني وعن كل طالب علم خير الجزاء.

ولا يفوتني في هذا المقام أن أذكِّر بأستاذنا الدكتور/ **محمود مختار** - رحمة الله عليه-، والذي كان قد تفضل علي بقبول الاشتراك في الإشراف على هذا البحث، إلا أنه قد وافته المنية قبل إتمامه، فالله أسأل أن يتغمده برحمته وأن يجزيه عني وعن كل من تتلمذ على يديه أو انتفع بعلمه خير الجزاء وأن يجعل ذلك في ميزان حسناته إنه ولي ذلك والقادر عليه.

كما لا يفوتني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير لكل من وقف بجانبي وقدَّم لي يد العون والمساعدة في إعداد هذا العمل المتواضع من أهل وأساتذة وزملاء أعزاء وجدت منهم كل العون والمساندة، فهم الذين جعلوا كتابة هذه الرسالة ممكنة بما وفروه لي من دعم سواء كان هذا الدعم معنويًّا أو ماديًّا ومن خلال ما

وفروه لي من معلومات أو حوارات مثمرة حول الموضوع، فلهم مني كل الشكر والتقدير وجزاهم الله عني خير الجزاء.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير للسادة الحضور لاستقطاعهم جانباً من وقتهم وتكبدهم مشقة السفر لمشاركتي هذه اللحظة من حياتي، والتي لا شك ستظل خالدة في ذاكرتي ما حييت ، فلهم مني كل الشكر والتقدير وجزاهم الله عني خير الجزاء.

وفي النهاية ءأمل أن أكون قد ساهمت ببحثي هذا:

« التنظيم القانوني للطرح الخاص للأوراق المالية »

في إثراء المكتبة القانونية ولو بقدر يسير، وءأمل أن يُساعد هذا البحث المهتمين بهذا المجال سواء كان ذلك في الناحية العملية أو المسيرة البحثية أو حتى في الناحية التشريعية، وقد حاولت قدر المستطاع أن يخرج هذا العمل البسيط على نحو مرض، ملتمسًا في ذلك عون الله، ومقتديًا في سبيل تحقيق هذه الغاية بنهج أساتذتي الكرام فقهاء القانون وأعلامه في مصر والعالم العربي بأسره.

وفى الختام لا يسعني إلاَّ أن ألتمس في نفوس أساتذتي العُذر إذا لم يكن البحث قد أحاط بكل ما يجب الإحاطة به، وذلك إيمانًا بأن الجهد الإنساني لا ينتهي عند حدٍّ، وأذكر في هذا المقام قول الأصفهاني في مقدمة معجم الأدباء حين قال: « أنني رأيت أنه لا يكتب إنسانًا كتابًا في يومه، إلاَّ قال في غده لو غير هذا لكان أحسن ولو زيد هذا لكان يستحسن، ولو قُدِّم هذا لكان أفضل، ولو تُرِكَ هذا لكان أجمل، وهذا من أعظم العبر، وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر ».

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته....

تمهيد:

قبل الخوض في موضوع البحث الماثل – الطرح الخاص للأوراق المالية – رأينا أنه من الأفضل أن يُسْبَق ذلك بتمهيد نُسَلِّطُ الضوءَ مِنْ خلاله على أهمية الموضوع وسبب اختياره دون غيره، وذلك حتى تتكون لدى القارئ والمهتم بهذا المجال فكرة عن المسألة التي يُعالجها هذا البحث، فإذا ما انتهينا من ذلك انتقلنا إلى موضوع البحث.

ومِمَّا لا شكَّ فيه أن أهمية أيِّ موضوع تنبع مِمَّا يعود من نفع على المجتمع نتيجة تناول هذا الموضوع بالبحث والدراسة دون غيره، وكلما كان البحث يُعالج مسألة لم تتطرق إليها الأبحاث كثيرًا كلمَّا عظُمت أهميته وزادت المنفعة المتحققة منه، ويكون ذلك بفضل السبق في معالجة هذه المسألة، وهذا ما دفعني إلى اختيار موضوع البحث الماثل – الطرح الخاص للأوراق المالية –، وذلك لندرة الأبحاث التي تناولته، بل لن نكون مبالغين إن قلنا أن المكتبة القانونية قد خلت من ثمة أبحاث في هذا الموضوع باستثناء بحث واحد فقط[1]، وذلك على الرغم من أهميته البالغة لكونه قد كثر اللجوء إليه في الآونة الأخيرة من جانب الشركات بل والأشخاص أيضًا، ولعل السبب في ذلك يرجع إلى سهولة إجراءاته عن غيره من وسائل تداول الأوراق المالية.

