



ISSN2075-7220 :

رقم دولي

ISSN2313-0377 :

رقم دولي إلكتروني

# مجلة المحقق الدولي للعلوم القانونية والسياسية

مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن كلية القانون بجامعة بابل

بعض البحوث التي وردت ضمن هذا العدد:

- جرائم العمل المنصوص عليها في القوانين الخاصة.
- دور الجزاءات الادارية في حماية الامن الدوائي (دراسة مقارنة).
- التأمين النقدي (دراسة قانونية مقارنة مع الفقه الاسلامي)
- مفهوم مبدأ الرد الكامل للمنافع

- ا.د اسراء محمد علي سالم
- ابراهيم صالح كاظم
- أ.د. إسماعيل صمصام غيدان البديري
- م. حوراء حيدر إبراهيم الطائي
- أ.د. منصور حاتم محسن
- أ.د. ايمن طارق الشكري
- وليد طعمه مفتن

العدد الرابع

٢٠٢١

العدد الثاني عشر

رقم البريد في دار الكتب والمخطوطات ببغداد ١٢٩١ لسنة ٢٠٠٩



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:

• Labour offences provided for  
by special laws

• The role of administrative  
sanctions in protecting drug  
security

• The Monetary Mortgage,  
Legal Study Compared to  
Islamic Jurisprudence

• A concept of principle of full  
refund of benefits

• Prof. Dr. Asra Muhammad Ali  
Ibrahim Saleh Kadhm

• Prof. Ismaeel Sasah Ghidan  
Hawraa Haidar Ibraheim Altaie

• Prof. Dr. Mansoor Hatem Muhsin

• Prof. Dr. Eman Tarek Makki  
waleed Tuma Maften

Fourth Issue

2021

Thirteenth Year

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

ت	اسم البحث	اسم الباحث	عدد الصفحات
١.	جرائم العمل المنصوص عليها في القوانين الخاصة	ا.د اسراء محمد علي سالم ابراهيم صالح كاظم	٤٢-٩
٢.	المسؤولية الجزائية عن التلاعب بأجور العمال(دراسة مقارنة)	ا.د اسراء محمد علي سالم ابراهيم صالح كاظم	٨٤-٤٣
٣.	الأحكام الموضوعية لجريمة الاعتداء عمداً على الموجودات الخاصة بمرافق المياه والغاز (دراسة مقارنة)	ا.د. إسراء محمد علي سالم عباس محمد علي محمد	١١٩-٨٥
٤.	الأحكام الموضوعية لجرائم التخريب في قانون عقوبات قوى الأمن الداخلي العراقي -دراسة مقارنة-	ا.د إسراء محمد علي سالم أحمد صباح محيسن سبتي	١٥٣-١٢٠
٥.	دور الجزاءات الادارية في حماية الامن الدواني (دراسة مقارنة)	أ.د. إسماعيل صعصاع غيدان م. حوراء حيدر إبراهيم الطائي	١٧٨-١٥٤
٦.	طرق اختيار تعيين رجل الشرطة (دراسة مقارنة )	ا.د.اسماعيل صعصاع غيدان حمزة غالب مكمل الميالي	٢٠٨-١٧٩
٧.	الضمانات القانونية لعدالة تقسيم الدوائر الانتخابية (دراسة مقارنة)	أ.د.اسماعيل صعصاع أ.د. علاء عبد الحسن حيدر عزيز صالح	٢٥٧-٢٠٩
٨.	التنظيم القانوني لشروط منح إجازة السياقة في التشريع العراقي (دراسة مقارنة)	أ.د.إسماعيل صعصاع غيدان حامد عبيد مرزة العلواني	٣٠٦-٢٥٨
٩.	التأمين النقدي(دراسة قانونية مقارنة مع الفقه الاسلامي)	أ.د. منصور حاتم محسن	٣٤٣-٣٠٧
١٠.	( مفهوم حق الإمكان القانوني ) "دراسة مقارنة"	أ.د. منصور حاتم محسن نجوان محمد راضي	٣٦٥-٣٤٣
١١.	وسائل اثبات التوقيع الالكتروني	ا.د منصور حاتم محسن م.د بان سيف الدين محمود م.م خوالفية رضا	٣٨٤-٣٦٦
١٢.	مفهوم التصرف في المال المغصوب (دراسة مقارنة)	ا.د منصور حاتم محسن م. عباس سهيل جيجان	٤٥٦-٣٨٥
١٣.	مفهوم مبدأ الرد الكامل للمنافع	أ.د. ايمان طارق الشكري وليد طعمه مفتن	٤٩٠-٤٥٧
١٤.	المصدر الموضوعي لترابط الاتفاقات (دراسة مقارنة)	ا.د. ايمان طارق مكي م.د سهير حسن	٥٣٨-٤٩١
١٥.	اثر ترابط الاتفاقات على انقضاء المجموعة العقدية (دراسة مقارنة)	ا.د. ايمان طارق مكي م.د سهير حسن	٥٨٨-٥٣٩
١٦.	المفهوم القانوني للمانع الادبي في الاثبات المدني	أ. د سلام عبد الزهرة عبد الله ياسر محمد فوزان الحساني	٦٣٤-٥٨٩
١٧.	المفهوم القانوني لبثوك التجميد (دراسة مقارنة)	ا.د. سلام عبد الزهرة عبدالله مشتاق عبدالحى عبدالحسين بدر	٦٧١-٦٣٥
١٨.	موقف القانون العراقي من الحجز التنفيذي على حقوق الملكية الفكرية	أ.د سلام عبد الزهرة عبد الله غسان شهيد كريم جبار	٧٠٤-٦٧٢
١٩.	استنفاد ولاية القاضي في الدعوى المدنية (دراسة مقارنة)	أ.د. هادي حسين الكعبي حسين صبري هادي	٧٥٠-٧٠٥
٢٠.	المركز القانوني للمستهلك الالكتروني في ظل قواعد الاختصاص القضائي	أ.د. عبد الرسول عبد الرضا	٧٨٤-٧٥١

ت	اسم البحث	اسم الباحث	عدد الصفحات
	الدولي	حسين عمران جرمط العبيدي	
٢١.	الحماية الاجرائية للسائح الاجنبي	أ.د. عبد الرسول عبد الرضا وسام عبد العظيم عبيد	٨١٣-٧٨٥
٢٢.	دور تقنية التأمين لمواجهة المخاطر والأضرار في ظل انتشار جائحة كورونا	أ.د. عبد الرسول عبد الرضا م. د نصيف جاسم محمد الكرعوي	٨٤٣-٨١٤
٢٣.	جنسية السفينة وأثرها على الولادات التي تحصل على متنها	أ.د. عبد الرسول عبد الرضا جواد كاظم جاسم خنجر الطفيلي	٨٨٤-٨٤٤
٢٤.	جريمة الاعتداء على المنشآت العسكرية - دراسة مقارنة	أ. د. حسون عبيد هجيج سالم حسين حبيب	٩٢٣-٨٨٥
٢٥.	جريمة استعمال المحرر الصحيح من قبل الغير(دراسة مقارنة)	عبيد هجيج حسون.أ.د. كرار علاوي خضير المساري	٩٥٨-٩٢٤
٢٦.	الاطار المفاهيمي لجريمة انشاء موقع على الشبكة المعلوماتية بقصد الاتجار بالبشر (دراسة مقارنة)	أ.د. عمار عباس الحسيني احمد ضمد جاسم	٩٨٨-٩٥٩
٢٧.	حرية الملاحة في أعالي البحار	أ.د. صدام حسين وادي علي لفتة جودة	١٠٢٢-٩٨٩
٢٨.	علاقة رئيس الجمهورية بالقضاء في الدستور العراقي مقارنة بالدستورين الامريكي والفرنسي (دراسة مقارنة)	أ.د. علاء عبد الحسن كريم م.د.اركان عباس حمزة	١٠٦٤-١٠٢٣
٢٩.	الفئات المشمولة بالحصانة الدبلوماسية	أ.د. طيبة جواد حمد المختار سلام عيسى صكبان الصليخي	١٠٨٥-١٠٦٥
٣٠.	انقضاء استخلاف حقوق الملكية الفكرية (دراسة مقارنة)	أ.د. ضمير حسين ناصر خوله كاظم محمد راضي	١١١٧-١٠٨٦
٣١.	استخلاف الحقوق المعنوية واشكالية الانتقال (دراسة مقارنة)	أ.د. ضمير حسين ناصر خوله كاظم محمد راضي	١١٤٨-١١١٨
٣٢.	هلاك المعلومات الالكترونية والاثر المترتب عليها (دراسة مقارنة)	أ.د. ميري كاظم عبيد علاء حسين حمد	١١٨٤-١١٤٩
٣٣.	انتقاض الاجراء القضائي (دراسة تحليلية مقارنة)	أ.د.وسن قاسم غني م.م. احمد خضير عباس	١٢٠٦-١١٨٥
٣٤.	الاساس القانوني للحكم القضائي المشروط (دراسة مقارنة)	أ.د.وسن قاسم غني سامي حسين ثامر	١٢٤٢-١٢٠٧
٣٥.	القوة الملزمة للحكم القضائي الاجنبي المشروط(دراسة مقارنة)	أ.د.وسن قاسم سامي حسين ثامر	١٢٧٩-١٢٤٣
٣٦.	عقد المشورة الوراثية	أ.د. وسن قاسم غني الخفاجي علي رشيد رحم القريشي	١٣٢٨-١٢٨٠
٣٧.	الرقابة القضائية على قرارات منح سمة الدخول والإقامة	أ.د. فراس كريم شيعان عقيل حمود حمزه	١٣٦٢-١٣٢٩
٣٨.	اثر معيار المصلحة الفضلى في تحديد القانون الواجب التطبيق على حقوق الطفل الشخصي	أ.د.فراس كريم شيعان خضير مخيف فارس	١٣٩٦-١٣٦٣
٣٩.	التنظيم القانوني لعقد القرض الدولي متعدد الأطراف	أ. د فراس كريم شيعان ابتهال حميد غريب	١٤٢٦-١٣٩٧
٤٠.	أساليب بيع البنك المركزي للعملة الأجنبية (دراسة مقارنة)	أ. د. ذكري محمد حسين الياسين	١٥٠٦-١٤٢٧

ت	اسم البحث	اسم الباحث	عدد الصفحات
		م.م عبد الخالق غالي مهدي	
٤١	دور قضاء الدولة في معالجة الفراغ التشريعي عن طريق مبادئ القانون الدولي الخاص (دراسة مقارنة)	أ.د. خير الدين كاظم الامين نور حسين جواد	١٥٣٩-١٥٠٧
٤٢	الحماية الموضوعية للمال الاجنبي (دراسة مقارنة)	أ.د. خير الدين كاظم الامين علي عبد الكريم خلف	١٥٧٠-١٥٤٠
٤٣	الحلول الوطنية لتنازع القوانين في استرداد الاموال	أ.د. خير الدين كاظم الامين بسام صبيح سلمان	١٦٠٦-١٥٧١
٤٤	ولاية القضاء ازاء الإدارة ضمن نطاق العقد الإداري (دراسة مقارنة)	أ.د. صادق محمد علي حسن قاسم محمد حنتوش	١٦٢٩-١٦٠٧
٤٥	جهات الرقابة الإدارية ووسائل تحريكها / دراسة مقارنة	أ.د. صادق محمد علي حسن قاسم محمد حنتوش	١٦٥٣-١٦٣٠
٤٦	ضمانة التحقيق الانضباطي لرجل الشرطة (دراسة مقارنة)	أ.د. صادق محمد علي الحسيني خالد وهاب حسن العكايشي	١٧٠٢-١٦٥٤
٤٧	الجزاءات المالية المترتبة على النكول في المناقصات والمزايدات الحكومية	أ.د. صادق محمد علي الحسيني عماد محمد شاطي	١٧٣٤-١٧٠٣
٤٨	جريمة حيازة المتفجرات والمفرقات (دراسة مقارنة)	أ.د. محمد اسماعيل المعموري ساره عبد الرضا حلبوص	١٧٧٩-١٧٣٥
٤٩	أركان جريمة ادارة أو تهينة مكان لتعاطي المخدرات أو المؤثرات العقلية -دراسة مقارنة-	أ.د. محمد اسماعيل المعموري علاء حسين علي لافي	١٨٠٩-١٧٨٠
٥٠	جريمة تحرير وصفة طبية وهمية او مبالغ فيها في القانون العراقي	أ.د. محمد اسماعيل المعموري م. احمد هادي عبد الواحد	١٨٤٤-١٨١٠
٥١	عقوبة جريمة امتناع متكفل الطفل عن تسليمه لمستحقه (دراسة مقارنة)	أ.د. محمد اسماعيل المعموري ايناس عباس كحار	١٨٨١-١٨٤٥
٥٢	جريمة تغاضي رجل الشرطة عن منع ارتكاب جريمة (دراسة مقارنة)	أ.د. اسماعيل نعمة عبود مسلم محمد طالب	١٩١٤-١٨٨٢
٥٣	تنظيم اختصاصات المجلسين التشريعيين في المجال التشريعي	أ.د. حسين جبار عبد كرار نجم عبد	١٩٤١-١٩١٥
٥٤	الضمانات الدستورية لحقوق وحرريات الافراد في الضرورة الاجرائية الجزائية	أ.د. آدم سميان ذياب زهير محمد هاشم	١٩٦٦-١٩٤٢
٥٥	رد الاعتبار التجاري للتاجر المفلس (دراسة مقارنة)	أ.م.د سماح حسين علي محمد عبدالواحد حميد	٢٠٠٩-١٩٦٧
٥٦	التنظيم القانوني لاستنفاد الحقوق في أطار براءات الاختراع ونطاق تطبيقه الجغرافي (دراسة تحليلية مقارنة)	أ.م.د سماح حسين علي عدي حسين طعمه	٢٠٤٧-٢٠١٠
٥٧	آليات التعاون الدولي لمكافحة الاتجار بالبشر	أ.م.د. سرمد عامر عباس أثير حسن عبيد	٢٠٧٠-٢٠٤٨
٥٨	الأساس القانوني للمعايير الدولية لحماية الاستثمار الأجنبي	أ.م.د. حيدر عبد محسن شهد عذراء محمد سكر صالح	٢٠٩٢-٢٠٧١
٥٩	الدعوى المضادة امام القضاء الدولي-دراسة في المفهوم والاساس القانوني	أ.م.د. حيدر عبد محسن شهد	٢١٣٠-٢٠٩٣
٦٠	التنظيم القانوني لتداول شهادات الابداع في سوق الاوراق المالية " دراسة مقارنة "	أ.م.د ميثاق طالب عبد حمادي أمير حسين عبد الامير ابراهيم	٢١٧٢-٢١٣١
٦١	الاحكام الجزائية للطرح الخاص للاسم في الشركة المساهمة (دراسة مقارنة)	أ.م.د ميثاق طالب عبد حمادي	٢٢١٥-٢١٧٣

