

الجوانب القانونية لمسؤولية مجلس الإدارة عند تغيير المساهم المسيطر

الواجبات الائتمانية – تعارض المصالح - التدابير الدفاعية

(دراسة تحليلية مقارنة)

دكتور

محمود عبد الحليم

مدرس بقسم القانون التجاري

كلية الحقوق - جامعة مدينة السادات

أستاذ زائر - جامعة السلطان قابوس

محاضر القانون التجاري - أكاديمية الشرطة

محاضر القانون التجاري - كلية إدارة الأعمال - جامعة النيل

محاضر - معهد الخدمات المالية - الهيئة العامة للرقابة المالية

مستشار سابق - مجلس الوزراء

مستخلص

مما لا شك فيه أن تغيير المساهم المسيطر في الشركة المساهمة يعد من المسائل الجوهرية والمعاملات الهامة التي قد يلعب مجلس الإدارة دوراً هاماً ورئيسياً في إحداث مثل هذا التغيير، فقد أناط المشرع بمجلس إدارة الشركة القيام بجميع الأعمال اللازمة لتحقيق غرضها، حيث أجاز له الحق في اتخاذ كافة التصرفات القانونية التي يستطيع بموجبها حماية الشركة بما يحقق مصلحتها ومصلحة الشركاء فيها، وذلك في حدود ما هو مقرر بمقتضى القوانين واللوائح أو النظام الأساسي للشركة. وقد يترتب على هذا التغيير تعارض في المصالح بين المدراء والشركاء في الشركة حيث قد يري مجلس الإدارة أن من مصلحتهم استمرار المساهم المسيطر القائم، بالرغم من أن مصلحة الشركة تتطلب استبداله بآخر ومن ثم فإنه يتعين تنظيم هذا الأمر بقواعد وإجراءات تفصيلية لإعلاء مصلحة الشركاء ولضمان عدم تأثر الشركة واستمرارها في أداء نشاطها التجاري لتحقيق غرضها.

ترتكز هذه الدراسة على بيان التزامات مجلس إدارة شركة المساهمة عند تغيير هيكل السيطرة على الشركة واستبدال المساهم المسيطر بآخر، لذا فإن نطاق هذا البحث سينحصر في بيان الالتزامات القانونية لأعضاء مجلس الإدارة عند شراء عدد من الأسهم تمكن من السيطرة على الشركة وتوجيه نشاطها وشؤونها، وبيان حق مجلس الإدارة في عرقلة مثل هذه المعاملات أو الاعتراض عليها واحباطها بالإضافة لبيان الوسائل الدفاعية التي يسمح لمجلس الإدارة اتخاذها أو يحظر عليها القيام بها في مواجهة عرض السيطرة، والتي تشير إلى الأساليب والاستراتيجيات التي قد تحول دون السيطرة على الشركات أو تجعل الشركة المستهدفة بعرض السيطرة أقل جاذبية لمقدم عرض الاستحواذ من خلال رفع كلفة عملية الاستحواذ على الأسهم أو جعلها أكثر تعقيداً.

وفي سبيل ذلك تم بيان فكرة السيطرة سواء أكانت فعلية أم شكلية وسلطة مجلس الإدارة حيالها من خلال بيان الأساس القانوني لتلك الإجراءات، كما تم استعراض القيود الواردة على انتقال حصص رأس المال في شركة المساهمة وكذلك بيان الواجبات الائتمانية لأعضاء مجلس الإدارة، وأيضاً موقف الفقه والقضاء المقارن من سلطة مجلس الإدارة في منع تغيير السيطرة على الشركة.

الكلمات الدلالية: دفاعات الاستحواذ - المساهم المسيطر - الواجبات الائتمانية - تداول الأسهم - الشركة المستهدفة - تعارض المصالح.

