

هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

تقرير أنظمة الاستحواذ في الهيئات المالية لأعضاء لجنة الأسواق المالية الناشئة لمنظمة (IOSCO) الدولية.

الصادر عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) بتاريخ كانون الثاني – 2006.
فيما يلي ملخص عن التقرير المذكور اعلاه، وللاطلاع على مجمل التقرير يمكن العودة الى:

www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD210.pdf

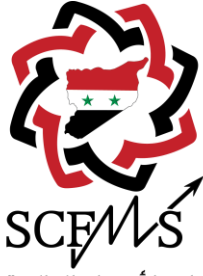
تمت عملية تحضير هذا التقرير، من قبل مجموعات عمل لجنة الأسواق المالية الناشئة، لمنظمة (IOSCO) الدولية، حول التنفيذ وتبادل المعلومات، وتمت المصادقة عليه من قبل لجنة الأسواق المالية الناشئة، لمنظمة (IOSCO) الدولية خلال اجتماعاتها المنعقدة في الرابع من نيسان لعام 2005.

ويهدف التقرير بصورة أساسية، إلى تقديم دراسة تحليلية مقارنة، حول أطر العمل التنظيمية الموجودة، لعمليات الاستحواذ لمجموعة كبيرة من الأسهم، والاستحواذ في الشركات المساهمة العامة في الهيئات المالية لأعضاء لجنة الأسواق المالية الناشئة، لمنظمة (IOSCO) الدولية .

ويتألف هذا التقرير من جزأين:

يقدم الجزء الأول: نظرة حول الدراسة التحليلية المقارنة، التي تمت الإشارة سابقاً أعلاه،

و بوجه خاص تحديد الصفات المشتركة.



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

وبالرغم من تشابه الأطر التنظيمية محط البحث عموماً، تظهر اختلافات هامة، يمكن تحديدها بصورة أساسية.

و يقدم الجزء الثاني: إجابات مفصلة لأعضاء لجنة الأسواق المالية الناشئة، الذين

قاموا بإجراء الدراسة، حول استبيان مجموعات العمل الرابعة، للجنة الأسواق المالية الناشئة. تمت عملية تجميع المعلومات من (34) أربعة و ثلاثين عضواً من أعضاء لجنة الأسواق المالية الناشئة، بما يمكن من القيام بعملية تطوير لقاعدة بيانات ومعلومات مفصلة ومحددة، تساعد في القيام بعملية تقديم التحليلات المطلوبة المبينة في الجزء الأول من هذا التقرير، وسيقدم الجزء الثاني من التقرير للقارئ المهتم، معلومات مفصلة، حول أطر العمل التنظيمية الفاعلة للاستحواد، في كافة الهيئات المالية المتعددة محط الدراسة.

ملاحظات عامة:

مجال البحث:

لقد تمت عملية القيام بهذه الدراسة التحليلية، اعتماداً على البحث الجاري على هيئات مالية متعددة، وهي:

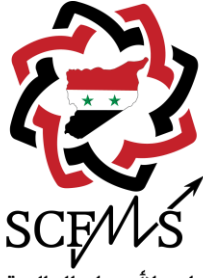
هيئات ألبانيا، والأرجنتين، وبربادوس، وبوليفيا، والبرازيل، وبلغاريا، والصين، وكرواتيا، وجمهورية التشيك، ومصر وبنغلاديش، والهند، والأردن، وجمهورية كوريا، وليثوانيا، وماسيدونيا، وماليزيا، ومالطا، وموريتانيا، ونيجيريا، وعمان، وباكستان، والفلبين، وبولندا، ورومانيا، وسلوفينيا، وأفريقيا الجنوبية، وسيريلانكا، والصين تايبي، وتايلند، وتركيا، والأوروغوي، وفنزويلا، وفيتنام.

الجهات المسؤولة عن عمليات الاستحواذ:

تعتبر الجهات المسؤولة عن أنظمة الاستحواذ للشركات المساهمة المدرجة، في أغلب الهيئات المالية المتعددة، أجهزة ناظمة للعمليات الرقابية على الأسواق المالية بصورة مستقلة، رغم ذلك، يلاحظ اعتماد ست هيئات مالية، لنماذج رقابية موحدة للقطاع المالي في كل من (بوليفيا، وبلغاريا، وهنغاريا، وكوريا الجنوبية، وموريتانيا، والأوروغوي، ولا تمتلك أي من الهيئات المالية محط البحث، جهات مالية مسؤولة مستقلة، تتعامل بصورة خاصة مع أعمال الاستحواذ.