ت	اسم البحث	اسم الباحث	عدد الصفحات
		زهراء كاظم مجيد	
٦٢.	جريمة تعطيل أوامر الحكومة - دراسة مقارنة	أ.م. د. منى عبد العالي موسى مصطفى محمد علي	٢٢٤٦-٢٢١٦
٦٣.	جريمة التنقيب عن الآثار دون موافقة	أ.د. م منى عبد العالي موسى هيثم احمد سلمان	٢٢٧٩-٢٢٤٧
٦٤.	جريمة التأثير على القضاء في اصدار القرارات والأحكام الجزائية - دراسة مقارنة	أ.م.د منى عبد العالي موسى علي رزاق محمد	٢٣١٦-٢٢٨٠
٦٥.	جريمة انتماء رجل الشرطة لحزب او جمعية سياسية (دراسة مقارنة)	أ.م.د. نافع تكليف مجيد عباس بردان حبيب	٢٣٥٠-٢٣١٧
٦٦.	تقاسم الاختصاصات التشريعية والتنفيذية في دستور جمهورية العراق لعام ٢٠٠٥	أ. م. د. ليلي حنتوش ناجي زينب علي طه	٢٣٦٩-٢٣٥١
٦٧.	النيابة القانونية عن الغير امام القضاء المدني (دراسة مقارنة)	أ.م.د.حبيب عبيد مرزة	٢٣٩٥-٢٣٧٠
٦٨.	ماهية الحق الاستثنائي للمؤلف	أ.م.د. ماهر محسن عبود أيثم عبدالحسين محمد	٢٤٢٥-٢٣٩٦
٦٩.	دور المنظمات الدولية في مكافحة جريمة الاتجار بالبشر	أ.م.د.اسامة صبري محمد خالد جواد كاظم	٢٤٤٣-٢٤٢٦
٧٠.	فكرة بطلان النص الدستوري- دراسة تحليلية في ضوء دستور جمهورية العراق لسنة ٢٠٠٥	أ.م.د ياسر عطوي عبود الزبيدي	٢٤٨٠-٢٤٤٤
٧١.	المسئولية المدنية للطبيب عن فشل عملية التعقيم "دراسة تحليلية مقارنة بين القانون المصري وبعض الأنظمة المقارنة"	أ.م.د.عبد الرزاق وهبه سيد احمد محمد	٢٥٠١-٢٤٨١
٧٢.	جريمة انتهاك الحق في سرية عقد المقاوله (دراسة مقارنة)	م.د.عمار غالي عبد الكاظم صفا علي رشيد باقر	٢٥٣٤-٢٥٠٢
٧٣.	المبادئ الحاكمة للجرائم في ضوء القانون الدولي الجنائي	م.د. ياسر حسين علي م.م. رافد علي لفته	٢٥٦٧-٢٥٣٥
٧٤.	الجزاء الإجرائي في القضاء المدني (دراسة تحليلية مقارنة)	م. د. مروى عبد الجليل شنابة	٢٦٠٣-٢٥٦٨
٧٥.	الحماية المدنية للعلامة التجارية المشهورة من التصرفات غير المشروعة (دراسة مقارنة)	م. د. فاطمة عبد الرحيم علي المسلماوي	٢٦٢٠-٢٦٠٤
٧٦.	مدى دستورية سياسة التطعيم الالزامي	م.د. انس غنام جبارة	٢٦٤٩-٢٦٢١
٧٧.	تولي الوظائف العامة اثر تعاطي المخدرات عليها (دراسة مقارنة بين التشريع العراقي والتشريع المصري)	م. عبد الحسين عبد نور هادي	٢٦٦٧-٢٦٥٠
٧٨.	التأثير المتعددي لظاهرة الفساد والاليات القانونية لمكافحته	م.م. كاظم خضير السويدي	٢٦٩٥-٢٦٦٨
٧٩.	الحماية الجنائية للحق في خصوصية الجينوم البشري (دراسة مقارنة)	م. احمد حسين سلمان	٢٧٣٣-٢٦٩٦
٨٠.	الحصانة القضائية للدول الأجنبية في المعاملات المالية	م.م. طه كاظم المولى	٢٧٧١-٢٧٣٤
٨١.	جريمة إخفاء حيوان مصاب بمرض وبائي أو مُعدي في التشريع العراقي	م.م. زينب كاظم مطلق محمد عباس عبد العابدي	٢٧٩٣-٢٧٧٢
٨٢.	المسؤولية التقصيرية الناشئة عن العقد	م.م. عدالة عبد الغني محمود	٢٨١٣-٢٧٩٤

**الأحكام الإجرائية للطرح الخاص للأسهم  
في الشركة المساهمة  
(دراسة مقارنة)**

**أ.د. ميثاق طالب عبد حمادي الجبوري**

**جامعة بابل / كلية القانون**

**زهراء كاظم مجيد عبد**

**جامعة بابل / كلية القانون**

### ملخص البحث

يعد الطرح الخاص وسيلة مستحدثة من وسائل تداول الأوراق المالية ، ويتمثل بقيام شركة معينة أو أحد مساهميها ممن يمتلكون نسبة معينة من الأسهم بطرحها على فئة محددة من المستثمرين ممن تتوفر فيهم شروط معينة ، سواء أكانوا أفراداً أم جهات. وينظم هذه العملية جملة من الأحكام وضعتها التشريعات التي تبنت عملية الطرح الخاص كأسلوب جديد للتداول ، إذ تشمل تلك الأحكام على بعض الشروط التي يجب توافرها في كلاً من المستثمر والورقة المالية محل الطرح الخاص. وبعد توافر تلك الشروط ستبدأ مرحلة الإجراءات المتمثلة بموافقة الجهة المختصة في سوق الأوراق المالية على عملية الطرح بعد التأكد من توافر وسلامة المعلومات والبيانات الواردة في نشرة الطرح ومذكرة المعلومات، والإعلان عن تلك العملية بحسب الوسيلة التي تحددها التشريعات ، وخلال مدة معينة ينبغي على المستثمر إن يتخذ قراره الاستثماري خلالها.

### المقدمة

#### أولاً: التعريف بموضوع البحث

اهتمت اغلبية التشريعات المقارنة بوضع القواعد والشروط والأحكام الواجبة التطبيق عند القيام بطرح الأوراق المالية للجمهور من خلال طرحها طرْحاً عاماً، إذ وضعت تلك التشريعات القواعد والشروط لحماية جمهور المكنتبين وتوفير المعلومات اللازمة بما يتعلق بالأوراق المالية المطروحة للاكتتاب، إذ يتم التعامل بها عند إصدارها لأول مرة ، سواء عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال.

ونظراً لطول الإجراءات المتعلقة بالطرح العام وما يتكبده من مصروفات فقد عمدت معظم التشريعات المقارنة إلى إيجاد أسلوب آخر لطرح الأوراق المالية الا وهو الطرح الخاص، وهو صورة من صور تداول الورقة المالية إذ يتم عرض تلك الأوراق على فئات معينة وهم كبار المستثمرين ذي الملاءة المالية العالية أو فئات معينة من المستثمرين المحترفين من المؤسسات المالية ذو الخبرة في الأوراق المالية.



### ثانياً: أهمية موضوع البحث:

إن عملية الطرح الخاص توجه إلى فئة محددة من المستثمرين الذين يتمتعون بالملاءة المالية العالية والخبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية، وهذا ما يجعلها أداة فعالة لإعادة هيكلة الشركات المتعثرة والمهددة بالإفلاس من خلال الإمكانات المادية والإدارية التي يتمتع بها المستثمر. فضلاً عن ندرة الدراسات القانونية التي تعالج هذا النوع من أساليب التداول من حيث توضيح المقصود بها وبيان أحكامها وآثارها .

### ثالثاً: مشكلة البحث :

تتمثل مشكلة البحث في عدم وجود قانون في العراق ينظم أحكام موضوع الطرح الخاص للأسهم. وكيفية تداول الأوراق المالية بموجبه، من ناحية الشروط والاجراءات التي يتطلبها، لذا فهذا بحد ذاته يعد مشكلة يجب البحث فيها، من أجل وضع نصوص مبدئية تعالج أحكامه تمهيداً لتشريع قانون جديد ينظم تلك الأحكام بشكل مفصل.

### رابعاً: منهجية البحث:

إن المنهج الذي سنتبعه في هذه الدراسة هو المنهج التحليلي المقارن، وذلك من خلال العمل على دراسة النصوص القانونية المتعلقة بالموضوع والواردة في القوانين والأنظمة والتعليمات، وكذلك اللوائح التنفيذية ذات الصلة، والعمل على شرحها وتحليلها وتحديد مضمونها. ولغرض معرفة مواطن النقص أو الغموض في الأحكام التي أشارت إليها التشريعات ، سننقد مقارنة بين كل من التشريع العراقي والمصري والسعودي والتوجيه الأوربي.

### خامساً: خطة البحث:

سيتم تقسيم هذا البحث على مبحثين يُبحث في المبحث الأول منه الشروط الواجب توافرها في الطرح الخاص، إما المبحث الثاني منه فسنتناول فيه إجراءات الطرح.

## المبحث الأول

### الشروط الواجب توافرها في الطرح الخاص

تتطلب عملية الطرح الخاص عدد من الشروط يجب توافرها في كلاً من المستثمر والورقة المالية محل الطرح الخاص. وعليه سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين نتناول في المطلب الأول منه الشروط المتعلقة بالأشخاص المؤهلين ، أما المطلب الثاني فنخصصه لبيان الشروط المتعلقة بالورقة المالية محل الطرح الخاص.

### المطلب الأول

#### الشروط المتعلقة بالأشخاص المؤهلين

الأشخاص المؤهلون ( المستثمرون المؤهلون، طبيعيين، اعتباريون) هم الفئة التي يقتصر عليها طرح الاسهم من خلال عملية الطرح الخاص ولا يجوز الطرح لغيرها، سواء كان الطرح يتم في السوق الأولية أم في السوق الثانوية، لما لهم من خبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية، وقدرة مالية عالية تمكنهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بسهولة ويسر بما يتعلق بالمشاركة في عملية الطرح الخاص من عدمه. وعليه سنقسم هذا المطلب على فرعين ، نخصص الفرع الأول منه إلى الملاءة المالية، إما الفرع الثاني فسنتناول فيه الخبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية.

### الفرع الأول

#### الملاءة المالية

تعد الملاءة المالية للمستثمر من الشروط الأساسية التي يجب توافرها فيه سواء أكان شخصاً طبيعياً أم معنوياً ، إذ يعد المستثمر المؤهل طرفاً مهماً في هذه العملية ولولا وجوده لما كانت هناك حاجة إلى طرح الاسهم طرْحاً خاصاً، وذلك لأنّ الشركات غالباً ما تلجأ إلى تلك العملية من أجل الحصول على هكذا مستثمر تتمكن من خلاله من تحقيق متطلباتها المتمثلة إما بتوسيع نشاطها أو ادخال وسائل فنية وتكنولوجية حديثة ، أو سد العجز المالي الذي تعاني منه ، من خلال تدفق أموال كثيرة في جهة واحدة ، وتكمن أهمية الملاءة المالية في أنها توفر

الحماية الكافية لأصحاب الأسهم وضمان نجاح وبقاء واستمرارية نشاط الشركة الطارحة، وتعني الملاءة المالية بأنها ( القدرة على امتلاك الاموال الكافية لمقابلة الالتزامات المالية ، او هي الفرق بين الاصول والخصوم بحيث يكون هذا الفرق دائما في صالح الاصول)<sup>(١)</sup>، وقد اخذ مصطلح الملاءة المالية يتردد كثيراً خلال السنوات الاخيرة السابقة لاسيما بعد نشوب الازمات الاقتصادية والمالية<sup>(٢)</sup>، لما يتمتع به من أهمية في حماية مصالح الشركة وضمان نجاحها وبقائها<sup>(٣)</sup>.

ولكل مما تقدم نجد أنّ التشريعات المقارنة قد عنيت بتنظيم هذا الشرط ، فعلى صعيد التشريع المصري نجد أنّ المشرع في دليل الطرح الخاص قد أشار إلى أنّ الهدف الرئيسي من وضع قواعد لعمليات الطرح الخاص، هو من أجل التأكد بأنّ الطرح يقتصر على الافراد والجهات ذات الملاءة المالية ، ولا يمتد إلى المستثمرين كافة ، إذ تضمن عدة شروط قانونية يتطلب توافرها في المستثمرين حتى يمكن عدّهم مستثمرين مؤهلين ويكون لهم حق المشاركة في عملية الطرح الخاص، كما فرق ذلك الدليل بين الشروط التي يجب توافرها في الافراد عن تلك الشروط الواجب توافرها في الجهات فجعل لكل منهم شروطه الخاصة به.

وأشار الدليل إلى تحديد الشروط التي يجب توافرها في الافراد، إذ نص على أنّه ( يقصد بالفرد ذوي الملاءة المالية، الفرد الذين ينطبق في شأنه واحد على الاقل من التعريفات التالية:  
١- أنّ لا تقل قيمة ممتلكاته عن ٢ مليون جنيه مصري . ٢- أنّ لا يقل دخله السنوي عن ٥٠٠ خمسمائة الف جنيه مصري. ٣- أنّ يكون لديه رصيد نقدي بشكل ودائع بنكية لا يقل عن ٥٠٠ خمسمائة الف جنيه مصري، ..... ، ويقوم المستثمر الفرد ، بملء بيانات والتوقيع على اتفاقية اكتتاب او نموذج استثمار متضمن بيانات عن أماكن الاستثمار المالية، يحدد فيها إمكانياته المالية وخبرته السابقة، ويقر بقيامه بالاطلاع على جميع مستندات الطرح الخاص،

ودرايته بالمخاطر والشروط المتعلقة به، ويقرّ بأنّ واحد أو أكثر من التعريفات المذكورة أعلاه تنطبق عليه، ويكون تمثيل أي مستثمر من خلال طرف ثالث (شخص أو جهة) بموجب توكيل رسمي صادر من ذلك المستثمر للطرف الثالث<sup>(٤)</sup>.

إما عن الشروط الواجب توافرها في الجهات ذات الملاءة المالية، إذ نص دليل الطرح الخاص على أنّه ( يقصد بالجهات ذات الملاءة المالية: تلك الجهات التي ينطبق بشأنها واحد على الأقل من الأوصاف الآتية: ١- أن لا تقل القيمة الدفترية لحقوق الملكية لهذه الجهة عن ١٠ عشرة ملايين جنيه مصري. ٢- أن لا تقل القيمة الدفترية لإجمالي الأصول المملوكة لهذه الجهة عن ٢٠ عشرين مليون جنيه مصري. ٣- أن تكون لهذه الجهة استثمارات في أوراق مالية قائمة في تاريخ الطرح لا تقل قيمتها عن خمسة ملايين جنيه مصري في شركات مساهمة أخرى بخلاف الشركة محل الطرح. ويتعين على الجهات المذكورة أعلاه ان تقدم صورة من القرار الصادر من مجلس ادارتها، والذي يحدد فيه أسماء الافراد المصرح لهم باتخاذ قرارات الاستثمار، وحدود صلاحياتهم في هذا الشأن)<sup>(٥)</sup>.

