

جامعة القاهرة - كلية الحقوق

الدراسات العليا

قسم القانون التجاري

النظام القانوني لعملية الطرح الخاص للأوراق المالية

أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق

مقدمة من الباحثة

حنان سيد أحمد عبد المنعم

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة :

رئيساً - الأستاذة الدكتورة/ سميحة مصطفى القليوبي

ومشرفاً أستاذ القانون التجاري والبحرى بكلية الحقوق - جامعة القاهرة

عضواً - الأستاذ الدكتور/ رضا محمد عبيد

أستاذ القانون التجاري والبحرى بكلية الحقوق - جامعة بني

سويق

عضواً - الأستاذ الدكتور/ جمال محمود عبد العزيز

أستاذ القانون التجاري والبحرى المساعد بكلية الحقوق -

جامعة القاهرة

عضواً - الأستاذ الدكتور/ خليل فيكتور تادرس

ومشرفاً أستاذ القانون التجاري والبحرى بكلية الحقوق - جامعة

القاهرة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ
أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾

صدق الله العظيم

سورة البقرة الآية ٣٢

إهداء

إلى والداي الغاليين ... الذين ضحوا بالغالى والنفيس من
أجلى .

إلى أخوتى وأخواتى ... حفظهم الله لى خير سند .

إلى زوجى ... الذى طالما ساندنى ومد لى يد العون .

إلى الشمعتين اللتين أضائتا حياتى ... إلى إبتئائى الغاليتين.

إلى ... كل من علمنى حرفاً أو أهدانى طريقاً أو صنع لى
معروفاً.

إلى ... كل من ساعدنى فى انهاء هذا العمل .

شكر وتقدير

أبدأ شكرى بالحمد الله وأحمده وأشكره على فضله على ما يسره لى من أمرى فى دراستى وتيسيره لكل الصعاب وتهوينه على كل مشقة له الحمد والشكر جل وعلا شأنه . وأتوجه بالشكر لكل من مد لى يد العون والمساندة لإتمام هذا العمل .

وأتوجه بخالص شكرى وتقديرى إلى **الأستاذة الدكتور/ سميحة القليوبى** ، أستاذ القانون التجارى والبحرى بكلية الحقوق جامعة القاهرة، على تفضلها بقبول الإشراف على هذه الرسالة ومناقشتى ولبداء ملاحظاتها القيمة عليها فلها منى كل الشكر والعرفان ..

كما أتوجه أيضاً بخالص الشكر والتقدير إلى **الأستاذ الدكتور/ رضا محمد عبيد** ، أستاذ القانون التجارى والبحرى وعميد كلية حقوق جامعة بنى سويف الأسبق ، على قبول سيادته مناقشة هذه الرسالة والحكم عليها.

كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى **الأستاذ الدكتور/ جمال محمود عبد العزيز** أستاذ القانون التجارى والبحرى المساعد بكلية الحقوق جامعة القاهرة ، على قبول سيادته مناقشة هذه الرسالة والحكم عليها .

واعترافاً بالفضل والجميل أتوجه بخالص الشكر وعميق التقدير

والامتنان إلى **الأستاذ الدكتور/ خليل فيكتور** ، أستاذ القانون التجارى والبحرى بكلية الحقوق جامعة القاهرة والذى أشرف على هذا العمل فى جميع مراحل إنجازه وزودني بالنصائح والإرشادات التى أضاعت سبيل البحث ... فقد كان مشرفاً مثالياً ومرشداً صائباً على هذا البحث ، جزاه الله عنى كل خير.

كما أتقدم بخالص شكرى إلى كل من تكرم وساهم فى هذا العمل سواء كانت تلك المساهمة بالعين أم بالجهد . راجياً من الله تعالى أن يمنَّ على بلدنا بدوام الأمن والاستقرار والازدهار وأن يبقى مصر منارة شامخة للثقافة والحضارة .