أشكال أنظمة الاستحواذ:

تعتبر أكثر الطرق شيوعاً لتنظيم عمليات الاستحواذ، للشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق المالية، هو من خلال اعتماد التشريعات القانونية، وتطبيق الأنظمة النافذة في الجهات الحكومية، أو منظمي الأوراق المالية الحكومية، (والمشار إليها بهئية الأوراق المالية)، قامت ست هيئات مالية بتطبيق نماذج تنظيمية موسعة، تشمل على إجراءات تنظيمية مستقلة، تتم عملية اعتمادها من قبل الأسواق المالية، وقرارات الشركات المساهمة النافذة والمعتمدة من قبل المساهمين ضمن أطر عمل قانون الشركات، (نذكر كمثال: هيئات الأوراق المالية في كل من ألبانيا، وبربادوس، والأردن، ومالطا، وكوريا الجنوبية، والفلبين).
لوحظ عدم وجود أنظمة خاصة بأعمال الاستحواذ في هيئتين مالتين هما: (بوليفيا، والأوروغوي).



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

التزامات الإفصاح للمستثمرين:

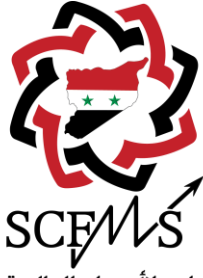
التزامات المستثمرين في الإفصاح عن عمليات الاستحواذ، لمجموعة كبيرة من الأسهم:

يطلب من المستثمرين الحاصلين على مجموعة كبيرة من الأسهم، في الشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق المالية، أن يقوموا بعملية الإفصاح عن هذه التعاملات التجارية، وذلك في أغلب الهيئات المالية محطّ الدراسة و البحث.

المتطلبات ذات العلاقة بعدد الأسهم، والأصوات في الاجتماعات العامة للمساهمين:

في أغلب الهيئات المالية محطّ البحث، تتم عملية ربط متطلبات الإفصاح، بعدد الأسهم الميينة في الاجتماعات العامة للمساهمين، ففي الصين مثلاً: يعطي السهم في الشركة المساهمة، صوتاً واحداً، وفي الأردن، تعطي الأسهم المتداولة في الأسواق المالية، صوتاً واحداً أيضاً، وفي مصر، والأردن، ومالطا، وعُمان، وسلوفينيا، وسيريلانكا، وفيتنام، تكون متطلبات الإفصاح مرتبطة بعدد الأسهم فقط، ولا تتعلق بعدد الأصوات، وفي بربادوس، والبرازيل، ونيجيريا، وباكستان، والفلبين، والصين تايبي، وتركيا، غالباً ما يتوجب الإفصاح عن عدد الأصوات، وعدد الأسهم المدرجة. جدير بالاهتمام ما يحصل في الفلبين، حيث يتوجب الإفصاح عن عدد الأسهم في عمليات استدراج العروض، بينما تعتبر الأصوات المرافقة لعدد الأسهم كمعلومات، يتوجب أن يفصح عنها في عمليات الاندماج من قبل الشركة المُدمجة.

قامت كوريا الجنوبية بوضع نسبة (5) % خمس بالمئة، فيما يتعلق ببدايات مراحل الإفصاح، المتعلقة بعدد الأصوات، ونسبة (10) % عشر بالمئة فيما يتعلق ببدايات الإفصاح عن عدد الأسهم،



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

وفي فنزويلا، تشير التشريعات والنصوص القانونية بشكل غامض للمعلومات المتعلقة بالأسهم، وحقوق التصويت، و أية أنواع من العقود الأخرى التي قد تنتج مايلي:

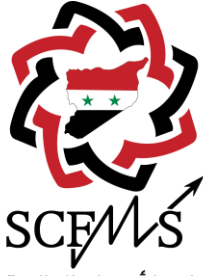
1- استحواذ ملكية أسهم كبيرة، للشركات المساهمة، عبر الأموال، أو تبادل شراء الأسهم، وما يتعلق بذلك من حقوق تصويت، (بحدود (10) % العشرة بالمئة من رأسمال أسهم الشركات المساهمة المتداولة).

2- الوصول إلى الملكية الغالبة في الشركات المساهمة.
(بحدود تتجاوز (50) % الخمسين بالمئة، أو أية نسبة أقل).