وفيما يتعلق بموقف التشريع السعودي نجد أنّ قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة لم تنص على شرط الملاءة المالية التي يجب توافرها في المستثمر، بل جاء نص المادة (٩) تحت عنوان الطرح على المستثمرين ذوي الخبرة، أي انه نص على توافر شرط الخبرة لكنه لم يضع معايير مالية محددة ينبغي توافرها لمنح صفة المستثمر المؤهل.

اما بالنسبة للتوجيه الاوربي الخاص بنشرات الاكتتاب والطروحات، فقد اشار إلى ذلك في المادة (٢/ هـ) على إنّه (هـ: المستثمرون المؤهلون تعني: .....، ٤ - الاشخاص الطبيعيون المعينون: وفقا للاعتراف المتبادل، يجوز لأي من الدول الاعضاء في الاتحاد الاوربي ان تختار تفويض الاشخاص الطبيعيين المقيمين في الدولة العضو والذين يطلبون صراحة اعتبارهم مستثمرين مؤهلين اذا كان هؤلاء يستوفون على الاقل اثنين من المعايير الآتية: ب- إن تتجاوز قيمة محفظة الاوراق المالية للمستثمر ٥مليون يورو....)، ان المشرع الاوربي لم ينص على

الشروط التي يجب توافرها في الاشخاص المعنوية ، بل نص على توافر صفة الملاءة المالية في الاشخاص الطبيعية فقط .

وفيما يتعلق بموقف المشرع العراقي فإنه لم ينص على شرط الملاءة المالية في المستثمر .

ونستنتج مما تقدم، إنّ المشرع المصري كان الاكثر تنظيماً من بين القوانين المقارنة الاخرى من ناحية تنظيمه لذلك الشرط ، وكيفية تفريقه للشروط الواجبة بالأفراد عن تلك الواجبة في الجهات ، وفي الوقت ذاته الزم المستثمر الفرد الذي يرغب بشراء الاوراق المالية محل الطرح الخاص، في الادلاء عن البيانات والمعلومات التي تبين امكانياته المالية ، في حين الزم الجهات عند رغبتها في المشاركة في هذه العملية انشاء قائمة تتضمن اسماء الافراد الذين يمثلونها امام الجهة الطارحة فيما يتعلق باتخاذ القرارات الاستثمارية، ويؤخذ على المشرع السعودي انه لم ينص على ذلك سواء كان متعلقاً بالشخص الطبيعي او المعنوي، في حين نجد أنّ التوجيه الاوربي اشترط تلك الصفة فقط في الاشخاص الطبيعية من دون المعنوية ، والمشرع العراقي لم ينص اطلاقاً على ذلك الشرط ، وهنا نأمل من المشرع العراقي ان ينظم ذلك كما هو موجود في التشريع المصري عند اصدار القانون الجديد لسوق الاوراق المالية .

## الفرع الثاني

### الخبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية

تتطلب عملية الطرح الخاص في المستثمر المؤهل فضلاً على شرط الملاءة المالية ، شرط الخبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية ، وقد نصت التشريعات المقارنة التي نظمت عملية الطرح الخاص على ضرورة توافر هذا الشرط ، فعلى صعيد التشريع المصري نجد أنّ المشرع المصري في دليل الطرح الخاص<sup>(٦)</sup> .

قد نص على بيان المقصود بالأفراد والجهات ذات الخبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية ، فنص على ان المقصود بهم (الأفراد والجهات المتمتعين بسابق خبرة في أعمال البورصة واسواق الأوراق المالية محلياً أو عالمياً ، لمدة لا تقل عن خمس سنوات وتخفيض هذه المدة إلى اربع سنوات، بالنسبة إلى من اجتاز بنجاح الدورات التدريبية في مجال الأوراق المالية، التي

تعتمدها الهيئة)، وقد ميز دليل الطرح الخاص بين الخبرة التي يجب توافرها في الافراد عن تلك التي يجب توافرها في الجهات ، فقد نص دليل الطرح على (٤- ان تكون له استثمارات في أوراق مالية قائمة في تاريخ الطرح لا تقل قيمتها عن ٢ مليون جنيه في شركتين مساهمتين على الاقل بخلاف الشركة محل الطرح) <sup>(٧)</sup>، اما عن شرط الخبرة الذي ينبغي توافره في الجهات ، فقد ذهب القرار إلى (٤- ان تكون هذه الجهة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والتي يتسع نشاطها للاكتتاب في الأوراق المالية في حدود الاغراض المرخص بمزاولتها) <sup>(٨)</sup>.

اما عن المشرع السعودي ، فقد اشار في المادة (٩) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة والمعونة بالمستثمرين ذوي الخبرة ، على بيان الجهات التي تعد متمتعة بالخبرة المطلوبة في عملية الطرح الخاص، إذ نصت على ( أن يكون طرح الأوراق المالية مقصوراً على مستثمرين ذوي الخبرة عندما يكون الاكتتاب في تلك الاوراق المالية مقتصرًا على أي من الآتي: (١ - حكومة المملكة، او أي هيئة دولية تعترف بها الهيئة او السوق، او سوق مالية اخرى تعترف بها الهيئة او مركز الايداع، ٢- شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص ، ٣- اشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص ، ٤ - عملاء شخص مرخص له في ممارسة اعمال الادارة....، ٥- اشخاص مسجلون لدى الشخص المرخص له اذا كان الطرح بواسطة الشخص المرخص له نفسه ، ٦- مستثمرون متخصصون، ٧- أي اشخاص اخرين تحددهم الهيئة) .

اما عن التوجيه الاوربي الخاص بنشرات الاكتتاب فقد اشار إلى ذلك الشرط عندما تطرق الى بيان المقصود بالمستثمرين المؤهلون، وذلك في المادة (٤/٢/هـ) (٤- .... اذا كان المستثمرون يستوفون على الاقل اثنين من المعايير الاتية: أ- قيام المستثمر بإجراء معاملات ذات حجم كبير في اسواق الاوراق المالية بمعدل تكرار متوسط يبلغ على الاقل ١٠ معاملات في ربع السنة وعلى مدار السنة الكاملة، ج- ان يعمل المستثمر او عمل لمدة سنة على الاقل في القطاع المالي او اية وظيفة اخرى تتطلب معرفة طرق الاستثمار بالأوراق المالية)

وفيما يتعلق بموقف التشريع العراقي ، فلم ينص قانون سوق الأوراق المالية ولا القوانين الاخرى ذات العلاقة على توافر مثل هذا الشرط.

## المطلب الثاني

### الشروط المتعلقة بالورقة المالية محل الطرح الخاص

إنّ أسلوب الطرح الخاص لا يقوم على فكرة توافر صفات وشروط معينة في الورقة المالية محل الطرح، بل يقوم على فكرة التبسيط والتيسير في الاجراءات والشروط التي يقوم عليها، لكونه يوجه الى طائفة من الاشخاص لديهم الخبرة والكفاءة والقدرة المالية على اتخاذ قرارهم المتعلق بالمشاركة في عملية الطرح من عدمه . ووفقا لما تقدم سنقسم هذا المطلب الى فرعين ، نتناول في الفرع الاول منه ، عدد الأوراق المالية محل الطرح ، اما الفرع الثاني فسنخصصه لبيان نوع الورقة المالية التي تصلح للطرح الخاص.

## الفرع الأول

### عدد الأوراق المالية محل الطرح الخاص

يعد عدد الأوراق المالية من الأمور المهمة والمؤثرة في تحديد أسلوب الطرح الذي بواسطته يتم عرض تلك الاوراق، وقد قامت معظم التشريعات المقارنة بتحديد عدد الاوراق المالية المطروحة بموجب عملية الطرح الخاص، وذلك في حالة طرحها على مستثمرين غير مؤهلين (جمهور المتعاملين في تلك الاوراق) ، إذ عدّت ان طرح عدد محدد من الاوراق المالية ذات القيمة المنخفضة طرحا خاصا، بحجة عدم وجود ضرر يلحق بالمتعاملين في السوق المالية في هذه الحالة. وبعض الآخر من التشريعات وضع شروط تتعلق بعدد الاوراق المالية بحسب جهة إصدارها فيما إذا كانت تتم من قبل الشركة أو من قبل أحد المساهمين ، وهذا ما سنبيّنه في هذا الفرع ، إذ سنتناول موقف التشريعات من عدد الأوراق المالية المطروحة في عملية الطرح الخاص.

نبدأ ببيان موقف المشرع المصري ، نجد أنّ دليل الطرح الخاص ، لم يضع أحكام تتعلق بعدد الأوراق المالية محل الطرح الخاص، إلا في حالة طرح الأسهم من قبل الشركات أو أحد المساهمين في السوق الثانوية طرْحاً خاصاً ، ففي تلك الحالة يشترط أنّ يتم الطرح بما لا يقل عن ١٥% من عدد الأسهم المصدرة ويتم وفقاً لشروط خاصة أو لأشخاص أو جهات معينة أو بأسعار مغايرة ، و يستلزم المر في هذه الحالات ان يقوم الراغب في عرض اسهمه للبيع بإخطار كلاً من البورصة والشركة والهيئة العامة للرقابة المالية بذلك، حتى يعد الطرح بمثابة طرح خاص<sup>(٩)</sup>، وهذا يعني أنّه إذا قلت النسبة عن ١٥% ، فلا يعد الطرح خاصاً، بل يعد بيعاً عادياً وتنطبق عليه الاجراءات والقيود المحددة لتداول الاسهم العادية .

وفيما يتعلق بموقف التشريع السعودي، فلم تتضمن قواعد طرح الاوراق المالية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية أي حكم خاص يقضي بضرورة توافر عدد معين من الاوراق المالية لاعتبار الطرح خاصاً، بل اكتفت بذكر الاشخاص الموجه اليهم الطرح كمعيار للتفرقة بين الطرح الخاص وغيره من وسائل تداول الأوراق المالية الاخرى، الا ان تلك اللائحة قد استثنت حالة واحدة من ضرورة توافر عدد محدد من الاوراق المالية وهي حالة الطرح المحدود والتي اشارت اليه في المادة (١٠) ، التي اشترطت فيها أنّ يكون الطرح بقيمة محددة لا يجوز تجاوزها، وهي ان لا يقل المبلغ المترتب على كل مطروح عليه عن مليون ريال سعودي ، ويجوز ان يقل المبلغ عن هذا الحد في حالة إذا كانت قيمة الأوراق المالية المطروحة لا تتجاوز قيمتها خمسة ملايين ريال سعودي او ما يعادلها.

اما التوجيه الأوربي الخاص بنشرات الاكتتابات والطروحات، فإنّه لم ينص على أية شروط تقضي بضرورة توافر عدد معين من الأوراق المالية محل الطرح لكي يصبح الطرح خاصاً، شأنه شأن النظام السعودي ، ووفقاً لهذا التوجيه فإن طرح أي عدد من الاوراق المالية على المستثمرين المؤهلين يعد طرْحاً خاصاً، وتنطبق عليه الشروط والقواعد المقررة له، ولا تنطق عليه قواعد واجراءات وسائل التداول الاخرى<sup>(١٠)</sup>، كما يعتبر طرح عدد محدود من الأوراق المالية طرْحاً خاصاً، بصرف النظر عن الاشخاص الموجه اليهم الطرح، سواء كانوا مؤهلين او غير



مؤهلين ، وذلك في الحالات الآتية: (٢): لا ينطبق الالتزام بنشر نشرة الاكتتاب العام على انواع عمليات الطرح الآتية، أ- عملية طرح الأوراق المالية الموجهة فقط الى المستثمرين المؤهلين. ب- عملية طرح الاوراق المالية الموجهة الى اقل من ١٠٠ شخص طبيعي او اعتباري لكل دولة من الدول الاعضاء في الاتحاد الاوربي، بخلاف المستثمرين المؤهلين. ج- طرح الاوراق المالية الموجهة للمستثمرين الذين يحصلون على اوراق مالية مقابل مبلغ اجمالي لا يقل عن ٥٠٠٠٠٠ خمسين الف يورو لكل مستثمر، ولكل عملية طرح منفصلة. د- طرح الاوراق المالية التي تصل القيمة الاسمية لكل واحدة منها الى ٥٠٠٠٠٠ خمسين الف يورو على الاقل. هـ- طرح الاوراق المالية التي تقل قيمتها الإجمالية عن ١٠٠٠٠٠٠ مئة الف يورو، وبحسب هذا الحد على مدى فترة ١٢ شهر)<sup>(٤١)</sup>.

اما فيما يتعلق بموقف المشرع العراقي فلم يتضمن قانون سوق الاوراق المالية أية إشارة إلى بيان عدد الاوراق المالية التي يجوز طرحها بهذه الوسيلة .

وهناك رأي يرى أنه على القانون المصري الأخذ بما هو متبع في التوجيه الأوربي ، من حيث اعتبار طرح اوراق مالية محدودة القيمة من قبيل الطرح الخاص ، حتى في حالة طرحها للاكتتاب لعموم المستثمرين، مع تحديد الحد الاقصى لحصة كل مستثمر من الأوراق المالية .<sup>(٥٢)</sup>

اما الرأي الثاني ، فهو على نقيض الرأي السابق ، ويرى أنّ الأوراق المالية محدودة القيمة تكون في الشركات غير المقيدة، وبالتالي فلا تلتزم بقواعد الافصاح المتعلقة بالشركات المقيدة ، وينطوي على ذلك قلة المعلومات المتاحة للمستثمرين ، وهذا يؤدي إلى عدم توافر مستوى الحماية المطلوب لهم عند قيام هذه الشركات بطرح اسهمها ، وعليه فلا يبقى لهذه الشركات سوى سلوك احد السبيلين ، الأول الطرح العام وما يتطلبه من توفير قدر كبير من المعلومات للمستثمرين وما ينطوي عليه من صعوبة في الاجراءات وكثرة التكاليف ، والثاني هو الطرح

الخاص ، بشرط قصره على الأشخاص المؤهلين الذين لديهم القدرة والكفاءة على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، وتحليل المركز المالي للشركة الطارح<sup>(13)</sup>.