Abstract

The Legal Aspects of the Board of Directors' Liability in Changing the Controlling Shareholder

Undoubtedly, the changing of the controlling shareholder in the joint-stock company is one of the fundamental issues and essential transactions in which the Board of Directors (“**BOD**”) may play an important and major role in changing control, the legislator has entrusted the company's **BOD** with carrying out all the acts necessary to achieve its purpose by authorising it to take all legal actions to protect the company in a way that achieves its interest and the interest of its shareholders, within the limits established by the laws, regulations or the company's articles of association. The change of control may result in a conflict of interest between the directors and the shareholders in the company, as the **BOD** may consider the continuation of the existing controlling shareholder achieves their interest. However, the company's interest requires replacing it with another. Therefore, this issue must be regulated in detailed rules and procedures to uphold the directors' interest and ensure that the company is not negatively affected and continues to perform its commercial activity to achieve its purpose.

This paper analyses (i) the obligations of the **BOD** of the joint-stock company when changing the structure of control over the company and replacing the controlling shareholder with another, so the scope of this study will be limited to the legal obligations of the **BOD** when purchasing a number of shares enabling the acquirer to control the company and direct its activities and affairs; (ii) the right the **BOD** in obstructing or objecting the control transactions and thwarting them; (iii) the defensive measures that the **BOD** is allowed to take or prohibited from doing in the face of the offer of control which refers to the methods and strategies that may prevent control over the companies or make the target company less attractive to the takeover bidder by raising the acquisition cost or making it more complicated.

In this regard, we addressed the idea of control, whether actual or formal, and the authority of the **BOD** regarding it by stating the legal basis for such procedures, and the restrictions on the transfer of capital shares in the joint-stock company were also reviewed, as well as the fiduciary duties of the members of the **BOD**, as well as the position of jurisprudence and comparative judiciary from the power of the **BOD** to prevent a change of control of the company.

Keywords: Defensive Measures - Controlling Shareholder - Fiduciary Duties - Stock Trading - Target Company - Conflict of Interest.

مقدمة

تلعب الشركات المساهمة دوراً رائداً في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، لذلك كفل لها المشرع العديد من الضمانات القانونية لأداء نشاطها التجاري على الوجه المطلوب بما يمكنها من تحقيق أهدافها وغرضها الذي أنشئت من أجله والذي ينعكس إيجاباً على تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية للدولة.

وغني عن البيان أن قاعدة الملكية في الشركات المساهمة وخاصة الشركات المدرجة في البورصة موزعة على العديد من المساهمين، فقد يحمل كل مساهم نسبة صغيرة جداً من إجمالي الأسهم، ومن ثم يصبح رأس مال الشركة موزعاً بين العديد من المساهمين، بحيث لا تملك أي كتلة من المساهمين حصة كبيرة بما فيه الكفاية لممارسة السيطرة على إدارة الشركة. وبالتالي يكون لدى كل مساهم حافز ضعيف للإشراف على المعاملات التجارية للشركة.

ولهذا السبب ظهرت فكرة فصل الملكية عن الإدارة، لذلك يقوم المساهمون بتعيين مدراء للتعامل مع المسائل اليومية في الشركة لمتابعة أهداف العمل وتحقيق أقصى قدر من المكاسب المالية نيابة عنهم وذلك وفقاً لاعتبارات وظيفية لا علاقة لها بملكية رأس المال وإنما تحددها المقدرة والكفاءة الإدارية، ومتى توفر لأحد المساهمين الكفاءة لإدارة الشركة فلا ضير في أن يكون المالك في هذه الحالة مديراً لها.

لذا فقد وضع المشرع العديد من الضمانات القانونية لعل أهمها وضع مجموعة من القواعد القانونية والإجراءات الإدارية والتدابير التنظيمية لإدارتها بطريقة فعالة وذات كفاءة لضمان نجاحها وتحقيق غرضها، لذا فقد عني المشرع بتنظيم القواعد وتحديد الالتزامات والاختصاصات للقائمين على إدارتها وذلك نظراً لوجود طائفتين من الأشخاص داخل شركة المساهمة هما ملاك الشركة، ومديروها. وقد تطلب وجود هاتين الفئتين إيجاد قواعد لتنظيم العلاقة بينهما ولضمان تصرف المديرين (غير الملاك) لصالح الشركة وملاكها بما يضمن منع تعارض المصالح بينهم. فعلى الرغم من أن المساهمين لا يزالون يحتفظون بوصف المالك، إلا أنهم لا يتصرفون في نفس الطريقة المخولة للمالك التقليدي.