تحديد أسعار الشراء في عمليات استدراج العروض:

يجب على أسعار طرح أسهم الاكتتابات القائمة، في عمليات استدراج العروض أن تكون عادلة ومنصفة لكافة المساهمين وفقاً لتصنيفاتهم، كما حددته الأطر التنظيمية في الأسواق المالية محط البحث، وقد قمنا بعملية توضيح للطرق الثلاث المتبعة في عملية تحديد أسعار الشراء، في عمليات استدراج العروض وهي كالتالي:

(أ)- يجب على أسعار أسهم الاكتتابات، أن تتساوى مع وسطي أسعار الأسهم الهدف، خلال فترة محددة، (فعلى سبيل المثال: تحدد أسعار أسهم الأسواق المالية في باربادوس، في لحظة البدء بعمليات استدراج العروض)، أما في فيتنام، فيكون سعر الإغلاق، في اليوم السابق على البدء بعمليات استدراج العروض، وفي الأرجنتين، تحدد وسطي أسعار الأسهم المطروحة خلال نصف السنة السابقة، أما في فنزويلا، فيؤخذ وسطي أسعار الأسهم خلال فترة الست أشهر، السابقة على أوامر الشراء.



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

(ب)- يجب على أسعار أوامر الشراء، أن تتساوى بالحد الأدنى، مع أعلى الأسعار المدفوعة لمجموعة محددة من الأسهم، من قبل الشخص الذي يبدأ بعمليات استدراج العروض، خلال فترة زمنية محددة، قبل البدء الرسمي والإعلان عن هذه العمليات، (في جنوب افريقيا مثلاً: قبل ثلاثة أشهر، أما تايلند لفترة تسعين يوماً، وفي تركيا لثلاثة أشهر، أما في ماسيدونيا وماليزيا لمدة ستة أشهر، وفي كرواتيا، و ليثوانيا، وسيريلانكا لفترة اثني عشر شهراً).

(ت)- يعتمد نظام الكتروني مختلط، يقوم بانتقاء أعلى أسعار الأسهم المدفوعة، وفقاً للطريقتين المحددتين سابقاً أعلاه، (كما هي الحال في مصر، وبلغاريا، والتشيك، وهنغاريا، ورومانيا، والصين، وبولندا)، لم تتم عملية تحديد قيود سعرية لأوامر الشراء في كل من كوريا، وموريتانيا، ونيجيريا، وعمان، والصين تايبي، والأوروغوي.

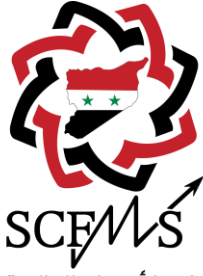
المتطلبات المتعلقة بالأسعار المدفوعة من قبل المستثمرين، بعد استكمال أنظمة الاستحواذ، والحالات التي تنطوي على معاملة غير عادلة للمساهمين الأقلية.

عموماً، لا تفرض الطرق التنظيمية المتبعة محطّ البحث، أية متطلبات للأسعار المدفوعة للأسهم من قبل المستثمرين، بعد قيامهم باستكمال قوانين الاستحواذ، ويجدر رغم ذلك ملاحظة مايلي:

(أ)- يشترط إطار العمل التنظيمي في الأرجنتين، أن تكون الأسعار المدفوعة للأسهم، بعد القيام بعملية استكمال أنظمة الاستحواذ، عادلة ومنصفة.

(ب)- أما في البرازيل، فتوجد متطلبات معينة متعلقة بالأسعار المدفوعة للأسهم، من قبل المستثمرين، بعد القيام باستكمال أنظمة الاستحواذ.

(ت)- وفي بلغاريا، يخول كل شخص يحصل بصورة مباشرة، أو من خلال أشخاص ذوي علاقة، أو بصورة غير مباشرة، على نسبة تتجاوز التسعين بالمئة (90%) من الأصوات في الاجتماعات



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

العامه للشركات المساهمة العامة، للتسجيل في عمليات استدراج العروض، لشراء الأسهم من قبل المساهمين الآخرين.

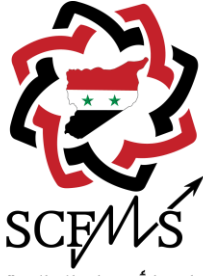
إضافة لما تقدم، فإن أي شخص يحصل على أكثر من تسعين بالمئة (90) % من الأصوات في الاجتماعات العامة للشركات المساهمة العامة، يعد ملزماً للقيام بعملية شراء أسهم ما تبقى من المساهمين بناء على طلبهم، حتى يتم الإعلان عن عملية استدراج عروض جديدة، ولمدة أربعة عشر (14) يوماً، بعد إغلاق تاريخ العرض، و يكون السعر المدفوع في كلتي الحالتين منظماً وفقاً لمبادئ عامة، تستوجب عدم وجود أية معاملة غير عادلة للمساهمين الأقلية.