وعليه نذهب إلى ترجيح الرأي الأول لوجهته ، إذ إنّ قيمة الأوراق المالية المطروحة تعدّ محدودة الأثر على المستثمرين المكتتبين فيها، خاصة عند تقدير الحد الأقصى لمساهمة كل مستثمر في تلك الأوراق المالية هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى، فإنّ تلك الكمية المحدودة من الأوراق المالية لا تؤثر على استقرار السوق المالية حتى في حالة فشل الطرح أو عدم وجود جدوى لتلك الأوراق المالية، أما بالنسبة لمدى توافر المعلومات والافصاح عنها ، فإن جميع التشريعات المعنية بالأسواق المالية جاءت بقواعد محددة لما مطلوب توافره من تلك المعلومات التي تتيح للمستثمر الاطلاع عن مركز الشركة المالي وخططها المستقبلية وبالتالي فلا يكون هناك ضرر على السوق المالية أو المستثمر المكتتب في حالة طرح تلك الأوراق طرْحاً خاصاً.

## الفرع الثاني

### نوع الورقة المالية محل الطرح الخاص

يعود سبب تنوع الورقة المالية إلى تعدد جهات إصدارها ، إذ تقوم الشركات بإصدار الاسهم والسندات، أما الدولة فأنها تختص بإصدار السندات، في حين نجد ان وثائق الاستثمار تصدر عن صناديق الاستثمار، أما شهادات الإيداع فإن جهات إصدارها تتمثل بالبنوك والمؤسسات الدولية<sup>(14)</sup>، ويثار التساؤل هنا: هل ان الطرح الخاص يقتصر على نوع معين من الأوراق المالية ، أم يجوز طرح اية ورقة مالية طرْحاً خاصاً؟ وهذا ما سنحاول الإجابة عنه في هذا الفرع من حيث بيان موقف التشريعات المقارنة من الأوراق المالية التي اجازت طرحها طرْحاً خاصاً .

نبدأ أولاً بموقف المشرع المصري من الأوراق المالية التي اجاز طرحها طرْحاً خاصاً ، إذ أنّ دليل الطرح الخاص المصري لم يورد الإشارة إلى تحديد نوع معين من الأوراق المالية التي يجوز طرحها طرْحاً خاصاً، إذ نص عند تعريفه لتلك العملية على انه ( تلك العمليات التي تتناول عرض أوراق مالية ..... ) ، إذ أنّ النص جاء عاماً بهذا الخصوص ، الا أنّه وبالرجوع إلى كل

من قواعد القيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية المعدلة رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ واللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، نجد وجود نصوص صريحة تضمنت جواز طرح الأوراق المالية سواء أكانت اسهم<sup>(١٥)</sup>، أم سندات<sup>(١٦)</sup>، أم صناديق استثمار طرْحاً خاصاً ، حيث نصت المادة (٨) من قواعد القيد على انه.....يجوز قيد اسهم الشركات المصرية التي تأسست عن طريق طرح اسهمها في اكتتاب عام او خاص - او طرحت اسهمها لاحقاً من خلال طرح عام او خاص - بناء على نشرة اكتتاب او طرح بحسب الحالة او مذكرة المعلومات معتمدة من الهيئة ، .....<sup>(١٧)</sup>، هذا ما يتعلق بالأسهم اذ يجوز طرحها طرْحاً خاصاً.

اما بالنسبة للسندات فيجوز طرحها طرْحاً خاصاً كما جاء في قواعد قيد واستمرار وشطب الأوراق المالي، إذ اشارت في المادة (١٢) على أنه ( بالنسبة لشروط قيد السندات وصكوك التمويل الصادرة عن الشركات المساهمة او الاشخاص الاعتبارية ،- أن تكون قد طرحت للاكتتاب العام او الخاص أو بناء على نشرة اكتتاب او مذكرة معلومات معتمدة من الهيئة أياً كان القانون الخاضع له الجهة التي أصدرته).

ونستنتج مما تقدم ان المشرع المصري قد اجاز طرح كافة الأوراق المالية طرْحاً خاصاً.

وبذات المنحى سار المشرع السعودي فيما يتعلق بعدم تحديد نوع معين من الاوراق المالية التي يجوز طرحها طرْحاً خاصاً، فقد اجاز نظام السوق السعودي طرح الأوراق المالية طرْحاً خاصاً، إذ نظمت لائحة نظام السوق المالية اصدار الأوراق المالية بصورة عامة ، وبعدها اصدرت قواعد طرح الأوراق المالية التي نظمت عملية الطرح الخاص وال طرح العام للأوراق المالية كافة من دون استثناء أية ورقة من هذا الطرح، وهذا ما يفهم من نص المادة (٨) من هذه القواعد ، إذ نصت على انه (أ-يكون طرح الاوراق المالية طرْحاً خاصاً ، اذا لم يكن طرْحاً مستثنى او طرْحاً عاماً او طرح في السوق الموازية ،.....).

ولم ينص المشرع العراقي في القوانين كافة على شروط واحكام طرح الأوراق المالية طرْحاً خاصاً ، ويرى الباحث على المشرع العراقي وضع نصوص قانونية صريحة وواضحة بشأن

طرح الأوراق المالية طرحاً خاصاً، حتى لا يكون هناك مجالاً للشك والجدل بخصوصها ، نظراً لأهميتها باعتبارها اداة تمويلية لمواجهة احتياجات الشركة التي تحتاج الى المعرفة الفنية والتكنولوجية او لتمويل نشاط او عملية قائمة بذاتها، طرحها طرحاً خاصاً .

ووفقاً لما تقدم يرى الباحث امكانية اللجوء إلى الطرح الخاص في حالة قيام الشركة بإصدار أي نوع من انواع الأوراق المالية التي تتضمن عنصر المديونية ويجوز تداولها في السوق المالية ، إذ أنّ الطرح الخاص يمتاز بالبساطة والتيسير في اجراءاته ، وتوفير الوقت والنفقات على المستثمرين ، كما أنّه يمتاز بطرحه على فئة محددة من المستثمرين المؤهلين الذين تتوافر فيهم الخبرة في مجال الأوراق المالية والملاءة المالية بحيث يكونوا قادرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بسهولة ، وطبقاً لذلك لا يتأثر المستثمر المؤهل من قلة المعلومات المعروضة في مذكرة الطرح الخاص.

## المبحث الثاني

### إجراءات الطرح الخاص للأسهم

تتطلب عملية الطرح الخاص مجموعة من الإجراءات القانونية لغرض إتمامها بصورة صحيحة ، ومن بين تلك الإجراءات هو ضرورة الحصول على موافقة الجهة المختصة في سوق الأوراق المالية، من أجل معرفة مدى صحة وجدية قيام الطارح بطرح أوراقه المالية، وبمجرد موافقة تلك الجهة على عملية الطرح الخاص هناك إجراء آخر لا بد من القيام به وهو الإعلان عن تلك العملية بموجب الطرق المحددة قانوناً، ومن ثم فإنّ هذا الإعلان يكون مقيد بمدة زمنية معينة ينبغي على المستثمر إنْ يبدي قراره الاستثماري خلالها، إذ بانتهاء المدة سينتهي الطرح ، ولا يحق له المشاركة بعد ذلك .

ووفقاً لذلك سنقسم هذه المبحث على مطلبين، سنخصص الاول منه إلى بيان الإجراءات في المرحلة السابقة على الطرح ، في حين سنتناول في الثاني الإجراءات المتبعة عند الإعلان عن الطرح الخاص.

## المطلب الأول

### الإجراءات في المرحلة السابقة على الطرح الخاص

من بين الإجراءات اللازمة لا تمام عملية الطرح الخاص هو الحصول على ترخيص الجهة الرقابية على هذه العملية، لأجل اضافة الصفة الشرعية عليها، والتأكد من سلامة المعلومات والبيانات الواردة في نشرة الطرح ومذكرة المعلومات، ولغرض الإحاطة بكل ذلك سنقوم بتقسيم هذا المطلب على فرعين ، نخصص الأول إلى موافقة الجهة المختصة، في حين سنخصص الثاني إلى المعلومات المقدمة في نشرة الطرح ومذكرة المعلومات .

## الفرع الأول

### موافقة الجهة المختصة على عملية الطرح الخاص

تعد موافقة الجهة المختصة<sup>(٧٨)</sup> في سوق الأوراق المالية على عملية الطرح الخاص من الإجراءات المهمة التي يجب على الطارح الحصول عليها قبل البدء بتنفيذ عملية الطرح الخاص ، إذ لولا موافقة هذه الجهة لما تمكن الطارح من السير في اتمام تلك العملية، ونظرا لأهمية هذا الإجراء سنتعرف على موقف القوانين المقارنة من اشتراط حصول الطارح على موافقة الجهة المختصة على إجراء عملية الطرح الخاص.

فعلى صعيد التشريع المصري نجد ان دليل الطرح الخاص رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢ أوجب الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية كونها الجهة التي اناط بها المشرع مهمة الرقابة والإشراف على العمليات التي تحدث داخل السوق على القيام بتنفيذ عملية الطرح الخاص ، الا ان الدليل المذكور قد فرق بين حالتين، الاولى هي الطرح الخاص في السوق الأولية والطرخ الخاص في السوق الثانوية ، ففي الاولى يلزم الطارح للأسهم بتقديم طلب الطرح وجميع المستندات المتعلقة به الى الهيئة العامة للرقابة المالية ، وذلك قبل شهر على الأقل من البدء

بتنفيذ عملية الطرح الخاص، وعلى الهيئة العامة للرقابة المالية أن تبين رأيها في الطلب بالموافقة او الرفض خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديم الطلب ، اما الحالة الثانية وهي الطرح في السوق الثانوية فقد الزم دليل الطرح الطارح بتقديم الطلب للهيئة مرفقاً به المستندات والمعلومات كافة المتعلقة بعملية الطرح وذلك خلال اسبوعين فقط من الموعد المحدد للبدء بتنفيذ عمليات الطرح الخاص<sup>(١٩)</sup>.

وهناك رأي يذهب إلى القول بأنّ وجوب الحصول على موافقة الهيئة العامة على عملية الطرح هو أمر مطلوب ، إذ أنّ اغلب الأوراق المالية محل الطرح تكون من الأوراق المقيدة في السوق المالية المصرية والتي يتم تداولها بمجرد انتهاء القيود الواردة عليها، وعليه يجب أنّ تتوافر ادارة رقابية للهيئة من اجل التأكد من صحة وجدية الطرح والأوراق المالية المطروحة<sup>(٢٠)</sup>.

ويذهب الباحث إلى تأييد هذا الرأي فهو من ناحية يوفر الحماية للشركة المصدرة أو شخص الطارح ويجعلها بعيدة من صدور قرارات مفاجئة من قبل الهيئة بإيقاف او الغاء عملية الطرح الخاص ، ومن ناحية اخرى يمنح الاطمئنان للمستثمر نتيجة رقابة الهيئة وفحصها للمستندات والمعلومات المقدمة اليها من قبل الشركة الطارحة.

اما بالنسبة لموقف التشريع السعودي من موافقة الهيئة على عملية الطرح الخاص ، فلم يرد بقواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة السعودية ما يفيد بوجوب الحصول على الترخيص المسبق من قبل هيئة السوق المالية على اجراء عملية الطرح الخاص، خلافاً لما هو متبع بالنسبة لعمليات الاكتتاب العام، إذ اكتفت تلك القواعد في المادة (١١) و المعنونة (بمتطلبات الطرح الخاص) بالنص على (أ- لا يجوز لاي شخص طرح أوراق مالية طرحاً خاصاً مالم يستوف المتطلبين الآتيين: ١-.....، ٢- اشعار الطارح لهيأة السوق وفق متطلبات الملحق (١) او الملحق (٢) من هذه القواعد حيثما ينطبق قبل عشرة ايام على الاقل من التاريخ المقترح للطرح .....)<sup>(٢٨)</sup>. وقد منحت تلك القواعد سلطة للهيئة في اتخاذ الإجراءات اللازمة فيما إذا رأت أنّ طرح الأوراق المالية لا يصب في مصلحة المستثمرين، او يترتب عليه

إخلال بالنظام أو اللوائح التنفيذية، وذلك في المادة ( ١١ / ج/د) حيث نصت على أنه ( ج - إذا رأت بعد تقديم اشعار الطرح الخاص والمعلومات الأخرى ذات العلاقة بموجب الفقرة الفرعية ٢ من الفقرة أ به إليها ، ان طرح الأوراق المالية المقترح قد لا يكون في مصلحة المستثمرين او يمكن ان ينتج عنه اخلال بالنظام او لوائحه التنفيذية، فإنه يجوز لها اتخاذ الآتي: ١- إجراء أي استقصاءات تراها مناسبة بما في ذلك طلب حضور الشخص المعني ، او من يمثله امام الهيئة للإجابة عن أسئلتها او شرح المسائل التي ترى ان لها علاقة بالطرح الخاص ، ٢- أن تطلب من قبل الشخص المعني أو غيره تقديم معلومات إضافية أو تأكيد صحة المعلومات المقدمة بالطريقة التي تحددها الهيئة" ، د- وإذا قررت الهيئة بعد اتخاذها الاجراءات المنصوص عليها في الفقرة (ج) من هذه المادة - أن الطرح الخاص مازال في غير مصلحة المستثمرين، أو يمكن أن ينتج عنه إخلال بالنظام او لوائحه التنفيذية ، فيجوز للهيئة - بعد اعطاء الطارح فرصة كافية لتقديم وجهة نظره- اصدار تبليغ للطارح بعدم جواز القيام بالطرح الخاص ، او نشر "إخطار" يحظر طرح او بيع او نقل الأوراق المالية المتعلقة بالطرح الخاص)

وفي حالة قيام هيئة السوق المالية السعودية باعتماد مذكرة الطرح الخاص ، فإن الطارح لا يكون ملزماً بتبليغ الهيئة بالتطورات الجوهرية التي تطرأ على الأوراق المالية التي يجوز طرحها طرْحاً خاصاً ، وهذا ما نصت عليه المادة ( ١٤ ) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة السعودية ، إذ نصت على أنه ( مع مراعاة احكام هذا الباب ، لا يلزم طارح أوراق مالية طرْحاً خاصاً أن يبلغ الهيئة بأي تطورات جوهرية تتعلق بتلك الأوراق المالية).

ومن خلال النصوص القانونية المتقدمة يتضح لنا أن هيئة السوق المالية لها الحق إذا ما وجدت أن عملية الطرح الخاص تصب في غير مصلحة المستثمرين او تؤدي إلى الإخلال بنظام السوق او لوائحه التنفيذية إن لها الحق في رفض هذه العملية ، الا أن هذا الرفض من قبل الهيئة لا يعد الخطوة الأولى التي تلجأ إليها ، بل يكون الخطوة النهائية في حالة إذا لم تفلح الاجراءات المنصوص عليها في الفقرة (ج) في تحقيق المرجو منها ، او إن عملية الطرح لاتزال في غير مصلحة المستثمرين او تخل بالنظام او لوائحه ، فيكون لها في الحالة هذه وبحسب

الفقرة (د) أنّ تخطر الطرح بعدم القيام بعملية الطرح، أو أنّ تحظر بيع الأوراق لحين زوال الاسباب التي تدعو ذلك .