فعندما يكون المديرين مسؤولين عن شؤون الشركة اليومية، فإن المساهمين عادة ليسوا في وضع يمكنهم من تغيير تصرفات المديرين في حال عدم الموافقة عليها. ومن ثم، هناك تضارب محتمل في المصالح بين أولئك الذين يسيطرون فعلياً على الشركة وأصحاب الملكية الحقيقية فيها.

إن أكثر التدابير التنظيمية المألوفة هي تلك القواعد القانونية التي تقيد المدراء عن طريق تحديد نطاق اختصاصهم بعدم اتخاذ قرارات، أو إجراء معاملات محددة، والتي من شأنها أن تضر بمصالح الشركاء لو تم السماح لهم باتخاذها. حيث يمكن للمشرع وضع هذه القيود في شكل قواعد قانونية ملزمة، والتي تتطلب أو

تحظر سلوكيات معينة، أو وضع معايير عامة على أن يتمتع القضاء بموجبها بسلطة تقديرية واسعة وفقاً لظروف كل حالة على حدة.

ومما لاشك فيه أن تغيير المساهم المسيطر في الشركة المساهمة يعد من المسائل الجوهرية والمعاملات الهامة التي قد يلعب مجلس الإدارة دوراً هاماً ورئيسياً في إحداث مثل هذا التغيير، والذي قد يترتب عليه تعارض في المصالح بين المدراء والشركاء في الشركة حيث قد يرى مجلس الإدارة أن من مصلحتهم استمرار المساهم المسيطر القائم، بالرغم من أن مصلحة الشركة تتطلب استبداله بآخر ومن ثم فإنه يتعين تنظيم هذا الأمر بقواعد وإجراءات تفصيلية لإعلاء مصلحة الشركاء ولضمان عدم تأثر الشركة واستمرارها في أداء نشاطها التجاري لتحقيق غرضها.

• موضوع البحث:

ترتكز هذه الدراسة على بيان التزامات مجلس إدارة شركة المساهمة عند تغيير هيكل السيطرة على الشركة واستبدال المساهم المسيطر بآخر حيث أن مثل هذا التغيير قد يترتب عليه تعارض في المصالح بين مجلس الإدارة وبين المساهم المسيطر الحالي أو بين مجلس الإدارة وبين المساهم المسيطر المحتمل بما قد يترتب عليه التأثير سلباً على مصلحة الشركة ويتعارض مع مبادئ الحوكمة.

لذا فنطاق هذا البحث سينحصر في بيان الالتزامات القانونية لأعضاء مجلس الإدارة عند شراء عدد من الأسهم تمكن من السيطرة على الشركة وتوجيه نشاطها، وبيان حق مجلس الإدارة في عرقلة مثل هذه المعاملات أو الاعتراض عليها واحباطها بالإضافة لبيان الوسائل التي يسمح لمجلس الإدارة اتخاذها أو يحظر عليها القيام بها في مواجهة عرض السيطرة. وفي سبيل ذلك سيتم بيان فكرة السيطرة سواء أكانت فعلية أم شكلية وسلطة مجلس الإدارة حيالها من خلال بيان الأساس القانوني لتلك الإجراءات.

• أهمية البحث

تتجلى أهمية هذا البحث في زيادة المعاملات التي يترتب عليها السيطرة على الشركة من قبل مساهم جديد تملك حصة في رأس المال مكنته من اتخاذ القرارات أو الاعتراض عليها وبالتالي التحكم في توجيه الشركة وتسيير شئونها مما قد يترتب عليها تعارض في المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين فيها حيث قد يفضل مدراء الشركة مساهم مسيطر على آخر بالرغم من تعارض ذلك مع مصلحة الشركة أو مصلحة مساهمها سواء أكانوا أقلية أو أغلبية. وبالتالي يتعين تسليط الضوء على الضمانات التي كفلها المشرع وإجراء التحليل القانوني لها لمنع تعارض المصالح بين الإدارة وبين المساهمين في الشركة.