ث- يوفر الإطار التنظيمي في جمهورية التشيك، فترة طويلة نسبياً للمساهمين، لتمكينهم من ممارسة حقوقهم في قبول طلبات أوامر الشراء، بموجب قوانين الاستحواذ، خلال الحالات التي تكون فيها عمليات استدراج مقيدة، يجب على الشخص المصدر للأسهم، أو الأشخاص الذين يعملون في الأسواق المالية، ألا يحصلوا على خيارات بيع أو شراء أسهم مصدرة للشركات المساهمة المستهدفة، أو يقوموا بتحويلها لها، أو أن يقوموا بعقد اتفاقات حول عقود البيع أو الشراء المستقبلية، على حساب المساهمين في الأسواق المالية.

ويبقى الهدف الرئيسي من هذه القوانين، هو ضمان معاملة عادلة لكافة المساهمين، وبصورة خاصة المساهمون الأقلية الذين يمتلكون أسهم متماثلة قابلة للتحويل في الأسواق المالية، وفي حال رغب المساهمون ببيع الأسهم، بعد انتهاء الفترة المحددة لأوامر شراء الأسهم وفقاً لقوانين الاستحواذ، فيمكن لهم أن يقوموا بذلك وفقاً لأسعار الأسواق المالية.

ج- تمتلك هيئة الأوراق المالية المصرية، الصلاحيات اللازمة لتعليق قرارات الجمعية العامة للشركات المساهمة، في حال انحازت في قراراتها لصالح مجموعة معينة من المساهمين.

ح- وفي الهند، في حال رغب المستثمر الذي أتم عملية الاكتتاب الأولى، في الحصول على مزيد من الأسهم، فلا يمكن له الحصول على هذه الأسهم بسعر أعلى، من أسعار الطرح المحددة خلال الست أشهر القادمة.



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

(خ)- وفي ليثوانيا، في حال قام الشخص الذي أتم عملية استدراج العروض، من الحصول على مجموعة محددة من الأسهم بصورة لاحقة، بسعر أعلى من سعر طرح الأسهم خلال الأشهر الاثني عشر التالية، فإنه في هذه الحالة، يتوجب عليه أن يقوم بعملية دفع لفرق السعر للشخص الذي قبل عملية استدراج العروض.

(د)- وفي سيريلانكا، يجب ألا يقل السعر المدفوع للمساهم، في حال حصول عملية طرح إلزامية، عن أعلى سعر مدفوع من المستثمر، أو من يمثله عن مجموعة محددة من الأسهم من ذات النوعية، خلال الأشهر الاثني عشر السابقة.

(ذ)- وفي الصين تايبي، لا يختلف السعر المدفوع مباشرة بعد القيام بعملية الاستحواذ، عن السعر المعروض خلال أوامر الشراء في عمليات الاستحواذ.

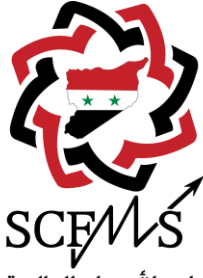
(ر)- وفي تايلند، يجب ألا يزيد السعر المدفوع خلال فترة الست أشهر التالية على عملية استدراج العروض، عن السعر المحدد والمشار إليه في وثائق عمليات الطرح.

(ز)- وفي فنزويلا، يجب على الشخص الذي يقوم بأوامر الشراء، أن يضمّن في تقريره المقدم إلى هيئة الأوراق المالية، بياناً يوضح فيه للأشخاص الذين قاموا بعملية بيع أسهم، تعادل اثنتين بالمئة (2%) من رأسمال الشركة المساهمة، خلال فترة الست أشهر السابقة لتاريخ البدء بالطرح، أنه سيقوم بعملية عرض لدفع الفروقات بين أسعار بيع الأسهم من قبل المساهمين، والأسعار المعروضة بموجب الطرح هذا.