ونخلص مما تقدم ، أنّ النظام السعودي اكتفى بالأخطار فقط من قبل الطرح للهيئة وقبل عشرة أيام من موعد الطرح ، ويفسر عدم اعتراض الهيئة خلال هذه المدة بأنها موافقة ضمنية للطرح للاستمرار والسير في اجراءات الطرح الخاص ، وأنّ عملية الطرح مستوفية لكافة الشروط القانونية اللازمة لها ، وبخلاف ذلك تعترض الهيئة بموجب الصلاحية المخولة لها بموجب المادة ( ١١ / ج-د ) من قواعد طرح الأوراق المالية .

اما بالنسبة لموقف التوجيه الأوربي الخاص بنشرات الاكتتاب والطرورات فلم يشتمل على اية قواعد او احكام تخص تنفيذ عملية الطرح الخاص، إذ اكتفى بتحديد النطاق لهذه العملية بتحديد الاشخاص المؤهلين، والأوراق المالية التي يجوز طرحها طرْحاً خاصاً .

اما فيما يتعلق بموقف المشرع العراقي فهو الآخر لم ينظم عملية الطرح الخاص ولم يضع القواعد والاحكام الخاصة بها، ونأمل من المشرع العراقي عند وضع قانون سوق الأوراق المالية الاشارة إلى تنظيم تلك العملية لما فيها من فائدة تؤدي إلى تطوير الشركات.

## الفرع الثاني

### المعلومات الواجب توافرها في نشرة الطرح الخاص

ألزم دليل الطرح الخاص المصري الشخص الطرح بإعداد مذكرة معلومات يتم توزيعها على المستثمرين المؤهلين والمخاطبين بالطرح الخاص، مرفقاً بها كافة المستندات التي تؤيد المعلومات والبيانات الواردة فيها، ونص دليل الطرح الخاص المصري على المعلومات التي يجب ان تتضمنها تلك المذكرة وهي كالآتي: ( انبذة عن الشركة والصناعة أو القطاع الذي تعمل به الشركة، ٢-كافة المخاطر الحالية والمستقبلية التي تحيط بهذا النوع من الاستثمار، ٣-نشاط الشركة واستثماراتها وملكيتهما للأصول الثابتة، ٤ -العناصر التي تم على أساسها تحديد السعر



المعروض للطرح) وقد اشار قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٤٨ لسنة ٢٠١٩ بشأن ضوابط واجراءات الطرح العام والخاص إلى طرق تحديد سعر الطرح، إذ جاء فيه (ثانياً: سعر الطرح ) يجب على الشركة التي ترغب في طرح اوراقها المالية ابرام عقد مع مدير الطرح لتنفيذ عملية ترويج وتغطية وتنفيذ الاكتتاب، ويحدد بالعقد آلية تحديد سعر الطرح ويتم الافصاح عن ذلك بنشرة الطرح المعتمدة من الهيئة وذلك بإحدى الطرق الآتية ( ١- الطرح على اساس السعر المحدد: ويتم الاتفاق في هذه الطريقة بين الشركة المصدرة للأوراق المالية ومدير الطرح على تحديد سعر ثابت للطرح في ضوء دراسة القيمة العادلة للشركة. ب- الطرح وفقاً لآلية البناء سعري: يتم الاتفاق في هذه الطريقة بين الشركة المصدرة للأوراق المالية ومدير الطرح على استخدام طريقة استكشاف سعر الطرح من خلال طلبات المستثمرين عند مستويات سعرية مختلفة بعد غلق فترة تلقي الطلبات ، ويتم تلقي طلبات الاكتتاب وعروض الشراء من خلال نظم الية بالهيئة ، ولا يتم الاطلاع عليها الا من خلال الهيئة ومدير الطرح). ٥- الأسباب التي دعت الشركة إلى اتخاذ قرار زيادة رأس المال والأوجه التي تعتمده الشركة استخدام حصيلة هذه الزيادة فيها وأثر إصدار أسهم جديدة على حصة المساهمين القائمين، ٦- تصور الشركة عن التغيرات المنتظرة في الهيكل التمويلي نتيجة الزيادة التي ستطرأ على رأس المال. ٧- بيان بأعضاء مجلس الإدارة وكذا المديرين والمسؤولين الرئيسيين بالشركة. ٨- بيان بأسماء المساهمين الذين يمتلكون أكثر من ٥% من أسهم الشركة. ٩- بيان ما يتقاضاه أفراد الإدارة العليا سنوياً. ١٠- إيضاح درجة القرابة ما بين أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء الإدارة العليا، ١١- الموقف من القضايا المرفوعة من الشركة أو عليها وما قد يترتب على ذلك من حقوق للشركة أو التزامات عليها. ١٢- إيضاح الموقف الضريبي للشركة. ١٣- القوائم المالية للشركة عن الثلاث سنوات السابقة بالإضافة إلى أحداث مركز مالي ويتم تقديم القوائم المالية المنفصلة والمجمعة إن وجد. ١٤- شروط الاكتتاب بالأوراق المالية المطروحة<sup>(٢٢)</sup>.

ومن خلال ما تقدم نجد أنّ دليل الطرح الخاص أعلاه لم يشترط الحصول على اعتماد الهيئة العامة للرقابة المالية لمذكرة المعلومات المعدة للطرح الخاص، على خلاف ما هو عليه في

عمليات الاكتتاب العام إذ يلزم فيه اعتماد الهيئة لنشرة الاكتتاب قبل القيام بالطرح ، وهذا ما اشارت إليه المادة (٤) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة (٤٠ من لائحته التنفيذية والتي توجب الحصول على قيام الهيئة باعتماد أية نشرة معدة لطرح أوراق مالية في اكتتاب عام<sup>(٢٣)</sup>.

وهناك رأيان بخصوص هذه المسألة فقد ذهب الرأي الاول إلى أنه يجب على القرار اشتراط اعتماد الهيئة لمذكرة المعلومات وليس مراجعتها فقط، لكي يتبين للهيئة التأكد من جدية الطرح وسلامة اجراءاته ، وعلى أن ينظم ذلك في اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ، وليس بموجب دليل الطرح الخاص ، وهذا ما اتبعته المادة (٣٠٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بما يتعلق بكل من صناديق الاستثمار والتوريق، حيث ساوت بين نشرة الاكتتاب في حالة الطرح العام ومذكرة المعلومات في حالة الطرح الخاص من حيث المعلومات التي ينبغي أن تتضمنها كل منهما ووجوب التقدم بهما للهيئة ، من أجل الحصول على موافقتها، إذ نصت تلك المادة على أنه( يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب في سندات التوريق أو مذكرة المعلومات بالإضافة إلى البيانات المقررة في هذه اللائحة .....، ويجب اعتماد البيانات من قبل رئيس مجلس إدارة شركة التوريق، وبالشركة المحيلة وشركة الترويج والتغطية، ومراقب الحسابات، والمستشار القانوني ، وذلك بحسب الأحوال) .

اما الرأي الثاني فهو على نقيض الرأي الأول، ويرى أن عدم النص على ضرورة اعتماد الهيئة لنشرة الطرح ومذكرة المعلومات لا يدل على جواز تنفيذ عملية الطرح الخاص دون الحصول على اعتماد الهيئة لمذكرة المعلومات، وفي هذه المسألة يتم الرجوع إلى القواعد القانونية الحاكمة للموضوع فإن خلت من ثمة نص يطبق عليها، يتم الرجوع إلى العرف السائد ، أي القواعد القانونية الحاكمة لسوق المال، وهذه القواعد قد ساوت في مواضع كثيرة بين الاكتتاب العام والطرح الخاص ، لاسيما نص المادة(١٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري ، والتي ذهبت إلى عدم جواز طرح وثائق الاستثمار في اكتتاب عام او طرح خاص الا بعد تقديم المعلومات المطلوبة للهيئة والحصول على موافقتها في هذا الشأن ، ومن هنا

يمكن أن نستدل على ضرورة اعتماد الهيئة العامة لنشرة الطرح ومذكرة المعلومات الخاصة بعملية الطرح الخاص. ومن خلال ذلك نستطيع القول أن اعتماد الهيئة لمذكرة المعلومات ونشرة الطرح الخاص هو التزام قانوني يقع على عاتق الطارح في الطرح الخاص<sup>(٢٤)</sup>.

ويذهب الباحث إلى ترجيح الرأي الثاني في هذا الخصوص، إذ أن عملية الطرح الخاص هي أسلوب جديد للتداول وأن قواعده واحكامه مازالت غير كاملة ومتطورة، والطارح الذي يرغب في بيع أسهمه يحتاج إلى زيادة الثقة والاطمئنان بهذه العملية حتى يستقطب شريحة المستثمرين وبالتالي بيع الأوراق المالية التي يرغب ببيعها، فبديهي يحتاج إلى اعتماد الهيئة للمعلومات الواردة في مذكرة الطرح لتحقيق ما يرغب به.

وتضمن دليل الطرح الخاص الصادر عن هيئة الرقابة المالية، أن يرفق بمذكرة المعلومات شهادة من مراقب الحسابات للشركة، بصحة البيانات المالية الواردة بالمذكرة ومطابقتها لمتطلبات القانون واللائحة التنفيذية، وشهادة من المستشار القانوني للشركة توضح مدى قانونية عملية الطرح الخاص وعدم مخالفتها لأحكام القوانين السارية، فضلاً عن المستندات الأخرى كافة التي تطلبها الهيئة.

أما بالنسبة للمعلومات الواجب توافرها في مذكرة الطرح الخاص في النظام السعودي، فلم يتم تحديد أية معلومات ينبغي اتاحتها للمستثمرين في الطرح الخاص، إلا أن قواعد طرحة الأوراق المالية والالتزامات المستمرة نصت على ضرورة تضمين مذكرة الطرح الخاص بجميع المعلومات المهمة و المتعلقة بالطرح الخاص، لتمكين المستثمرين المؤهلين من اتخاذ القرار الاستثماري السليم بالمشاركة بعملية الطرح او عدمها، ويجب ان تكون هذه المعلومات صحيحة وواضحة وغير مضللة، إذ نصت المادة (١٣) من هذه اللائحة والمعنونة (بالمعلومات المقدمة إلى المستثمرين واعلانات الطرح الخاص) وذلك في الفقرة (أ) على أنه (أ) - يجب على الطارح إن يتأكد من تزويد المستثمرين بالمعلومات الكافية عن الطرح الخاص لتمكينهم من اتخاذ قرار استثماري سليم مبني دراية وادراك، ويجب أن تكون تلك المعلومات كاملة وواضحة وصحيحة وغير مضللة،..)، بالإضافة إلى أن الملحق رقم (١) من القواعد ذاتها قد حددت الحد الأدنى

من المعلومات الواجب توافرها في مذكرة الطرح الخاص وأشارت إليها بطريقة تفصيلية وهي: (١) اسم المصدر للورقة المالية، ومكان تسجيله وعنوان ومقر عمله الرئيسي وعدد وانواع الاوراق المالية المراد طرحها. ٢- اسم الطارح ومكان تسجيله وعنوان المقر الرئيسي. ٣- اقرار بان الطارح يرغب في إجراء طرح خاص ويحدد فيه أي حالة من حالات الطرح الخاص المنصوص عليها في المادة الثامنة من هذه اللائحة. ٤- اسم الشخص المرخص له، الذي سيتم الطرح بواسطته. ٥- التواريخ المقترحة لبدء العملية وانتهاءها. ٦- نوع الورقة المالية المراد طرحها. ٧- سعر طرح الاوراق المالية (بالريال السعودي). ٨- عدد المطروح عليهم. ٩- عدد الاوراق المالية وانواعها والتي سبق اصدارها خلال الأثني عشر شهر الماضية. ١٠- المبلغ الأدنى الذي ينبغي سداده من كل مطروح عليه ان وجد، ١١- العدد الكلي للأوراق المالية المراد طرحها، والعدد الاجمالي للأوراق المالية التي سبق اصدارها، ١٢- ايضاح تماثل الأوراق المالية المطروحة أو اختلافها مع بيان اوجه الاختلاف، ١٣- تفاصيل أي مخالفة تتطوي على غش أو خيانة امانة أو أي مخالفة منصوص عليها في النظام أو لوائحه أو قواعد السوق، أو في أي نظام آخر متعلق بالشركات أو غسل الاموال إذا كان الطارح أو أي اعضاء مجلس الادارة أو كبار التنفيذيين أو الشركاء المسيطرين أو الشركاء المؤسسين في الطارح قد ادين من قبل سلطة قضائية بارتكاب أي من ذلك، بما في ذلك تفاصيل الخاصة بالطرف المدان واسم السلطة القضائية التي حكمت بإدانة ذلك الشخص وتاريخ الإدانة والتفاصيل الكاملة عن المخالفة والعقوبة التي أوقعت).

ونستخلص مما تقدم: إنّ المشرع السعودي كان الاوفق في اختيار المعلومات التي يجب أن تتضمنها مذكرة الطرح الخاص، إذ تناولها بصورة اكثر تفصيلاً من المشرع المصري، بحيث يستطيع المستثمر المؤهل أن يبني قراره الاستثماري على اسس صحيحة وواضحة.

## المطلب الثاني

### الإجراءات المتبعة عند الإعلان عن الطرح الخاص

أن عملية الطرح الخاص تتطلب الإعلان عنها من أجل إتاحة الفرصة للمستثمرين العلم بها والمشاركة فيها، وهذا الإعلان يتم بوسيلة معينة، وخلال مدة زمنية محددة يبقى مفتوحاً خلالها لقبول مشاركة المستثمرين المؤهلين. وعليه سنقسم هذه المطلب على فرعين، سنتناول في الأول وسيلة الإعلان عن الطرح الخاص، في حين سنخصص الثاني الى بيان مدة الإعلان عن الطرح الخاص .

### الفرع الأول

#### وسيلة الإعلان عن الطرح الخاص

إنّ عملية الطرح الخاص كغيرها من أساليب تداول الأوراق المالية الأخرى، تحتاج إلى الإعلان عنها من أجل احاطة المستثمرين المؤهلين علماً بوجودها، وقد اختلفت التشريعات المقارنة حول الوسيلة التي يتم بها الإعلان عن الطرح الخاص، فبعضها نص على وسيلة معينة يجب الالتزام بها ، في حين اغفل بعض الآخر منها الإشارة إلى ذلك ، وتبعاً لذلك سنبين موقف التشريعات المقارنة من ذلك .