الباحثة

مقدمة

تعتبر سوق الأوراق المالية هي المرآة لمدى النمو الاقتصادي ، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق أوراق مالية مزدهرة ومتطورة ، ومن جهة أخرى أدى ازدهار وازدياد الأوراق المالية وتنوعها ، وكذا إقبال الجمهور عليها ، إلى زيادة التعامل مع سوق هذه الأوراق إصداراً وتداولاً ، ساندتها في ذلك التشجيع والدعم من الجهات المعنية ، من حيث توفير القوانين المسيرة ، وممارسة الرقابة بقصد تأمين حقوق المتعاملين وإلزامهم بواجباتهم ، والأوراق المالية تتداول في هذه السوق بشكل قروض عن طريق السندات ، أو بشكل حقوق ملكية عن طريق الاسهم ، أو بشكل أوراق مالية منقولة أخرى .

وقد شهدت هذه الأسواق في الدول المتقدمة تطوراً هاماً على صعيد تقنياتها وتنظيمها في حين لا تزال تخطو خطواتها الأولى في عالمنا العربي ، على غرار تلك الدول التي قطعت خطوة مهمة لكنها سعت لتطوير أسواقها المالية محاولة للحاق بركب الدول المتقدمة .

وقد مرت البورصة المصرية خلال السنوات الأخيرة بالعديد من التحديات الهامة نتيجة التطورات السياسية والاقتصادية التي مرت بها البلاد على المستوى المحلي والإقليمي والدولي بدءاً من الأزمة المالية على المستوى العالمي وتباطؤ أداء الاقتصاد وما ترتب عليه من تراجع في أحجام الاستثمارات وتأثيره البالغ على أداء الاقتصاد ، ومن ثم ثقة المستثمرين في السوق المحلية .

وتحتاج البورصة إلى مواجهة التحديات القائمة والتحريك بالسوق المصري من دائرة الأسواق التقليدية إلى دائرة الأسواق العصرية الحديثة ، التي تحافظ على

مقدمة

حقوق المستثمرين وتوفير بيئة تداول ثرية وبناء تشريعى قوى مرن ، يساعد في تحقيق أكبر قدر من الكفاءة والفاعلية ، حيث إن البنية التشريعية تمثل ركنا أساسيا فى نجاح أسواق المال ووجود منظومة تشريعية حديثة ومعاصرة .

لذا يجب على المشرع المصرى استحداث أدوات وآليات مالية جديدة ، تواكب التطورات الحادثة فى الأسواق العالمية وتعمل على تشجيع رؤوس الأموال ، وحيث تعتبر عملية طرح الأوراق المالية بمثابة البنية التحتية للأسواق المالية ، وهى الخطوة الأولى لقيد تلك الأوراق في بورصات الأوراق المالية ، فقد اهتمت أغلبية التشريعات المقارنة بوضع القواعد والشروط والأحكام الواجبة التطبيق عند القيام بطرح الأوراق المالية للجمهور من خلال طرح الأوراق المالية طرحاً عاماً ، ووضعت تلك القواعد والشروط لحماية جمهور المكتتبين ، وتوفير المعلومات اللازمة فيما يتعلق بالأوراق المالية المطروحة للاكتتاب حيث يتم التعامل فى الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة ، سواء عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال وهو ما يطلق عليه السوق الأولية أو سوق الإصدار ، أو عندما يبدأ قيد هذه الأوراق بجداول البورصة ، وذلك تمهيدا لتداولها ، وهو ما يطلق عليه سوق التداول أو السوق الثانوية .

ونظراً لطول الإجراءات المتعلقة بالطرح العام وما يتكبده من مصروفات ، فقد عمدت معظم التشريعات المقارنة إلى إيجاد أسلوب آخر لطرح الأوراق المالية ، ألا وهو «الطرح الخاص» ، وهو صورة من صور تداول الأوراق المالية ، يتم عرض الأوراق المالية فيه على فئات معينة من كبار المستثمرين نوى الملاة المالية العالية ، أو فئات معينة من كبار المستثمرين المحترفين من المؤسسات المالية نوى الخبرة فى الأوراق المالية.