• أهداف البحث

يهدف هذا البحث بوجه عام للتوصل إلى بعض النتائج والتوصيات التي تسهم في إيضاح القواعد القانونية المنظمة لاختصاصات مجلس الإدارة في هذا الشأن والاجابة على ما يثيره من تساؤلات.

• مشكلة البحث

- يثير هذا الموضوع العدي من التساؤلات والتي تعد أساساً لمشكلته ولعل أبرز هذه التساؤلات:
 - هل توجد قيود على حق المساهمين الشركاء في التصرف في أسهمهم للغير؟
 - ما هي صور التدابير التي تتخذها إدارة الشركة لمنع انتقال السيطرة عليها من مساهم لآخر؟
 - ما هي سلطة مجلس الإدارة في اعتماد التدابير الدفاعية لمواجهة عروض السيطرة؟
 - ما هي الواجبات الائتمانية لأعضاء مجلس الإدارة؟
 - موقف الفقه والقضاء المقارن من سلطة مجلس الإدارة في منع تغيير السيطرة على الشركة؟

• منهج البحث

تم الاعتماد على المنهج التحليلي كمنهج أساسي لهذا البحث حيث يساهم في إيضاح الإطار القانوني والقواعد المنظمة لموضوع البحث، بالإضافة للاعتماد على المنهج المقارن بين الأنظمة القانونية المختلفة لبيان أوجه التقارب والاختلاف بينها سعياً لإيجاد مواطن القصور التشريعي الوارد بها ومعالجتها.

• خطة البحث

في ضوء ما تقدم بيانه، سيتم تقسيم البحث على النحو التالي:

- مبحث تمهيدي: ماهية السيطرة على الشركة والأساس القانوني لها.
- الفصل الأول: التدابير الدفاعية لمواجهة تغيير السيطرة على الشركة.
- الفصل الثاني: سلطة مجلس الإدارة في منع السيطرة على الشركة.

مبحث تمهيدي

ماهية السيطرة على الشركة والأساس القانوني لها

تمهيد وتقسيم:

تطرح مسألة تغيير المساهم المسيطر في الشركة الكثير من التساؤلات وتثير العديد من الإشكالات، حيث أن تغيير المساهم المسيطر في الشركة يتم من خلال تغيير في هيكل ملكية رأس مال الشركة والذي ينتج

عند تقديم عرض للاستحواذ على عدد من أسهم الشركة التي تمكن حائزها من السيطرة على الشركة واتخاذ كافة القرارات اللازمة لتسيير شئونها وتوجيه نشاطها التجاري.

وبناء على ما سبق فإن مجلس إدارة الشركة المستهدفة قد يلعب دوراً كبيراً في تغيير جهة السيطرة على الشركة، فمجلس الإدارة قد يشجع أو يحبط عملية السيطرة وذلك من خلال سلطته في اتخاذ العديد من الإجراءات والتدابير والتصرفات التي كفلها له القانون لتسيير شئون الشركة.

فقد أنط المشرع بمجلس إدارة الشركة القيام بجميع الأعمال اللازمة لتحقيق غرضها، حيث أجاز له الحق في اتخاذ كافة التصرفات التي يستطيع بموجبها تحقيق مصلحتها ومصحة الشركاء فيها، وذلك في حدود ما هو مقرر بمقتضى القوانين واللوائح أو النظام الأساسي للشركة.^١ وقد درج الفقه على تسمية تلك التصرفات بالتدابير الدفاعية Defensive Measures والتي تشير إلى الأساليب والاستراتيجيات التي قد تحول دون السيطرة على الشركات أو تجعل الشركة المستهدفة بعرض السيطرة أقل جاذبية لمقدم عرض الاستحواذ من خلال رفع كلفة عملية الاستحواذ على الأسهم أو جعلها أكثر تعقيداً.^٢ فقد ترغب إدارة الشركة المستهدفة في عرقلة تغيير المساهم المسيطر من أجل تجنب فقدان وظيفتها وامتيازاتها بغض النظر عن مصلحة المساهمين فيها. أو قد تقوم إدارة الشركة المستهدفة بمنع عملية الاستحواذ لأنها تعتقد أن الصفقة ليست في مصلحة المساهمين، أو لأن السعر المعروض منخفضاً بشكل غير مقبول ولا يعبر عن القيمة الحقيقية لأصول الشركة.