فعلى صعيد التشريع المصري ، نصت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في المادة (٢٢١) منه على أنّه يجب ( أنّ يتسم كل إعلان يصدر عن الشركة بالأمانة والدقة وأنّ يتضمن كافة البيانات التي يجب الإفصاح عنها او التي تعتبر ضرورية بحسب موضوع الإعلان وطبيعة الجمهور الموجه اليه بما يتيح تفهم الاعلان وتقييم موضوعه ، ويحظر على الشركة حجب اية حقائق او معلومات جوهرية بشكل قد يؤثر على سلامة اتخاذ عملائها ، او أي فرد من افراد الجمهور الموجه اليه الإعلان لقراراتهم، او احداث أي نوع من التضليل او الالتباس لديهم، ولا يجوز أنّ يتضمن الإعلان أي تصريح مبالغ فيه أو ذي تأثير مضلل، ويقصد بالإعلان التوجه إلى الجمهور بمعلومات أو بمواد يتم نشرها أو تداولها على أي

نحو ، وفي اية مناسبة من خلال إحدى الوسائل البصرية أو السمعية ، المحلية أو الاجنبية ، المكتوب منها أو المذاع أو المنقول بوسيلة الكترونية أو بأية وسيلة اخرى، ويقصد بالجمهور الأشخاص غير المحددين مسبقاً والذين لا تربطهم بالشركة أو بمديرها أو العاملين بها علاقات سابقة و ممن يتصل بعلمهم أي اعلان تقوم به الشركة ). كما ونصت المادة (٢٢٣) من اللائحة ذاتها على أنه (يجب أن تتضمن اعلانات طرح أو بيع الأوراق المالية والتقارير أو الابحاث التي تنشر عن الأوراق المالية أو سوقها أو الشركات المصدرة لها اسم الجهة التي اعدت الإعلان او البحث وتاريخ نشره لأول مرة في حالة تكرار النشر بالإضافة الى البيانات المالية الرئيسية عن الشركة مصدرة الأوراق المالية او التي يتعلق الإعلان بها وذلك وفقاً للقواعد التي تضعها الهيئة )، ونصت المادة (٢٢٤) من اللائحة على أنه ( تلتزم الشركة بالتحقق من صحة ودقة البيانات والمعلومات التي يتضمنها الإعلان الذي تقوم به ومراعاة عدم تكرار الإعلان دون التأكد من ان المعلومات الواردة به لاتزال صحيحة في كل مرة يتم فيها نشر الإعلان او اذاعته او القيام به على نحو آخر ، وعلى الشركة بصفة خاصة أن تتحقق من أسعار الأوراق المالية التي يرد ذكرها في الإعلان وبيان ما إذا كانت أسعار إقبال أم أسعار تداول أم قيم اسمية) ، وفي الوقت الذي لزم دليل الطرح الخاص الطارح أو الوسيط (المروج) من عدم نشر اية معلومات تتعلق بعملية الطرح الخاص فقد ذهب إلى النص على أنه(الزام الشركة المصدرة للأسهم المطروحة طرْحاً خاصاً ، بأن تعلن ملخص عن عملية الطرح الخاص ومدى تأثيره على الهيكل التمويلي للشركة ، من خلال جريديتين صباحيتين يوميتين واسعتي الانتشار خلال اسبوع واحد من تاريخ موافقة الهيئة العامة على عملية الطرح الخاص) (٢٥) ، وذهب رأي إلى أن ذلك لا يعد إعلان او دعوة للاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة ، وانما يعد وسيلة لإعلام المساهمين القدامى بمدى تأثير الطرح الخاص عليهم وعلى مساهمتهم في الشركة المصدرة للأسهم(٢٦).

على حين ذهب رأي آخر إلى أن الغرض من الإعلان والإفصاح عن المعلومات ونسبة ملكية المساهمين في الشركة ما هو الا مجرد لفت نظر مساهمي الشركة الحاليين والمحتملين الى

المساهم الجديد المؤثر في الشركة ، لكي يتمكن المساهمين من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على ضوء ذلك، إذ أنّ هذا التغيير في ملاك الشركة قد يترتب عليه تغيير في مجلس ادارتها أو سياستها الاستثمارية<sup>(٢٧)</sup> .

ويوجد رأي ثالث يرى أنّه يجب قصر الحظر المنصوص عليه بدليل الطرح والذي يقضي بعدم جواز قيام الطارح أو المروج بنشر اية معلومات عن عملية الطرح الخاص أو القيام بأية عملية بهدف الدعاية في اي وسيلة من وسائل الاعلام على المرحلة السابقة لاعتماد الهيئة العامة للرقابة المالية لنشرة الطرح الخاص ومذكرة المعلومات ، اما بعد الحصول على الموافقة على تنفيذ عملية الطرح فيجب السماح للطارح أو المروج أو وكيلهما بنشر الإعلان عن العملية المراد تنفيذها لتعذر الوصول إلى الاشخاص المؤهلين والمخاطبين بعملية الطرح من اجل اعلامهم بها، إذ أنّ النشر في هذه الحالة لا يتضمن تفاصيل دقيقة عن العملية التي تكفلت ببيانها نشرة الطرح ومذكرة المعلومات<sup>(٢٨)</sup> .

ومن خلال استقراء النصوص القانونية السابقة التي وردت باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، يتبين لنا ان المشرع المصري قد انتهج طريق الإعلان في الصحف والجرائد اليومية الواسعة الانتشار في كل ما يتعلق بالأوراق المالية، وعليه يجب نشر الإعلان عن عملية الطرح الخاص عن طريق الصحف والجرائد اليومية لاسيما أنّ الاشخاص المؤهلين محددين بصفاتهم لا بذواتهم.

ويرى الباحث تأييد هذا الرأي، ذلك لأنّ الطارح لم تتوافر لديه اية معلومات تتعلق بالأشخاص المؤهلين للمشاركة والدخول في عملية الطرح الخاص ، وبالتالي فالإعلان يجعل هؤلاء الاشخاص يعلمون بعملية الطرح من خلال الإعلان عن الطرح وشروطه ، وبعدها يتمكنون من التوجه الى الطارح أو وكيله أو المروج لطلب الدخول والمشاركة في عملية الطرح ، وفي هذه الحالة يجب على الطارح أو المروج التأكيد من ان هذا الشخص تتوافر فيه الشروط التي تجعله يتمتع بصفة المستثمر المؤهل ، بحسب ما نص عليه دليل الطرح الخاص رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢ .

ومن الناحية العملية يجب الإعلان عن عملية الطرح الخاص من خلال الصحف والجرائد اليومية، إذ غالباً ما تتم عملية الطرح الخاص مع عملية الطرح العام في نشرة طرح واحدة يتم اعتمادها من قبل الهيئة العامة للرقابة<sup>(٢٩)</sup>، وهذا لا يؤثر على الطبيعة المغلقة لعملية الطرح الخاص، إذ أنّ المعلومات الجوهرية والاساسية عن العملية تتفرد بذكرها نشرة الطرح ومذكرة المعلومات فقط وهذه لن تعطى الا للمستثمر المؤهل، وعليه فإنّ الإعلان في عملية الطرح الخاص يعد وسيلة للإعلام بالطرح دون الإعلان عن التفاصيل الخاصة به الواردة في نشرة الطرح ومذكرة المعلومات.

اما بالنسبة للتشريع السعودي، فقد نصت المادة (١٣) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية والمعنونة ب( إعلانات الطرح الخاص) على أنه: (لا يجوز لأي شخص وضع أو إرسال أي إعلان عن أوراق مالية كما هو معروف في (لائحة الأشخاص المرخص لهم ولائحة اعمال الأوراق المالية) يتعلق بالطرح الخاص من دون أن يستوفي الإعلان عن الأوراق المالية متطلبات لائحة أعمال الأوراق المالية ولائحة الأشخاص المرخص لهم ذات العلاقة) .

ويفهم من هذا النص عدم جواز القيام بالإعلان عن الأوراق المالية مالم يكن الإعلان موجهاً للأشخاص المؤهلين الذين يجوز عرض الطرح الخاص عليهم وفقاً لأحكام هذه اللائحة، وهو أمر بديهي ومنطقي فطالما أنّ هؤلاء الأشخاص هم فقط من يحق لهم الدخول والمشاركة في عملية الطرح الخاص فيجب قصر الإعلان عليهم من دون غيرهم ، الا أنّ نص المادة (١٣) من قواعد طرح الأوراق المالية سألقة الذكر لم تبين المقصود بالإعلان عن عملية الطرح الخاص والشروط الواجب توافرها فيه ، تاركة الأمر في ذلك لكل من لائحة أعمال الأوراق المالية ولائحة الأشخاص المرخص لهم السعودية .

وبالرجوع إلى لائحة اعمال الأوراق المالية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم ٢-٨٣-٢٠٠٥ وتاريخ ١٤٢٦/٥/٢١هـ الموافق ٢٠٠٥/١٦/٢٨م بناء على نظام السوق المالية الصادرة بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/١٦/٢هـ، نجد انها قد



خصصت الباب الثالث منها والمعنون ب(إعلانات الأوراق المالية) لبيان المقصود بالإعلان عن الأوراق المالية وشخص القائم به والاستثناءات المقررة في هذا الشأن من المواد ١٦-٢٠، حيث تصدت المادة (١٦) منه لبيان المقصود بعملية الإعلان عن الأوراق المالية فنصت على أنه: (أ- الإعلان عن الأوراق المالية يعني أي إعلان شفهي أو كتابي أو إلكتروني أو أذاعي يتم في سياق النشاط التجاري بغرض دعوة شخص أو تشجيعه على ممارسة نشاط الأوراق المالية. ب- في هذا الباب تشمل الإشارة إلى وضع إعلان عن أوراق مالية أو إرساله أي ترتيب لوضع أو إرسال الإعلان عن الأوراق المالية، ولا يشمل ذلك العمل كمجرد وسيلة لتمرير المعلومات دون القدرة على تعديل محتوياتها ) . اما المادة (١٧) من لائحة الاعمال ذاتها والمعنونة ب(الإعلان عن الأوراق المالية) فقد نصت في هذا الشأن على أنه: (يحظر على أي شخص وضع أو ارسال أي اعلان عن أوراق مالية إلى شخص في المملكة الأ:١- إذا كان الشخص المعلن شخصاً مرخصاً له ٢٠- إذا كانت محتويات الإعلان عن الأوراق المالية معتمدة لأغراض هذا الباب من شخص مرخص له).

ويستثنى من الحظر المنصوص عليه في هذه المادة والذي يقضي بضرورة أن يكون القائم بالإعلان شخصاً مرخصاً له أو أن تكون محتويات الإعلان معتمدة على الأقل من قبل شخص مرخص له وهذا ما نصت عليه المادة (٢٠) من هذه اللائحة ، والمعنونة (بالاستثناءات): (يستثنى إعلان الأوراق المالية من الحظر المنصوص عليه في المادة (١٧) من هذه اللائحة إذا: ١- كان يتعلق بنشاط أوراق مالية مستثنى من أعمال أوراق مالية بموجب هذه اللائحة ٢- تم إرساله إلى شخص مرخص له ، أو إلى شخص مستثنى من قبل شخص يسعى إلى الحصول على معلومات فيما يتعلق بخدمات أعمال الأوراق المالية ، أو الحصول على تلك الخدمات . ٣- تم إرساله من قبل شخص مستثنى ، وتعلق بنشاطات ذلك الشخص المستثناة . ٤- تم توجيهه فقط إلى اشخاص مرخص لهم ، أو إلى اشخاص مستثنى ، أو إلى شركات استثمارية . ٥- تم إرساله من قبل عضو مجموعة إلى عضو آخر في المجموعة نفسها ٦- تم إرساله من قبل من يشارك في مشروع مشترك إلى شخص آخر يشارك أو من المحتمل ان

يشارك في هذا المشروع ، لأغراض ذلك المشروع المشترك ٧- تم إرساله من قبل صحفي يتصرف بهذه الصفة. ٨- تم إرساله من شخص يتصرف في سياق نشاط تجاري يشتمل على إرسال أو توزيع مواد تسويقية أو معلومات. ٩- كان مطلوباً إرساله بموجب أنظمة المملكة بما في ذلك اللوائح التنفيذية. ١٠- كان موجهاً إلى اشخاص يملكون أوراقاً مالية صادرة عن واضع الإعلان ، أو اشخاص لهم الحق في الحصول على تلك الأوراق المالية ، أو دائنين لواضع الإعلان). وبالرجوع الى المادة (١٩) من لائحة أعمال الأوراق المالية السالفة الذكر فقد وضحت الأحوال التي يعتبر فيها الإعلان عن الأوراق المالية قد تم وضعه أو إرساله إلى شخص في المملكة العربية السعودية والأحوال التي لا يعتبر فيها هذا الإعلان قد تم ، تحت عنوان الإعلان في المملكة إذ نصت على أنه: أ- مع مراعاة ما ورد في الفقرة (ب) من هذه المادة ، يعتبر الإعلان عن أوراق مالية قد تم وضعه أو إرساله إلى شخص في المملكة إذا كان الاطلاع عليه متاحاً للأشخاص في المملكة، ويشمل ذلك الإعلان عبر الانترنت. ب- لا يعتبر الإعلان عن أوراق مالية قد تم وضعه أو إرساله إلى شخص في المملكة إذا كان موجهاً فقط إلى اشخاص خارج المملكة. ج- يعتمد تحديد ما إذا كان الإعلان عن الأوراق المالية موجهاً فقط إلى اشخاص خارج المملكة على الوقائع بحسب الظروف المصاحبة بما في ذلك تلك التي تتعلق بالإعلان عن أوراق مالية ومحتوياته).

اما عن لائحة الاشخاص المرخص لهم الصادرة عن مجلس ادارة هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم ١-٨٣-٢٠٠٥ وتاريخ ٢١/٥/١٤٢٦ هـ الموافق ٢٨/٦/٢٠٠٥ م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ٢/٦/١٤٢٤ هـ ، فقد خصت الفصل الثاني من الباب الخامس منها والمعنون ب ( إعلانات الأوراق المالية ) إذ بينت فيه نطاق سريان القواعد المقررة في هذا الفصل من المادة (٣٢) وحتى المادة (٣٥) ، فالمادة (٣٢) منها بينت نطاق تطبيق هذا الفصل فنصت على أنه: (نطاق التطبيق: يسري هذا الفصل على جميع الإعلانات عن الأوراق المالية التي يقوم بها الشخص المرخص له في

المملكة ، أو يوافق عليها لإرسالها من قبل شخص آخر ، ولا يسري على إعلان مستثنى بموجب لائحة أعمال الأوراق المالية).

يتبين لنا من نص هذه المادة أنّ القواعد المقررة في الفصل الثاني من الباب الخامس من هذه اللائحة تسري فقط على عملية الإعلان عن الأوراق المالية ، التي تتوافر فيها الشروط المنصوص عليها بلائحة اعمال الأوراق المالية التي سبق بيانها ، ومنها الإعلان عن عملية الطرح الخاص ، إذ لا تسري هذه القواعد على الحالات المستثناة بموجب نص المادة (٢٠) من لائحة أعمال الأوراق المالية ، ويرجع السبب في ذلك أنّ غالبية هذه الحالات تتم في حيز المجموعة الواحدة مما يعني إتاحة المعلومات إلى احد الشركاء في مشروع ما ، او إلى شخص يمكن أن يشارك فيه .