أولا - أهمية البحث:-

اكتسبت تلك الوسيلة أهميتها للآتى:

١ - لما تحتويه عملية الطرح الخاص من بساطة في الإجراءات ، وتوفير الوقت ، وتوفير للنفقات مقارنة بالطرح العام ، فإن التطورات الإيجابية في أسواق المال تجعل تلك الأداة خير وسيلة تضمن بيع الأوراق المالية إلى مجموعة مختارة من المستثمرين المؤهلين .

٢ - إن بيع الأوراق المالية عن طريق الطرح الخاص يحقق منفعة لجميع الأطراف فى عملية التداول ، فالمصدر للأوراق المالية يضمن بيع كافة الأوراق المطروحة وبسعر مناسب ، والمستثمر يكون على ثقة فى تحقيق أرباح من شراء هذه الأوراق على المدى البعيد ، والتي عادة يتم استثمارها فى مشروعات إستراتيجية هامة وحيوية وتتميز بضمان النجاح ، كذلك تتحقق فائدة كبرى لسوق المال التى يتم فيها تداول تلك الأوراق ، حيث إن تداول هذه الأوراق وإدراجها بشكل آمن يساعد على ارتفاع أسعار الأوراق المالية فى تلك الأسواق .

ثانياً. أهداف البحث:-

يهدف البحث إلى دراسة وتحليل عملية الطرح الخاص للأوراق المالية ، وذلك للبحث عن توفير موارد مالية جديدة لسوق المال المصرى وفتح آفاق جديدة للاستثمار الذى يلعب دوراً أساسياً فى الحياة الاقتصادية باعتباره عاملاً أساسياً فى النمو الاقتصادى ، الأمر الذى يدفع الدول لجذب الاستثمارات المالية سواء المحلية أو الأجنبية ، لذا يجب على المشرع المصرى إستحداث طرق جديدة جاذبة للاستثمار ، ووضع الأطر القانونية

مقدمة

والتنظيمية لتلك الطرق ، ودراسة مدى قدرة الاقتصاد الوطنى على الاستفادة من تلك الطرق المستحدثة .

ومن تلك الطرق عملية الطرح الخاص للأوراق المالية التى تعتبر خير وسيلة لجذب الاستثمارات سواء المحلية أو العربية أو الأجنبية لتوجيه الطرح إلى فئة تتميز بالملاءة المالية ، والخبرة فى مجال الأوراق المالية ، مما يعمل على تخفيف حجم المخاطر فى السوق المالية ، والتى تهدد أى اقتصاد إذا لم يتم دراسة القرار الاستثمارى جيداً ، ولكن لكى يتم جذب المستثمر المؤهل لتلك الطريقة ، يجب وضع القواعد والأطر القانونية المنظمة لعملية الطرح الخاص حتى تصبح أداة فعالة فى جذب الاستثمارات ، وتوجيهها إلى القطاعات الصناعية والاستراتيجية والحيوية ، وعلى المشرع تنظيم إجراءاته حتى يتم إعطاء المستثمر ثقة فى هذا النوع من الطرح مع وضوح القواعد المنظمة لعملية طرح وتداول الأوراق المالية فى تلك العملية .

ثالثاً. الطريقة البحثية ومصادر البيانات:-

سوف يتم إتباع المنهج المقارن والتحليلى وإعتمد البحث على دراسة الآتى:-

- ١ - مجموعة القوانين الاقتصادية ، كقانون سوق رأس المال ، وقانون الشركات ، والقانون التجارى والقوانين المهنية المنظمة لعمل مهنة معينة سواء فى القانون المصرى أو القوانين المقارنة .
- ٢ - المراجع العلمية كالكتب العامة ، ورسائل الدكتوراة والماجستير .
- ٣ - القرارات واللوائح الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية فى مصر ، وهيئات سوق المال فى التشريعات المقارنة .