- لماذا يعتبر ضرورياً أن نقوم بعملية تنظيم لأوامر شراء الاستحواذ، و ماهي

الخبرات المكتسبة بهذا الصدد؟

الجانب العقلاني وراء تقديم أنظمة الاستحواذ:



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

لقد مكن هذا البحث من القيام بتحديد الأسباب الكامنة، وراء تقديم أنظمة الاستحواذ، وبصورة خاصة مايلي:

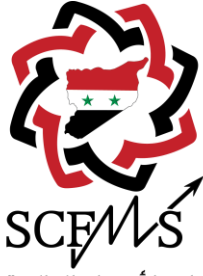
(أ) - في باكستان: تمت عملية وضع نظام الاستحواذ، لضمان المعاملة العادلة و المتساوية لكافة المساهمين، إضافة إلى إيجاد نظام الكتروني فاعل وشفاف، لكافة عمليات الاستحواذ الهامة، وما يتبع ذلك من حقوق في التصويت، اعتماداً على حجم الأسهم، إضافة إلى إظهار عمليات الاستحواذ في الشركات المساهمة المدرجة.

(ب) - في مصر: تهدف عملية الإفصاح عن أية عملية تجارية، لزيادة حجم المساهمة في رأسمال الشركة، بما يتجاوز نسبة (10) % العشرة بالمئة من قيمة الأسهم الاسمية، إلى إعلام صغار المساهمين حول الوضع الفعلي للمادي للشركة، والذي يؤثر على أسعار الأسهم، وطريقة الإدارة في الشركة، وستساعد هذه المعلومات، صغار المساهمين، في اتخاذ القرارات المناسبة حول كيفية التصرف بحجم مساهمتهم.

(ت) - في الأردن: يتحدد الجانب العقلاني وراء تقديم أنظمة الاستحواذ، في القيام بتوفير المعاملة العادلة والمتساوية لكافة المستثمرين، وفي تعزيز شفافية الأسواق المالية، عبر القيام بعملية الإفصاح عن كافة المعلومات الملائمة، الناتجة عن عمليات الاستحواذ الهامة، أو عمليات الاستحواذ في أسهم الشركات المساهمة المدرجة.

(ث) - في تركيا: يهدف نظام الاستحواذ إلى ضمان الأداء العادل والشفاف لعمل أسواق رأس المال، وذلك من خلال تقديم المعلومات في الوقت المناسب، لكافة المستثمرين، والمساهمين والأطراف الآخرين ذوي العلاقة.

ويتحدد المبدأ الأساسي، في أهمية ووجوب الإفصاح عن المعلومات المادية، التي تؤثر على القرارات الاستثمارية للمستثمرين، و أسعار الأدوات المالية المدرجة في أسواق رأس المال، وتعتبر



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

التغييرات في هيكلية رأس المال، والإجراءات الرقابية في الشركات المساهمة العامة، واحدة من الأحداث الفعلية و المادية الهامة التي تتطلب القيام بالإفصاحات العامة الضرورية. وبعد الغرض الأساسي من نظام الاستحواذ، هو إعطاء المساهم الحق في أخذ وشراء بعض من أسهم الشركة وفقاً لأسعار فضلى، في حال رغبته بعدم سيطرة مراقب جديد على هذه الشركة، التي يمتلك فيها الأسهم.

(ج) - تمتلك هيئة الأوراق المالية في ليوانيا، الحق بوضع حالات عامة استثنائية، من التزامات الإعلان عن، حالات استدراج العروض الإلزامية، في حال كون عملية الإعلان هذه، غير عادلة، أو غير ملائمة، أو تتناقض مع مصالح الأسواق المالية.

(ج) - وفي سيريلانكا: يتحدد الجانب العقلاني في إيجاد أنظمة الاستحواذ و الاندماج، في إيجاد ووضع مجموعة من القوانين، القادرة على تعزيز ودعم عمليات الاستحواذ، دون التقييد من حرية المساهمين، مهما كانت حصة مساهمتهم في الشركة موضع البحث، محدودة، وقد تمت عملية وضع، متطلبات خاصة محددة، في ضرورة التزام كافة الشركات المساهمة، بمتطلبات قوانين الاستحواذ المحددة، وفي الوقت المحدد لها.

و غالباً ما تكون هذه المتطلبات إلزامية، وذلك بهدف تأمين الدخول المتكافئ والمتساوي للحصول على المعلومات، الهامة بصورة مادية وفعلية، لكافة المساهمين في الشركات المساهمة الهدف، وغيرهم من الأطراف أصحاب العلاقة، ويشمل ذلك الأشخاص المهتمون في القيام بعمليات استدراج عروض تنافسية، للشركات المساهمة الهدف.