كما أن ما دفعني كذلك لاختيار مادة هذا البحث دون غيره كون القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والخاص بإصدار قانون سوق رأس المال لم ينظم هذا الموضوع ولم يتطرق إليه لا من قريب ولا من بعيد، وذلك على الرغم من أهميته البالغة وكثرة اللجوء إليه –كما أسلفنا–؛ لكونه أحد الوسائل التي يُمكن للشركة أن تحصل من خلاله على الدعم المالي الذي تحتاجه.

---

(١) انظر: أستاذنا الدكتور/ أحمد فاروق وشاحي، ماهية الطرح الخاص وأحكامه (دراسة تطبيقية عملية مقارنة).

ذلك أن مصر تتجه في الآونة الأخيرة نحو اقتصاديات السوق وذلك من خلال العديد من الأدوات والوسائل التي تكفل توفير الأموال اللازمة للتنمية الاقتصادية، لذلك لجأت إلى تنشيط سوق المال وتنمية الأدوات المالية واستحداث أساليب وأدوات جديدة كصناديق الاستثمار وغيرها، والتي تتلاءم مع البيئة المصرية ومرحلة النمو التي يمر بها الاقتصاد القومي ومتطلباته[1].

ذلك أن سوق المال يُعتبر جزءًا رئيسيًّا من النظام المالي الذي يرتكز عليه النظام الاقتصادي في سبيله لتحقيق أهداف التنمية والاستقرار، ويضم النظام المالي إلى جانب أسواق المال مجموعة من المؤسسات المالية الأخرى، تعمل كمنظومة من أجل حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده.

ومن الأساليب التي استحدثتها ولجأت إليها الشركات في مصر وغيرها من البلدان للحصول على الدعم المالي اللازم لها الذي من خلاله تستطيع إنجاز خطتها الاستثمارية أسلوب الطرح الخاص للأوراق المالية، لِمَا يتمتع به هذا الأسلوب من البساطة والسهولة في الإجراءات وذلك خلافًا لغيره من وسائل طرح الأوراق المالية الذي قد يتسم بالتعقيد وطول الإجراءات، نذكر منها على سبيل المثال الاكتتاب العام والذي يشترط المقنن للقيام به مجموعة من الشروط والإجراءات غير اليسيرة لإتمام عملية الاكتتاب بداية من تقديم نشرة الاكتتاب إلى الجهة الإدارية المختصة – الهيئة العامة للرقابة المالية – لاعتمادها مرفقًا بها تقرير مراقب حسابات بصحة البيانات الواردة فيها ومطابقتها لمتطلبات القانون واللائحة، وكذا عقد الشركة الابتدائي ونظامها الأساسي وبعد اعتمادها يتم نشرها في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار إحداهما على الأقل باللغة العربية وما يلي ذلك من إجراءات حتى تمام عملية الاكتتاب وحصول الشركة على الأموال الناتجة عنه.

---

(١) انظر: د/ عبد الغفار حنفي، د/ رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، ص١، طبعة ٢٠٠٥، الناشر الدار الجامعية بالإسكندرية.

وهو الأمر الذي حدا بالشركات والمستثمرين إلى ولـــوج طريـــق الطـــرح الخاص نظرًا لسهولة إجراءاته وما يتميز به من سرعة في الحصول على الأموال التي تحتاجها الشركة، وهو ما لا يتوافر في الاكتتاب العام وغيـــره مـــن وســـائل تداول الأوراق المالية.

ولعل السبب في التشدد في إجراءات الاكتتاب العام دون الطـــرح الخـــاص كون الأول يوجه إلى كافة المدخرين بلا استثناء وقد يكون منهم مـــن لا تتـــوافر لديه الخبرة اللازمة لدخول هذا المجال، وذلك على خلاف الطرح الخاص والـــذي يوجه إلى فئة معينة من المستثمرين يُطلق عليهم لقب « الأشخاص المـــؤهلين » وهؤلاء الأشخاص تتوافر لديهم الخبرة اللازمة لخوض هـــذا الغمـــار وهـــو مـــا سنوضحه في موضعه من هذا البحث إن شاء الله منعًا للتكرار.

وقد يعود السبب كذلك في اللجوء إلى أسلوب الطرح الخـــاص إلـــى ســـعي الشركات إلى محاولة تجنب رغبة بعض الأشخاص أو الجهات في تحقيـــق ربـــح سريع بطريقة غير مشروعة وهو الأمر الذي قد يأتي على حساب مصلحة الشركة المصدرة نفسها[1]، ويتحقق ذلك عن طريق المسارعة إلى الاكتتـــاب فـــي أســـهم الشركة بالقيمة الاسمية للسهم بكميات كبيرة لا بغرض المشاركة الفعلية في هـــذه الشركة وإنَّما بغرض بيع هذه الأسهم عند تداولها بالبورصـــة المصـــرية بســـعر التداول والحصول على الربح المتمثل في الفارق بين القيمـــة الاســـمية والقيمـــة السوقية للسهم.