٤ - مواقع الانترنت الخاصة بالسوق المالية ، أو الخاصة بالمقالات البحثية
فى مجال سوق المال والشركات .

رابعاً. خطة البحث:-

نظراً لأن المشرع المصرى لم يول تلك الوسيلة أو الطريقة من طرق
طرح الأوراق المالية الاهتمام اللازم من حيث تنظيم أحكامه ووضع الاطار
القانونى له ، وإقتصر على تنظيم عملية طرح العام للاسهم والاكتتاب العام ،
فإننا سوف نسرد هذا البحث فى فصل تمهيدى وبابين .

الفصل التمهيدي قسم إلى ثلاثة مباحث ، الأول منه تناول موضوع
ماهية الطرح الخاص والوقوف على التعريفات التى وردت فى الفقه
بخصوص الطرح مع محاولة وضع تعريف جامع مانع لعملية الطرح
الخاص ، مع محاولة الوصول للتكييف القانونى لعملية الطرح حتى يتسنى لنا
معرفة الأحكام العامة التى تنطبق عليه ، وفى المبحث الثانى سنتطرق لأنواع
الطرح الخاص فى سوق الأوراق المالية سواء الطرح فى السوق الأولية ، أو
الطرح فى السوق الثانوية ، وفى المبحث الثالث نوضح الأهداف المرجوه
من الاتجاه إلى أسلوب الطرح الخاص للأوراق المالية .

وإهتم الباب الأول بالجوانب التنظيمية لعملية الطرح وتم تقسيمه إلى
فصلين ، إختص الأول منه لبيان التأصيل القانونى لعملية الطرح من حيث
توضيح التنظيم القانونى لعملية الطرح سواء فى النظام المصرى ، أو
التشريعات المقارنة ، وتمييز عملية الطرح عن غيرها من العمليات المشابهة لها
فى سوق الأوراق المالية وتمييزه عن غيره من العمليات ذات الطبيعة الخاصة .

مقدمة

وُخصَّص الفصل الثَّاني لدراسة الشروط القانونية لعملية الطرح الخاص ، وذلك بتحديد الشروط الواجب توافرها في مستثمر ما حتى يعتبر مستثمرًا مؤهلاً سواء في النظام المصري ، أو التشريعات المقارنة ، مع توضيح بعض الحالات التي اعتبرت طرحاً خاصاً رغم عدم توجيهها إلى المستثمر المؤهل .

وإهتم الباب الثاني بدراسة الأحكام القانونية لعملية الطرح الخاص وقسم إلى فصلين ، بينا في الفصل الأول الأشخاص المشتركة في عملية الطرح سواء الأشخاص الأساسية ، أو المعاونة ، أو المراقبة لعملية الطرح .

وسردنا في الفصل الثاني القواعد الإجرائية لعملية الطرح الخاص في مصر من حيث توضيح الإجراءات التي يجب إتباعها عند تأسيس الشركة التي تم طرح الأوراق المالية لها عن طريق الطرح الخاص ، والقواعد والشروط التي وضعتها الهيئة العامة للرقابة المالية لقيام عملية الطرح ، ثم بينا القواعد والإجراءات التي وضعتها البورصة المالية لقيود تلك الأوراق في سوق الأوراق المالية المصرية ، وفي ضوء ذلك أوضحنا الإلتزامات المترتبة على عاتق كل طرف من أطراف عملية الطرح الخاص سواء الشركة مصدرة الأوراق المالية ، والتزامات البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية .

وأوردنا بعض القيود المفروضة على الأوراق المالية في عملية الطرح الخاص ، وعلى العملية ذاتها .

وأخيراً تم الاختتام بوضع التوصيات التي نأمل أن تسهم في وضع بعض القواعد المنظمة لعملية الطرح الخاص عند قيام المشرع بوضع الأطر والأحكام المنظمة لعملية الطرح ، أو أن تهتم بها الهيئات العاملة في سوق الأوراق المالية .