وتجدر الإشارة إلى أن إحباط التصرفات التي من شأنها تغيير هيكل السيطرة على الشركة لا تقتصر على إدارتها فقط بل قد يسعى المساهمون أنفسهم إلى اتخاذ تلك التدابير الدفاعية بشكل مسبق على تقديم عروض السيطرة تحسباً من قيام أحد المساهمين بنقل أسهمه لشخص آخر دون موافقة باقي المساهمين، حيث أنه نظراً لاعتبارات يقدرها المساهمون في الشركة فإنهم قد يرغبون في الحفاظ على ثبات هيكل الملكية، أو قد لا يرغبون في إدخال مساهمين جدد لمدة معينة وذلك سعياً لتحقيق الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله، لذا فإنه غالباً ما يتم إبرام العديد من اتفاقات المساهمين لوضع قيود على تداول أسهم المساهمين أطراف الاتفاق

^١ القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الشخص الواحد، الجريدة الرسمية، ١ أكتوبر ١٩٨١، العدد ٤٠، المادتين ٥٣ و٥٤، يشار إليه ("قانون الشركات").

^٢ Marco Ventoruzzo, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, ٤١ TEX. INT'L L. J. ١٧١, ١٨٢ (٢٠٠٦).

بما يضمن عدم انتقال حصة أحدهم في رأس المال إلى آخرين.^٣

وقد عنيت العديد من الأنظمة القانونية بتنظيم حق مجلس إدارة الشركة المستهدفة في استخدام التدابير الدفاعية لمواجهة عرض السيطرة حيث قد ألزمت لائحة الاستحواذ في المملكة المتحدة - والتي يطلق عليها قواعد المدينة (The City Code) - مجلس الإدارة بتغليب مصلحة الشركة والمساهمين فيها.^٤ كما نص المشرع الأمريكي في قانون مكافحة الاحتكار على بطلان الإجراءات التي اعتمدها مجلس إدارة الشركة المستهدفة لمواجهة عرض الاستحواذ إذا كان من شأنها الإضرار بحرية المنافسة. وقد حظر المشرع المصري استخدام التدابير الدفاعية اللاحقة على تقديم عرض الاستحواذ حيث ألزم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالامتناع عن القيام بأي إجراء أو تصرف يعتبر "حدثاً جوهرياً ضاراً" اعتباراً من تاريخ نشر قرار الموافقة على عرض الاستحواذ من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية وحتى إعلان نتيجة العرض.^٥ فيعد حدثاً جوهرياً ضاراً قرار زيادة رأس المال أو إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم إذا كان من شأن هذه الزيادة أن تجعل من اتفاق الاستحواذ أمراً مستحيلاً أو مرهقاً للمستحود، كما يعد بيع أصول الشركة أو زيادة التزاماتها من الأحداث الضارة أيضاً.^٦

فخلال الثمانينيات من القرن الماضي، تم استحداث وسائل لمواجهة عروض الاستحواذ مثل الأقراص السامة Poison Pills، والمظلات الذهبية Golden Parachutes، وعمليات إعادة الرسملة بالرافعة Leveraged Recapitalizations، والفارس النبيل White knight، وحاملي الدروع Squires، والتجديد الجزئي لمجلس الإدارة Staggered Boards، وغيرها من التدابير الدفاعية التي تلجأ إليها الشركات لمواجهة

^٣ قانون الشركات، المادة ٩ مكرر؛ قرار وزير شؤون الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، المواد ٢، ٢ مكرر، ١٣٢، ١٣٣، ١٣٩، ١٤٠، ١٤١، ٢٢٧، يشار إليه فيما يلي بـ ("لائحة قانون الشركات").