اما عن المادة (٣٣) (٣٤) فقد وضحتنا أسلوب أو نوع الإعلان عن الأوراق المالية ، إذ بينت هذه المادتين أنّ هناك أسلوبين للإعلان عن الأوراق المالية معتمد عليهما في النظام القانوني السعودي، فالأسلوب الأول نصت عليه المادة (٣٣) وهو الإعلان عن الأوراق المالية المعدة مسبقاً . أما الاسلوب الثاني فقد تكفلت ببيانه المادة (٣٤) وهو اسلوب الاتصال المباشر، إذ أشارت إلى: (إعلانات الأوراق المالية المعدة مسبقاً: أ- يعني إعلان الأوراق المالية المعد مسبقاً أي إعلان عن أوراق مالية يتم إعداده بشكل مسبق، ويرسل كتابياً أو إلكترونياً أو غير ذلك لشخص واحد أو أكثر. ب- قبل إرسال إعلان الأوراق المالية المعدة مسبقاً ، أو اعتماد محتوياته لإرساله من قبل شخص آخر يجب على الشخص المرخص له التأكد من الآتي: ١- استيفاء إعلان الأوراق المالية لمتطلبات هذا الباب بعد اعتماده من مسؤول معين لدى الشخص المرخص له. ٢- أنّ الإعلان واضح وعادل وغير مضلل. ج- يجب أنّ يكون إعلان الأوراق المالية المعد مسبقاً مطابقاً لمتطلبات المنصوص عليها في الملحق (٥-١). د- إذا كان إعلان الأوراق المالية المعد مسبقاً يتعلق بأوراق مالية معينة يجب في هذه الحالة أنّ يحتوي على معلومات كافية لتمكن أي شخص من اجراء تقويم مدروس للأوراق المالية او لنشاط الأوراق المالية ذي العلاقة. هـ- إذا علم الشخص المرخص له أنّ إعلان الأوراق المالية المعد مسبقاً لا

يستوفي المتطلبات المنصوص عليها في هذا الباب يجب عليه سحب الإعلان بأسرع وقت ممكن  
و- يجب على الشخص المرخص له الاحتفاظ بسجل كامل بكل إعلان أوراق مالية معد مسبقاً  
اعتمده وتأكد من مطابقته للمتطلبات).

كما أقت هذه المادة على الشخص المرخص له \_ بممارسة نشاط ترتيب الأوراق المالية \_  
القائم بالإعلان عن الأوراق المالية المعدة مسبقاً قانونياً، يتمثل بضرورة سحب الإعلان  
في اسرع وقت ممكن إذا علم أنه لا يستوفي المتطلبات المنصوص عليها قانوناً، والزمته ايضاً  
بالاحتفاظ بسجل كامل بكل إعلان عن أوراق مالية معد مسبقاً سبق له أن تم اعتماده وتأكد من  
مطابقته للمتطلبات المطلوبة قانوناً .

اما النوع الثاني من انواع الإعلان عن الأوراق المالية المعتمدة في النظام السعودي، هو  
أسلوب الاتصال المباشر والذي نصت عليه المادة (٣٤) من لائحة الاشخاص المرخص لهم ، إذ  
نصت على أنه: (الاتصال المباشر: أ- يعني الاتصال المباشر أي اعلان عن أوراق مالية لا  
يكون إعلان عن أوراق مالية معد مسبق، بما في ذلك أي اجتماع مع عميل فرد او عميل فرد  
محتمل، او مكالمة هاتفية ، أو عرض ، او أي حوار تفاعلي، مباشر مع شخص او اكثر. ب-  
قبل القيام بالاتصال المباشر يجب على الشخص المرخص له التأكد من الآتي: ١-موافقة  
المتلقي على استلام إعلان الأوراق المالية. ٢- او أنّ المتلقي لديه علاقة عميل فرد مع الشخص  
المرخص له ويتوقع بموجب هذه العلاقة أنّ يتلقى هذا النوع من إعلانات الأوراق المالية .، ج-  
يجب على الشخص المرخص له التأكد من أنّ أي شخص يقوم باتصال مباشر نيابة عنه، بما  
في ذلك أي شخص مسجل او أي موظف اخر: ١- يقوم بذلك بطريقة واضحة وعادلة وغير  
مضللة. ٢- ولا يعطي أي افادات كاذبة او مضللة. ٣- ويوضح غرض إعلان الأوراق المالية  
في بداية الاتصال، ويعرف عن نفسه وعن الشخص المرخص له الذي يمثله. ٤- ولا يقوم  
بالاتصال بأي شخص في غير اوقات العمل ما لم يكن الشخص قد وافق مسبقاً على ذلك  
الاتصال. د- يجب على الشخص المرخص له وضع قواعد سلوك تلزم الأفراد الذين يسعون  
للحصول على أعمال نيابة عن الشخص المرخص له بعدم اتباع اساليب الضغط او اعطاء أي

افادات مضللة او خادعة ، وأنّ عليهم ايضاح اغراضهم وهوياتهم للعملاء الافراد او للعملاء الافراد المحتملين).

ووفقا لنص هذه المادة فإن هذا الاسلوب يختلف عن الاسلوب الاول للإعلان عن الاوراق المالية

\_ الإعلان المعد مسبقاً\_ والذي يجب أن يتم اعداده اولاً ومن ثم ارساله بأية طريقة من طرق الارسال ( كتابياً أو إلكترونياً...) إلى الشخص المخاطب به ، اذ ان هذا الاسلوب ( الاتصال المباشر) لا يمكن تصوره الا أنّ يكون شفهيّاً، اذ يقصد به حسب نص المادة (٣٤): (أي اعلان عن أوراق مالية لا يكون إعلان عن أوراق مالية معد مسبقاً، وقد اوردت هذه المادة امثلة عما يمكن أن يكون إعلاناً غير معد مسبقاً ومن ثم يعتبر من قبيل الاتصال المباشر اي اجتماع مع عميل فرد او عميل فرد محتمل ، او عرض، او مكالمة هاتفية ، او أي حوار تفاعلي مباشر مع شخص او اكثر، والقاسم المشترك بين الامثلة هذه انها لا يمكن القيام بها الا شفاهاً) (٣٠) .

واخيراً فقد اوردت المادة (٣٥) من لائحة الاشخاص المرخص لهم حظراً على الشخص المرخص له ينبغي عليه الالتزام به عند قيامه هو او من ينوب عنه بإرسال إعلانات الأوراق المالية ، إعلان أوراق مالية لعميل فرد يتعلق بصناديق الاستثمار غير المخصصة للأفراد او بمشتقات الأوراق المالية، الا اذا قدر أنّ الأوراق المالية ملائمة للعميل الفرد وكان لهذا التقدير ما يبرره، إذ نصت هذه المادة على أنّه: (يجب على الشخص المرخص له عدم ارسال إعلان أوراق مالية لعميل فرد يتعلق بصندوق استثمار غير مخصص للفرد او بمشتقات الأوراق المالية ، الا إذا قرر أنّ الأوراق المالية ملائمة لذلك العميل الفرد) .

وفيما يتعلق بموقف التوجيه الأوربي الخاص بنشرات الاكتتاب والطروحات من الإعلان عن عملية الطرح الخاص ، فقد اشارت المادة (١٣) منه على اعفاء عملية الطرح الخاص من الالتزام بنشر نشرة الطرح ، إذ نصت على أنّه (٢- لا ينطبق الالتزام بنشر نشرة الطرح على انواع عمليات الطرح التالية ، أ- عملية طرح الاوراق المالية الموجهة فقط للمستثمرين المؤهلين ، الا أنّه وبالرجوع الى المادة (١٥) من التوجيه ذاته والمعنونة (بالإعلانات ) فنجد انها قد

اشارت في الفقرة (٥) منها على أنه ( عندما لا تكون هناك حاجة إلى اصدار نشرة الاكتتاب العام ، وفقاً لهذا التوجيه يتم الافصاح عن المعلومات المؤهلة التي تقدمها الجهة المصدرة للأوراق المالية أو الجهة التي تقوم بطرح الأوراق المالية والموجهة إلى المستثمرين المؤهلين او فئات خاصة من المستثمرين، بما في ذلك المعلومات التي يتم الكشف عنها في سياق الاجتماعات المتعلقة بطرح الأوراق المالية، لجميع المستثمرين المؤهلين او فئات خاصة من المستثمرين الذين يتم توجيه العرض اليهم حصراً) .

اما عن موقف التشريع العراقي من الإعلان عن عملية الطرح الخاص ، فنجد أنّ النصوص القانونية كافة قد خلت من ثمة نص قانوني لمعالجة هذه الحالة . الا أنه وبالرجوع إلى القواعد العامة المنظمة لعملية الاكتتاب العام نجد أنّ المادة (٤٤/اولا ١) نصت على أنه (١- غلق الاكتتاب عند انتهاء مدته و الإعلان عن ذلك في صحيفتين يوميتين ..... ) أي أنّ المشرع العراقي قد سار بهذا الخصوص على منهج التشريع المصري ، ونأمل من المشرع العراقي أن ينظم ذلك بصورة صريحة حتى لا يكون هناك مجالاً للشك او التأويل .

## الفرع الثاني

### مدة الإعلان عن الطرح الخاص

أنّ الإعلان عن الطرح الخاص للأسهم عندما يقدم للمستثمرين المؤهلين لا يكون إلى ما لا نهاية ، بل يكون محددًا بمدة زمنية معينة ، أي أنّ الطرح الخاص يبقى مفتوحاً لمدة ويغلق بانتهائها ، وهذه المدة هي التي يبدي خلالها المستثمر المؤهل رأيه في المشاركة في تلك العملية وشراء الأسهم المطروحة للبيع من قبل الجهة المصدرة للأوراق المالية ، إذ أنّه بانتهاء مدة الطرح لا يقبل موافقة أي مستثمر بعد ذلك.

وهذه المدة لا بد من ان تكون واضحة ومعلومة للمستثمرين حتى لا تفوتهم الفرصة في شراء الأسهم المطروحة ، من خلال أدرجها ضمن البيانات الواردة في نشرة الطرح أو مذكرة

المعلومات حتى يتوفر لهم الوقت الكافي في اتخاذ قرارهم بتفكير وتروي<sup>(٣٩)</sup> ، وعلى الرغم من الأهمية التي تتمتع بها مدة الإعلان عن الطرح الخاص سنيين المدة التي وضعتها التشريعات المقارنة لكي يتسنى للمستثمرين الانضمام والمشاركة بتلك العملية ، فعلى صعيد التشريع المصري نجد أنّ المشرع في دليل الطرح الخاص قد حدد مدة الإعلان ونص على أنّه (تقوم ادارة البورصة بالإعلان عن مضمون الإخطار الوارد إليها من قبل طالب الطرح على شاشات التداول بالبورصة فور تلقيها الإخطار ، وعلى أن يستمر الإعلان واضحاً على شاشات التداول لمدة اسبوع واحد على الاقل ، مع الإشارة إلى تجميد التعامل على الأسهم محل الطرح ، وعلى أن يتضمن الإعلان توجيه من له اعتراض على عملية الطرح الخاص بأن يتقدم باعتراضه للهيئة العامة للرقابة المالية خلال مدة اسبوع على الأكثر من تاريخ نشر الإعلان لأول مرة)<sup>(٣١٠)</sup> ، ويرجع السبب إلى تقرير هكذا نص إلى الرغبة في قصر عملية الطرح الخاص على المستثمرين المؤهلين الذين لهم الحق في المشاركة بالعملية من دون غيرهم ، إذ لا توجد جدوى من وراء الإعلان لعموم المستثمرين بعملية لا يحق لهم المشاركة فيها ، وذهب دليل الطرح الخاص ايضاً إلى تقرير قاعدة (اعرف عميلك) لتنفيذ هذا النص ، وهي قاعدة يجب على شركات السمسرة او المروج من استيفائه اثناء ابرام العقود مع عملائها تبين فيها كافة المعلومات المتعلقة بالعميل ، إذ أنّ الشركة تتأكد بموجبه من أنّ المعلومات كافة المتعلقة بالعميل ومصادر امواله هي مصادر صحيحة و مشروعة. ومما تقدم نرى أنّ ما ذهب اليه المشرع المصري هو الصواب من ناحية تحديد مدة للإعلان ، إذ يترتب على تحديد المدة اتاحة الفرصة للمستثمر في تحديد قراره الاستثماري المتعلق بالمشاركة في عملية الطرح الخاص، كما يترتب على تحديد المدة عدم افراغ عملية الطرح الخاص من مضمونها كونها تمتاز ببساطة الاجراءات وقلة الوقت والتكاليف.

اما بالنسبة لموقف المشرع السعودي من تحديد مدة للإعلان عن عملية الطرح الخاص ، فقد اشار في المادة (١١ / ٢) على أنّه(.....٢- اشعار الطارح للهيئة وفق متطلبات الملحق

(١) او الملحق (٢) من هذه القواعد (حيثما ينطبق) قبل عشرة أيام على الأقل من التاريخ المقترح للطرح.....).

وبالنسبة لموقف التوجيه الاوربي الخاص بنشرات الاكتتاب والطروحات رقم ١٧ لسنة ٢٠٠٣ من مدة الإعلان ، فلم يحدد مدة الإعلان عن عملية الطرح الخاص بصورة صريحة، الا أنه وبالرجوع إلى القواعد العامة المتعلقة بالاكتتاب العام والذي يعد أسلوب تداول شأنه شأن الطرح الخاص ، نجد أن المادة (١٤) منه نصت على أنه (بمجرد الموافقة على النشرة يجب تقديم نشرة الاكتتاب العام إلى السلطة المختصة .....، يجب أن تكون نشرة الاكتتاب العام متاحة قبل ٦ أيام عمل على الأقل من نهاية عملية الطرح )

وفيما يتعلق بموقف المشرع العراقي من مدة الإعلان ، فلا يوجد نص قانوني لتحديد تلك المدة الا أنه وبالرجوع إلى القواعد العامة التي تحدد مدة الإعلان عن الاكتتاب العام نجد أن المشرع العراقي قد حددها في المادة (٤٢) من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل ، إذ نصت على أنه (لا تقل مدة الاكتتاب عن ٣٠ ثلاثين يوماً ولا تزيد على ستين يوماً..).

## الخاتمة

بعد الانتهاء من موضوع البحث فقد تم التوصل إلى عدد من النتائج والتوصيات التي نراها ضرورية لاستكمال البحث.