الفصل التمهيدي

ماهية الطرح الخاص وأنواعه

تمهيد وتقسيم:

مع ظهور سوق الأوراق المالية ، وهى السوق التى يتم فيها التعامل على الأوراق المالية بيعاً وشراءً ، ظهرت الحاجة لاستحداث طرق لتداول تلك الأوراق ، ومن هذه الطرق الاكتتاب العام والاكتتاب الخاص ، وغيرها من طرق التداول ، وقد قامت معظم التشريعات بوضع القواعد القانونية والأحكام الواجبة التطبيق على تلك الطرق ، ومع تطور سوق الأوراق المالية ظهرت الحاجة إلى استحداث طرق أخرى للتداول ، تعمل على توفير التمويل اللازم للمشروعات الكبرى والتى تحتاج إلى أموال ضخمة وإلى خبرة فى مجال الأوراق المالية ، لضمان نجاح المشروع ، لذلك تم استحداث عملية الطرح الخاص كطريقة لتداول الأوراق المالية ، والتى تعتبر إحدى الوسائل المهمة فى تمويل المشاريع وتعزيز النمو أو جذب المستثمرين ، الذين يضيفون للمشروع قوة تحالف إستراتيجية تستهدف فى عملية الطرح إلى جمع الأموال ، أو التمويل عن طريق طرح عدد معين من الأوراق المالية لشريحة منتقاة من المستثمرين أو تفضل المنشآت الاتجاه للطرح الخاص للمرونة الكبيرة فيما يتعلق بالمبلغ المستهدف والذى قد يتراوح من مئات الآلاف إلى مئات الملايين ، والقدرة على تحديد طبيعة المستثمرين واختيار المستثمر الأنسب ، حتى تتناسب رؤيته مع رؤية الشركة ، وإتاحة الفرصة للمنشأة لتتابع النمو دون الأضرار بالسيولة المتاحة أو تحمل مخاطر التمويل الأخرى ، وسرعة الحصول على المبلغ المستهدف .

ورغم أهمية الطرح الخاص إلا أن معظم التشريعات لم تضع تعريفاً منضبطاً له ، مثل الطرق الأخرى للتداول سواء المشرع المصرى ، أو التشريعات المقارنة ، فالمعيار الوحيد الذى اعتمدته تلك التشريعات فى تحديد نوع الطرح خاصاً أم عاماً هو المستثمرين المخاطبين بالطرح ، فإذا كان من المستثمرين المؤهلين أصبح الطرح طرْحاً خاصاً ، وإذا كان من عامة المستثمرين كان الطرح طرْحاً عاماً ، لذلك سنعرض التعريفات التى وضعها الفقهاء للطرح الخاص للوصول إلى تعريف محدد يمكن أن يوضح أركان تلك العملية ، ثم سنحاول الوصول للتكييف القانونى لعملية الطرح ، هل هو عقد أم عمل من أعمال الإرادة المنفردة ، أو هو عقد أم دعوى للتفاوض أو وعد بالشراء حتى نستطيع معرفة الأحكام التى تنطبق على تلك العملية والفصل فيما يثار بخصوصها من منازعات .

وللطرح الخاص نوعان فى سوق الأوراق المالية هما : الطرح الخاص فى السوق الأولية ، وهى سوق الإصدار ، وهى الحالة التى يتم فيها التعامل فى الأوراق المالية عند إصدارها سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مال الشركة ، وذلك بعرض تلك الأوراق على الأفراد أو الجهات ذات الملاءة المالية أو الخبرة فى مجال الأوراق المالية ، والطرح الخاص فى السوق الثانوية ، وهى الحالة التى يرغب فيها أحد الأفراد أو الجهات المالكة لنسبة معينة فى رأس مال شركة ما بطرح أسهمه أو جانب منها للبيع فى سوق الأوراق المالية لأشخاص أو جهات بعينها يمتازون بالملاءة المالية أو الخبرة فى الأوراق المالية .