^٤ د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لعروض الشراء الجديدة بالقرار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠٠٦، ص ٢٥٦ وما بعدها.

The Takeover Code, ١٢, ٩, ١٦, Section C٧, Definitions, CONTROL

ويشار إليها فيما يلي بـ ("قواعد المدينة")

^٥ قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الوقائع المصرية، العدد ٨١، ٨/٤/١٩٩٣. المادة ٣٤٣، يشار إليه ("لائحة سوق المال").

^٦ انظر د. طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دراسة اقتصادية وقانونية في ضوء قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، دار النهضة العربية، سنة ٢٠١٠، ص ٧٨:٧٦.

عروض الاستحواذ غير المرغوب فيها، وفي هذا السياق سيتم تناول التدابير الدفاعية التي يمكن لإدارة الشركة اتخاذها لمواجهة عروض الاستحواذ غير المرغوب فيها والتي اصطلح الفقه على تسميتها بعرض الاستحواذ العدائي (Hostile Takeovers)، وذلك في المطلبين القادمين:

المطلب الأول

ماهية السيطرة على الشركة

تظهر فكرة السيطرة على الشركة عند شراء نسبة من رأس مالها تمكن مالكيها من التحكم في القرارات وتوجيه نشاط الشركة التجاري وفقاً للغرض الذي يراه المساهم المسيطر مناسباً، ولا شك أن الأعمال المادية تعد مظهراً من مظاهر السيطرة الفاعلة، والتي عادةً ما تتمثل في استعمال الشيء واستغلاله والتصرف فيه، فلا بد لتحقيق السيطرة الفاعلة على الشيء القيام بعمل مادي يظهر ذلك فلا يكفي مجرد التمكن من السيطرة دون السيطرة الفعلية. لذلك فقد مايز بعض الفقه بين السيطرة الفعلية والسيطرة القانونية، حيث تعتمد السيطرة القانونية على وجود التزام قانوني بالمحافظة على الشيء والقدرة على التصرف فيه، أما السيطرة الفعلية فتعتمد على قدرة الشخص على التصرف في الشيء سواء أكان مالكاً للشيء أم لا وبالتالي قد يكون المالك شخص والمسيطر على الشيء شخص آخر.^٧ من ذلك يتضح أن السيطرة الفاعلة على الشركة تعتمد على تملك نسبة من رأس المال أو حقوق التصويت لإحدى الشركات، والتي من شأنها حصول المستحوذ على وضع يتحكم من خلاله في قرارات الشخص الخاضع للسيطرة دون التأثير على وجوده القانوني.^٨

فبالرغم من أنه غالباً ما يتم الحصول على السيطرة على الشركة بإمتلاك أغلبية حصص رأس المال، إلا أن تلك الملكية لا تعد دليلاً على السيطرة الفاعلة Effective Control على الشركة،^٩ فقد يكون لأحد المساهمين حصة أقل في رأس المال إلا أنه يملك حصة أكبر في حقوق التصويت تمكنه من التحكم في تعيين غالبية أعضاء مجلس الإدارة والتحكم في القرارات التي يصدرها من خلال إبرام اتفاقات المساهمين.^{١٠} ففي هذه

^٧ د. عبد الرازق السنهوري، الوسيط في القانون المدني، الحقوق العينية، طبعة منقحة ٢٠٠٤، ص ٧٦٦ وما بعدها.

^٨ انظر د. أحمد عبد الرحمن الملحم، مدي مخالفة الاندماج والسيطرة لأحكام المنافسة التجارية. دراسة تحليلية مقارنة، مجلة الحقوق، السنة التاسعة عشرة، العدد الثالث، جامعة الكويت، ص ١٤ وما بعدها.

^٩ Umakanth Varottil, *Comparative Takeover Regulation and the Concept of 'Control'*, SING. J. LEGAL STUD. ٢٠٠٨ (٢٠١٥).