ويتم ذلك عادةً عن طريق تجميع أكبر قدر ممكن من بطاقة الـــرقم القـــومي لعدد من الأشخاص مقابل مبلغ من المال والاكتتاب بأسمائهم، ثم البيع والحصـــول

---

(١) ذلك أن مصلحة الشركة المصدرة في هذا الوقت تكون في عدم اتجاه المكتتب إلى بيع أسهمه لما لذلك من أثر سلبي على سعر السهم في سوق الأوراق المالية خاصة إذا كان هذا البيع بكميات كبيرة الأمـــر الذي ينتج عنه اتجاه سعر السهم إلى الانخفاض، وهو ما يؤثر على القوة التنافسية للشركة.

على الربح الناتج عن هذه العملية من قِبَل هذا الشخص أو هذه الجهة، وهو ما قد يؤثر على سعر السهم في السوق نظرًا لعرض كميات كبيرة منه للبيع عند بداية التداول عليه.

وهذا ما دفع كثير من الشركات إلى اللجوء لأسلوب الطرح الخاص لكون هذا الأسلوب يُتيح لها انتقاء الأشخاص الذين يمكنهم تملك أسهمها من خلاله وهم من يطلق عليهم (الأشخاص المؤهلين)، وهو ما تحتاجه هذه الشركات في هذا الوقت لما يتميز به هؤلاء الأشخاص من ملاءة مالية وخبرة في هذا المجال، خاصة إذا كانت هذه الشركات على أعتاب التوسع في النشاط الاستثماري ومنافسة غيرها من الشركات التي تعمل في نفس مجالها.

وسوف نحاول من خلال هذه الدراسة وحتى يؤتى هذا البحث بثماره المرجوة منه التعرف على موقف النظام القانوني السعودي من عملية الطرح الخاص، ذلك أن المملكة العربية السعودية تعد من أوائل الدول العربية التي اهتمت بعملية طرح الأوراق المالية بصفة عامة وبعملية الطرح الخاص بصفة خاصة، فقد أفردت هيئة السوق المالية السعودية لعملية طرح الأوراق المالية لائحة خاصة (لائحة طرح الأوراق المالية) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٢-١١-٢٠٠٤ بتاريخ ١٤٢٥/٨/٢٠ هـ - الموافق ٢٠٠٤/١٠/٤م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٢٨-١-٢٠٠٨ بتاريخ ١٤٢٩/٨/١٧ هـ الموافق ٢٠٠٨/٨/١٨م[١] ، وذلك في محاولة منها لبيان الأحكام والشروط الخاصة بعملية طرح الأوراق المالية، وهو ما سنوضحه في موضعه من هذا البحث إن شاء الله، كما أننا سوف نتعرض للقواعد والأحكام التي قررها التوجيه الأوروبي الخاص بنشرات الاكتتاب والطروحات في هذا الشأن،

(١) متوافرة على موقع هيئة السوق المالية السعودية على الإنترنت www.cma.org.sa.

وذلك بحسبان أن هذا التوجيه هو الذي تبنته أغلب التشريعات الأوربية، وذلك في محاولة لبيان أوجه الاختلاف والاتفاق بين هذا التوجيه وبين ما ورد بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية – الهيئة العامة لسوق المال سابقًا – رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢ الصادر بتاريخ ٢٠٠٢/٦/١٨ بشأن وضع مبادئ وأسس لعمليات الطرح الخاص.

هذا وسنقوم بدراسة موضوع البحث – الطرح الخاص للأوراق المالية – من خلال تقسيمه إلى ثلاثة أبواب نخصص الأول منها لبيان ماهية الطرح الخاص، فإذا ما فرغنا من ذلك انتقلنا من خلال الباب الثاني لتوضيح الأحكام القانونية للطرح الخاص، ثم يلي ذلك الباب الثالث ليبين الطرق القانونية لحل المنازعات الناشئة عن الطرح الخاص، وذلك على النحو التالي:

- **الباب الأول**:

ماهية الطرح الخاص.

- **الباب الثاني**:

الأحكام القانونية للطرح الخاص.

- **الباب الثالث**:

الطرق القانونية لحل المنازعات الناشئة عن الطرح الخاص.