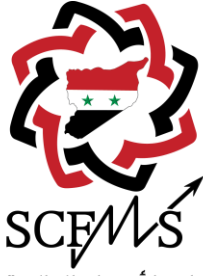
(ج) - وفي الهند: تهدف الأطر التنظيمية لعمليات الاستحواذ، إلى جعل عملية استحواذ الأسهم، أكثر شفافية، وحماية لمصالح المستثمرين، من خلال توفير عامل المساواة بين الأطراف المشاركة المتنوعة.

وتتحدد المبادئ الكامنة وراء تطبيق نظام الاستحواذ في مايلي:



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

- المساواة في التعامل، و إتاحة الفرص لكافة المستثمرين.
 - توفير الحماية لمصالح المساهمين.
 - توفير الإفصاح العادل والصادق، عن كافة المعلومات المادية للشخص المصدر، في كافة إعلانات الاكتتابات، ووثائق عمليات استدراج العروض.
 - منع تزويد المعلومات المتعلقة بالمصدرين للأسهم، وغيرهم من الأطراف ذوي العلاقة، بعمليات استدراج العروض، لمجموعة محددة من المستثمرين دون غيرهم.
 - توفير الوقت الكافي للمساهمين، لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
 - تتم عملية الإعلان، عن عملية استدراج العروض، بعد القيام باعتبارات المسؤولية والعناية اللازمة.
 - يلتزم الشخص الذي يقوم بعملية الاستحواذ، و غيره من الوسطاء الماليين ذوي العلاقة بعمليات استدراج العروض، بممارسة أعلى المعايير المعتمدة، للعناية، والدقة، وإعداد الوثائق الخاصة بعمليات استدراج العروض هذه.
 - اعتراف كافة الأطراف ذوي العلاقة، بعمليات الاستحواذ الهامة من الأسهم، وفقاً للقيود القانونية الموضوعية، وبسلوك ينسجم مع مصالحهم، خلال الفترات المحددة لعمليات استدراج العروض.
 - تمتنع كافة الأطراف المشاركة في عمليات استدراج العروض، من القيام بتداولات استحواذ زائفة للأوراق المالية، للشركة المساهمة الهدف.
 - يمنع قيام الشركة المساهمة الهدف، بأي فعل يحبط القيام بعملية استدراج العروض المطلوبة، دون الحصول على موافقة المساهمين.
- (د- وفي افريقيا الجنوبية:** تهدف أنظمة الاستحواذ، إلى حماية مصالح المستثمرين المساهمين الأقلية، إضافة إلى تحقيق الأهداف التالية:



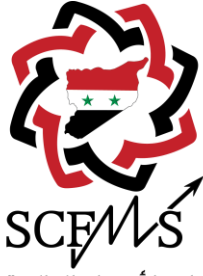
هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

- العدالة في التعامل مع كافة المساهمين في عمليات الاستحواذ.
- توفير الإفصاح الكامل، والمفصل، وبالوقت المحدد، والمتعلق بعمليات الاستحواذ.
- تجنب المعلومات الخاطئة حول الاستحواذ.
- ضرورة تمتع المعلومات المزودة للمساهمين المستثمرين الأقلية، بأعلى المعايير المطلوبة من الجودة و الدقة.
- تجنب حصول تضارب بالمصالح، بين مدراء الشركات المساهمة خلال عمليات الاستحواذ.
- يمنع ظلم المساهمين المستثمرين الأقلية، وتمارس التغييرات في الهيكلية الرقابية بنية حسنة.

الخبرات المكتسبة من تطبيق أنظمة الاستحواذ:

في باكستان: تمت المصادقة على التشريعات ذات العلاقة بالاستحواذ في 2002، منذ هذه الفترة، شهدت الأسواق المالية ثلاث عشرة (13) حالة من حالات الاستحواذ. وتم التوصل إلى ضرورة وضع أدلة عمل إضافية خاصة، تحدد محتوى المعلومات المطلوبة، للإفصاح لعامة جمهور المكنتبين، وطبيعة الأوراق المالية المصدرة من قبل المصدرين لها، بما يتوافق مع التزامات القوانين و الأنظمة النافذة.