### أولاً: النتائج:

١- إنَّ هناك عدة شروط تتطلبها عملية الطرح الخاص، بعضها يتعلق بالمستثمر وهي شرطي الملاعة المالية أي أن يكون متمتعاً بقدرة مالية عالية، وشرط الخبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية حتى لا يتعرض للمخاطر التي يتعرض لها المستثمر العادي. وبعضها يتعلق بالورقة المالية محل الطرح، من ناحية نوعها، إذ أن الطرح الخاص يرد فقط على



الأوراق المالية التي تكون لها قابلية للتداول كأسهم والسندات ....، ومن حيث عدد الأوراق المالية التي يجب طرحها طرْحاً خاصاً، إذ أنّ هناك عدد محدد من الأوراق المالية التي يراد طرحها بموجب هذه العملية، وهذه النسبة تختلف فيما إذا كان القائم بالطرح هو الشركة، أو أحد المالكين لنسبة معينة من أسهمها.

٢- إنّ الطارح عندما ينوي طرح عدد من الأسهم بموجب الطرح الخاص، عليه القيام ببعض الإجراءات الأولية، والتي تتمثل بموافقة الجهة المختصة على عملية الطرح بعد التأكد من سلامتها وسلامة الشركة من الناحية القانونية، وإعداد نشرة الطرح ومذكرة المعلومات، وهذه النشرة تتضمن جملة من البيانات والمعلومات المتعلقة بشخص الطارح ونشاط الشركة .....، وغير ذلك من البيانات التي تساعد المستثمر على اتخاذ قراره الاستثماري بالمشاركة بعملية الطرح الخاص أو الأحجام عن ذلك.

٣- إنّ عملية الطرح الخاص تحتاج إلى الإعلان عنها حتى يتحقق علم المستثمرين بها، وهذا الإعلان يتم بوسيلة معينة قد تكون من خلال الصحف والجرائد اليومية أو من خلال الاتصال المباشر أو الإعلان المعد مسبقاً. وهذا الإعلان يجب أن يكون محدداً بمدة زمنية معينة ومعقولة بحيث يستطيع المستثمر خلالها اتخاذ قراره الاستثماري.

### **ثانياً: التوصيات:**

١- ندعو المشرع العراقي إلى تنظيم موضوع أحكام الطرح الخاص للأسهم في قانون الأوراق المالية ووضع الضوابط اللازمة لهذه العملية، لما لها من أهمية كبيرة في تطوير الاقتصاد الوطني.

١- نأمل من المشرع العراقي بأن تتم عمليات الطرح الخاص للأسهم الشركات العراقية تحت إشراف ومراقبة هيئة أسواق الأوراق المالية، عندما تكون أسهم الشركة المستهدفة مقيدة في سوق الأوراق المالية، خصوصاً إذا كان أحد الأطراف اجنبياً.

- ٢- عدم السماح للطرح في الرجوع عن عرضه، من أجل تعزيز الثقة بالطرح وزيادة جديته، إلا في حالات استثنائية تحددها الهيئة، كأن لم تبلغ الأسهم المقدمة للبيع النسبة التي حددها الطراح، أو وجود ظروف قاهرة لم يتمكن معها من إتمام الطرح .
- ٣- وضع الجزاءات القانونية عند مخالفة الأطراف المعنية لأحكام الطرح الخاص .
- ٤- نأمل من المشرع العراقي تحديد الوسيلة التي يتم بها تسوية المنازعات التي تحدث بين أطراف الطرح الخاص

## الهوامش

١. د. علاء عبد الكريم البلداوي، هدى ابراهيم نادر، قياس الملاءة المالية لشركات التأمين والعوامل المؤثرة فيها باستخدام النسب المالية (دراسة حالة في شركة التأمين الوطنية )، بحث منشور في مجلة كلية المأمون الجامعة، بغداد، العدد ٢٢، ٢٠١٣، ص ٥٨.
٢. لانا نبيل زاهر، اثر السيولة والملاءة المالية والكفاءة الادارية على ربحية شركات التأمين (دراسة تطبيقية على شركات التأمين السورية الخاصة) ، بحث منشور في مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العالمية، المجلد ٣٦، العدد ٣، ٢٠١٤، ص ٢٥١.
٣. هدى بن محمد ، تحليل ملاءة ومردودية شركات التأمين دراسة حالة الشركة الجزائرية للتأمينات، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير ، جامعة منتوري ، قسنطينة، ٢٠٠٤-٢٠٠٥، ص ٤٦.
٤. دليل الطرح الخاص المصري الصادر عن مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المصرية رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢، والصادر في ١٨/٦/٢٠٠٢ بشأن وضع مبادئ واسس لعمليات الطرح الخاص، ص ٤ و ٥.
٥. دليل الطرح الخاص المصري، ص ٥.
٦. اشار المشرع المصري في قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٤٨ لسنة ٢٠١٩ بشأن ضوابط واجراءات الطرح العام والخاص، على ضرورة توافر مثل هذا الشرط

في الفقرة (ثالثا/ عند تعريف المستثمر الفرد المؤهل) حيث نصت على (.....ان يكون لديه خبرة في مجال الاوراق المالية لمدة خمس سنوات على الاقل).

٧. دليل الطرح الخاص المصري، ص ٤.

٨. دليل الطرح الخاص المصري، ص ٥.

٩. دليل الطرح الخاص المصري، ص ٨.

10 Karel Lannoo.jean –pierre casey.EU Financial regulation and supervision beyond CEPS Brussels ٢٠٠٥،p 13.

11. الفقرة (٢) من المادة (٣) من التوجيه الاوربي الخاص بنشرات الاكتتاب والطروحات

12. د. أحمد فاروق وشاحي، ماهية الطرح الخاص وأحكامه دراسة تطبيقية عملية مقارنة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٣٧ و ٣٨

١٣. د. ساهر أحمد عبد النافع ، التنظيم القانوني لعملية الطرح الخاص للأوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ١٠٣ و ١٠٤.

١٤. د. اشرف محمد درابة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر، ١٩٨١، ص ٦٤.

١٥. يعرف السهم بأنه (عبارة عن صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تعطي الحق لحاملها حضور اجتماعات الجمعية العمومية السنوية، والحصول على الارباح في حالة تحققها من قبل الشركة وقرار مجلس الادارة فيها بتوزيع جزء منها او كلها).

management ,London, mac Philip I.cooley and peyton foster

٢٠٧-٢٠٩.p1٩٨٨roden.Business financia I.milian publishers ltd,

١٦. يعرف السند بأنه ( نوع من انواع الأوراق المالية تمثل قرضا بين الدائن او حامل السند

والمدين الشركة المصدرة او الحكومة، بموجبه يتعهد المصدر للحامل بان يقدم له فائدة منتظمة

وفي مواعيد محددة حسب المبلغ الاسمي المقترض، وهكذا حتى انتهاء المدة المحددة للقرض وحلول تاريخ استحقاق المبلغ الاصلي من الشركة)

KerryS.C ooper and Donald R.fraser, the financial market place

/Canada:

، Addison wesely publishing ١٩٨٦، p ٤٨٩

١٧. معدلة بقرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٧٠ السنة ٢٠١٤ في تاريخ

٢٠١٧/١٠/٢٩ في ٢٠١٧ السنة ٢٢٢ و ٢٠١٤/١٢/٢١

١٨. وقد اختلف تسميتها في التشريعات المقارنة، فالمشعر العراقي يطلق عليها (هيئة الاوراق

المالية)، والمشعر المصري (الهيئة العامة للرقابة المالية)، والمشعر السعودي (هيئة السوق

المالية)، والمشعر الاوربي (اللجنة الاوربية للأوراق المالية).

١٩. دليل الطرح الخاص المصري، ص ١٢ و ٩.

٢٠. د. احمد فاروق وشاحي، مصدر سابق، ص ٥٩.

٢١. الفقرة ٢/أ من المادة ١١ من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة السعودية.

٢٢. دليل الطرح الخاص المصري، ص ١١.

٢٣. اشارت المادة ٤ من قانون سوق المال إلى (لا يجوز لأي شخص اعتباري مصري أو غير

مصري أيًا كانت طبيعته وأياً كان النظام القانوني الخاضع له طرح أوراق أو أدوات مالية في

اكتتاب عام للجمهور ألا بناء على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة،.....)، أما المادة ٤٠

من لائحته التنفيذية فقد نصت على (...، ولا يجوز الدعوة للاكتتاب العام بما في ذلك شركات

قطاع الأعمال العام وشركات القطاع العام الا بناء على نشرة معتمدة من الهيئة وعلى النماذج

التي تعدها أو تقرها = على ان يبين فيها بطريقة واضحة ان اعتماد الهيئة للنشرة ليس اعتمادا للجدوى التجارية للنشاط موضوع النشرة او لقدرة المشروع على تحقيق نتائج معينة).

٢٤. د. ساهر احمد عبد النافع، مصدر سابق، ص ٢١١ و ٢١٢.

٢٥. دليل الطرح الخاص المصري، ص ١٢.

٢٦. د. احمد فاروق وشاحي، مصدر سابق، ص ٦٨ و ٦٩.

٢٧. Sandra fernandes ,Lacces Au Capital ,Memorie de Master ٢ Droit de

Lentreprise,Specialtste Droit des Souetes, universite jecorgy,

٢٥-١٠,p٢٠٠٦pontoise,Faculte de droil, juin

٢٨. د. ساهر احمد عبد النافع ، مصدر سابق، ص ٢٣٠ و ٢٣٣

٢٩. نشرة الطرح الخاصة بإعلان شركة جهينة للصناعات الغذائية(ش-م-م) متاحة على الموقع

الإلكتروني <https://www.almasyalyoum.com>، ونشرة الطرح الخاصة بشركة مجموعة

طلعت مصطفى القابضة متاحة على الموقع الإلكتروني [www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)

٣٠. د. ساهر احمد عبد النافع، مصدر سابق، ص ٢٢٣.

٣١. د. نهى خالد عيسى، التنظيم القانوني لعروض شراء الاسهم في سوق الأوراق المالية،

أطروحة دكتورا، كلية القانون، جامعة بابل، ٢٠١٧، ص ٢٥٢ و ٢٥٣.

٣٢. دليل الطرح الخاص المصري، ص ٩.

## المصادر

### أولاً: الكتب

١. د. ساهر أحمد عبد النافع ، التنظيم القانوني لعملية الطرح الخاص للأوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥.
٢. د. اشرف محمد درابة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر، ١٩٨١.

### ثانياً: الرسائل والاطاريح:

١. هدى بن محمد ، تحليل ملاءة ومردودية شركات التأمين دراسة حالة الشركة الجزائرية للتأمينات، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير ، جامعة منتوري ، قسنطينة، ٢٠٠٤-٢٠٠٥.
٢. د. نهى خالد عيسى، التنظيم القانوني لعروض شراء الاسهم في سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتورا، كلية القانون، جامعة بابل، ٢٠١٧.

### ثالثاً: البحوث:

١. د. علاء عبد الكريم البلداوي، هدى ابراهيم نادر، قياس الملاءة المالية لشركات التأمين والعوامل المؤثرة فيها باستخدام النسب المالية( دراسة حالة في شركة التأمين الوطنية )، بحث منشور في مجلة كلية المأمون الجامعة، بغداد، العدد ٢٢، ٢٠١٣.
٢. لانا نبيل زاهر، اثر السيولة والملاءة المالية والكفاءة الادارية على ربحية شركات التأمين (دراسة تطبيقية على شركات التأمين السورية الخاصة) ، بحث منشور في مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العالمية، المجلد ٣٦، العدد ٣، ٢٠١٤.

٣. د. أحمد فاروق وشاحي، ماهية الطرح الخاص وأحكامه دراسة تطبيقية عملية مقارنة،  
كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٩.

#### رابعاً: القوانين:

١. قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل بموجب قرار سلطة الائتلاف رقم  
٦٤ لسنة ٢٠٠٤.

٢. قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

٣. نظام السوق المالية السعودي رقم (م/٣٠) لسنة ٢٠٠٣.

٤. التوجيه الاوربي الخاص بنشرات الاكتتاب والطروحات رقم ١٧ لسنة ٢٠٠٣.

#### خامساً: اللوائح التنفيذية:

١. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدلة بموجب قرار  
وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧.

٢. لائحة اعمال الأوراق المالية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم ٢-  
٨٣-٢٠٠٥ وتاريخ ١٤٢٦/٥/٢١ هـ الموافق ٢٠٠٥/٦/٢٨ م بناء على نظام السوق المالية  
الصادرة بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/١٢ هـ

٣. قواعد طرح الاوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية  
بموجب القرار رقم ٣-١٢٣-٢٠١٧ وتاريخ ١٤٣٩/٤/٩ هـ ، الموافق ٢٠١٧/١٢/٢٧ م بناء  
على نظام السوق المالية الصادرة بالمرسوم الملكي رقم م /٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ المعدلة  
بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ١-١٠٤-٢٠١٩ وتاريخ ١٤٤١/٠٢/٠١ هـ الموافق  
٢٠١٩/٩/٣٠ م.

٤.لائحة الأشخاص المرخص لهم الصادرة عن مجلس ادارة هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم ١-٨٣-٢٠٠٥ وتاريخ ٢١/٥/١٤٢٦ هـ الموافق ٢٨/٦/٢٠٠٥ م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ٢/٦/١٤٢٤ هـ .

**سادسا: القرارات:**

١. دليل الطرح الخاص الصادر عن مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المصرية رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢، والصادر في ١٨/٦/٢٠٠٢ بشأن وضع مبادئ واسس لعمليات الطرح الخاص.  
٢. قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٤٨ لسنة ٢٠١٩ بشأن ضوابط واجراءات الطرح العام والخاص.

**سابعا: المصادر الاجنبية:**

١. Karel Lannoo.jean –pierre casey.EU Financial regulation and supervision beyond CEPS Brussels ٢٠٠٥.
٢. management ,London, mac Philip I.cooley and peyton foster roden ١٩٨٨..Business financia I.milian publishers ltd,
٣. Kerrys . cooper and Donald R .fraser, the financial market place /Canada:  
Addison wesely publishing , ١٩٨٦.
- 4.Sandra fernandes , Laces Au Capital , Memorie de Master2,Droit de Lentreprise,Specialtste Droit des Souetes, universite jecorgy, pontoise,Faculte de droil, juin2006.



## Abstract

The Private placement is a new method of securities trading, which is represented by a specific company or one of its shareholders who owns a certain percentage of shares offering it to a specific class of investors who meet certain conditions, whether they are individuals or entities .this process is regulated by a set of provisions set by the legislations that have adopted the private placement process as a new method of trading, as these provisions include some conditions that must be met in both the investor and the securities subject to the private offering. After these conditions are met, the procedures phase will begin, represented by the approval of the competent authority in the stock market on the offering process after ensuring the availability and integrity of the information and date contained in the offering prospectus and denying the information, and the announcement of that process according to the method specified by the legislation and within a certain period, the investor should make his decision .Venture through it.

**Procedural Provisions For the Private  
Placement in the joint stock company  
(A comparative Study)**

**Dr. Methaq Taleb Abd Hammadi**  
University of Babylon/ College of Law

**Zahraa Kadem Majeed**  
University of Babylon/ College of Law