في مصر: إذا قام مكنتب بعرض شراء، لأكثر من (10%) عشر بالمئة، من أسهم الشركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية، في عملية تجارية ما، دون التقييد بأنظمة الاستحواذ، فإن الأسواق المالية، لن تسمح لهذه العملية التجارية بأن تتم عملية تنفيذها، وإذا قام مكنتب بتنفيذ تداولات تجارية، أدت إلى زيادة ملكيته، لنسبة تتجاوز العشرة بالمئة (10%) من أسهم الشركات المساهمة، بصورة تتعارض مع أنظمة الاستحواذ، فإن هذه التداولات التجارية، ستتم عملية تسويتها في مركز التسوية والتقااص في الأسواق المالية.



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

وإن أي مكتب بيعاً (كجهة ثالثة)، سيحصل على الأموال المطلوبة لأسهمه، إلا أن الشخص الذي يقوم بانتهاك قوانين الاستحواذ، سيتوجب عليه القيام بعملية بيع للأسهم التي قام بشرائها، بما يخالف أنظمة الاستحواذ النافذة، و بالتالي يتنافى حدوث أي ضرر على الطرف الثالث.

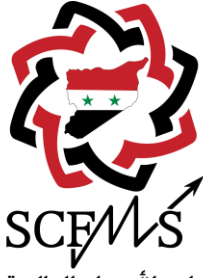
تمت الملاحظة في بعض الأحيان، ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة ارتفاع علاوة الإصدار لعمليات الاستحواذ، والمستويات السعرية اليومية للعمليات التجارية المنفذة، بما يتوافق مع أسعار عروض الشراء دولياً، وفي حال عدم وجود استجابة لعروض الشراء المقدمة، من قبل المساهمين الأساسيين، تميل الأسعار إلى التراجع لحدود المستويات السعرية، الموجودة قبل تقديم العرض.

وتمت الملاحظة أنه، في حال كانت أوامر شراء المكتب بحدود (51%) واحد وخمسين بالمئة، من الشركة المساهمة الهدف، وكانت بعض من هذه الأسهم، مملوكة من قبل الدولة، فإن المكتب بعروض الشراء، لديه الحق و الرغبة في شراء كافة الأسهم المملوكة من قبل الدولة، وجزء صغير فقط من الأسهم المملوكة من قبل القطاع الخاص، (أجزاء من الأسهم).

وتمت الملاحظة أيضاً، أنه في حال قام المكتب بشراء، بعملية شراء لعرض مقدم، بحدود (75) % الخمس وسبعين بالمئة أو أكثر، من الأسهم المصدرة من قبل الشركة المساهمة الهدف، فإن أسهم هذه الشركة المساهمة، تميل إلى أن تصبح غير قابلة للتسييل في السوق المالي.

في جنوب افريقيا: لقد كان تطبيق أنظمة الاستحواذ ناجحاً عموماً، فمنذ أن تمت عملية الإعلان، عن إيجاد التشريعات الناظمة، لإحداث لجنة لأنظمة الأوراق المالية في 1989، كانت هذه اللجنة تلجأ إلى المحاكم المختصة عند الضرورة، مرة خلال 2003، و ما تزال عدد من القضايا القانونية معلقة في القضاء المختص.

وقد قامت هذه اللجنة، بمراجعة القرارات الصادرة عنها، وأهمية تكيف أنظمتها، لتتواءم مع التغييرات الحاصلة على صعيد الأسواق المالية المحلية والدولية، ولهذا الهدف، فإن اللجنة، تسعى إلى عملية اعتماد لأفضل الممارسات من التجارب حول العالم، وكانت قد بدأت سابقاً بعملية إعادة مراجعة لأنظمتها، لتتلاءم مع هذه التغييرات الجديدة.



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

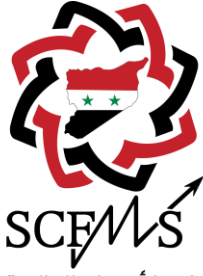
القضايا التي تستوجب المعالجة:

عادة ما تواجه الهيئات المالية، موضع البحث فيما يتعلق بتطبيق أنظمة الاستحواذ، المشاكل المتعلقة بمايلي:

- الالتزام بأنظمة الأسواق المالية.
 - إيجاد الدلائل للعمل، وفقاً للأنظمة وأطر العمل المعتمدة.
 - عدم كفاية الأنظمة الموجودة.
 - عدم وجود الثقافة الاستثمارية الكافية، حول قضايا الاستحواذ.
 - وتدخّل الشركات التجارية الخارجية في عمليات الاستحواذ.
- فيمايلي بعض المواضيع المطروحة للمعالجة من بعض الهيئات المالية

وهي:

- أ- أهمية وجود فصل بين مقتنيات المستثمرين، من الأسهم المتداولة وغير المتداولة (الصين).
- ب- أهمية تحديد الأسعار الملائمة في عروض الاكتتابات (جمهورية التشيك).
- ت- ضرورة وجود مرشحين معنيين لتمثيل المساهمين (هنغاريا).
- ث- عدم كفاية العقوبات المفروضة، على حالات عدم الالتزام بالأنظمة (الهند).
- ج- المشاكل المتعلقة بأنظمة الاستحواذ، من قبل الصناديق الاستثمارية، و الأجانب (كوريا).
- ح- توضيح تعريف محدد لمفهوم " الرقابة" (ماليزيا).
- خ- المشاكل عبر الهيئات المالية المتعددة، عندما يكون المصدر للأوراق المالية، مستثمراً أجنبياً (نيجيريا).



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

- د- المواضيع المتعلقة بتوقيت الإصدارات والاكتتابات (الفلبين).
- ذ- عروض الاكتتابات على نفس الأوراق المالية، مقابلاً لعروض سابقة (رومانيا).
- ر- القضايا المتعلقة بالإبلاغ الضعيف عن نشاطات الاستحواذ، والافتقار إلى المرونة المطلوبة في أنظمة الاستحواذ (جنوب افريقيا).
- ز- تحديد مجموعات رؤوس الأموال (الصين تايبي).
- س- حجم المعلومات التي يمكن طلبها من المستثمرين، ليبقى السوق المالي، بحالة وفرة معلومات كافية (فنزويلا).

تنظيم حلقات بحث تثقيفية حول الاستحواذ:

أشار غالبية أعضاء لجنة الأسواق المالية الناشئة، إلى تأييدهم فكرة تنظيم حلقات بحث تثقيفية، حول مواضيع الاستحواذ، وتتضمن المواضيع المقترحة لهذه الحلقات البحثية، التالي:

- أ- آلية إثبات الدلائل، للعمل وفقاً للأنظمة وأطر العمل المعتمدة.
- ب- آلية تحديد العمل، وفقاً للأنظمة وأطر العمل المعتمدة، فيما يتعلق بالشركات التجارية الخارجية.
- ت- موضوع تحديد أدنى سعر في عمليات الاستحواذ.
- ث- تطوير وتحسين الأنظمة.
- ج- الاكتتابات العامة غير المرغوبة.
- ح- عروض الاكتتابات التنافسية.
- خ- العقوبات.
- د- التعاون الدولي فيما يتعلق بعمليات استدراج العروض.
- ذ- حماية المساهمين الأقلية.



هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
Syrian Commission of Financial Markets and Securities

- (د) - منع حالات التداولات الداخلية، بناء على معلومات سرية.
- (ز) - تطبيق وتنفيذ الاستراتيجيات.
- (س) - الاندماج، والأشخاص المسؤولين عنه.
- (ش) - حالات عملية.
- (ص) - تأمين كوادرات متخصصة للتدريب في مجال الاستحواذ.
- (ض) - عمليات الاستحواذ المتعكسة.
- (ط) - دور الإدارة في الشركة المساهمة الهدف.
- (ظ) - فوائد عملية تنظيم الاستحواذ.
- (ع) - مقارنة الطرق التنظيمية المتعددة.

في الختام:

يرتكز التحليل المقدم في هذا التقرير، على بحث مفصل لعدد من أعضاء لجنة الأسواق المالية الناشئة، ويظهر وجود عدد واسع من أوجه التشابه، لعدد من الطرق التنظيمية القائمة والموجودة لأنظمة الاستحواذ محطّ البحث.

وقد تمت عملية تطوير، حلول تنظيمية فريدة وخاصة، لبعض قضايا الاستحواذ، في عدد من الهيئات المالية، وقام هذا التقرير، بعرض وصف مفصل لبعض من هذه الحلول في جزئه الأول، ويمثل هذا التقرير، بذلك مرجعاً مفيداً لأي من منظمي الأوراق المالية، الذين يفكرون بعملية البدء، بالقيام بالمراجعة المطلوبة للطرق و الآليات التنظيمية القائمة، في أنظمة الاستحواذ، وقد أشار أغلبية أعضاء لجنة الأسواق المالية الناشئة، الذين قاموا بإجراء الاستبيانات، أنهم يفضلون فكرة القيام بتنظيم حلقات بحث تثقيفية كاملة، حول أنظمة الاستحواذ، ومواضيعه.