^{١٠} قانون الشركات، المادة ٩ مكرر. تجدر الإشارة إلى أن قانون الشركات حتى عام ٢٠١٨ لم يكن ينظم صراحة اتفاقات المساهمين Shareholders Agreements، وإنما كان يتم تطبيقها وفقاً للقواعد العامة للتعاقد في القانون المصري.

الحالات تتحقق السيطرة الفاعلة على الشركة، بالرغم من عدم تملك أغلب حصص رأس مالها. لذلك، فإن ملكية غالبية الأسهم لا تعني السيطرة على الشركة، وتأخذ أغلب التشريعات بمعيار السيطرة الفاعلة مثل قانون البنوك.^{١١}

وغالباً ما تضع القوانين المختلفة حداً معيناً من ملكية رأس المال يعد دليلاً على السيطرة الفاعلة على الشركة وهذا الحد يتراوح من ٤٠:٣٠٪ حيث تأخذ التشريعات في فرنسا والمملكة المتحدة بنسبة ٣٠٪ كدليل على السيطرة الفاعلة بينما يتطلب المشرع المصري تملك ثلث رأس المال أي ما نسبته ٣٣,٣٣٪ كمعيار للسيطرة الفاعلة ولا شك أن تملك المساهم لهذه النسبة يتطلب معه إلزامه ببعض الأحكام والضوابط القانونية، مثل إلزامه بتقديم عرض شراء إلزامي لباقي المساهمين في الشركة المستهدفة وفقاً لبعض الضوابط القانونية. على الجانب الآخر، فقد عرفت لائحة الاستحواذ في المملكة المتحدة - والتي يطلق عليها قواعد المدينة (The City Code - السيطرة بأنها "حصة أو امتيازات في حصة تمثل ما مجموعه ٣٠٪ أو أكثر من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة، بغض النظر عما إذا كانت هذه الامتيازات أو الحصة تعطي السيطرة الفعلية أم لا".^{١٢}

وعلى الرغم من أن بعض الدراسات مؤخراً قد أشارت إلي عدم وجود تعريف للاستحواذ بقصد السيطرة على الشركة في القانون الأوروبي ولا في قانون المملكة المتحدة.^{١٣} إلا أنه بمطالعة تلك الأنظمة القانونية نجد أن القانون الأوروبي قد عرف عرض الاستحواذ "Takeover Bid - Tender offer" بأنه عرضاً عاماً يقدمه شخص آخر غير الشركة المستهدفة نفسها لحاملي الأوراق المالية للشركة للحصول على كل أو بعض تلك

مثال ذلك، اتفاقية المساهمين الموقعة بين شركتي فرانس تليكوم وأوراسكوم تليكوم والتي تتطلب موافقة كلتا الشركتين على كافة الأمور الخاصة بتسيير شئون شركة موبينيل للاتصالات بالرغم من أن الأولى تمتلك حصة قدرها ٧١٪ من الأسهم والأخرى تمتلك ٢٩٪ فقط. ولمزيد من التفصيل حول هذا الموضوع انظر كل من

Paulius Miliauskas, *Shareholders' Agreement as a Tool to Mitigate Corporate Conflicts of Interests*, ٦ INT'L J. Private L. ١٠٩-١١٣ (٢٠١٣); Marco Ventoruzzo, *Why Shareholders' Agreements are Not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation*, ٣ (Pa. State Univ. Dickinson Sch. of Law, Bocconi Legal Studies Research Paper No. ٤٢-٢٠١٣, ٢٠١٣), archived at <http://perma.cc/GVG9-776B>

^{١١} القانون رقم ١٩٤ لسنة ٢٠٢٠ بإصدار قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي، الجريدة الرسمية، العدد ٣٧ مكرر (و)، ٢٠٢٠/٩/١٥، المادة ١. يشار إليه فيما يلي بـ("قانون البنوك").

^{١٢} The Takeover Code, ١٢,٩,١٦, Section C٧, Definitions, CONTROL

ويشار إليها فيما يلي بـ ("قواعد المدينة")

^{١٣} انظر د. نهاد احمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية ٢٠١٤ ص ٤٧، ٥١، ٥٢.

الأوراق المالية، سواء كان العرض إلزامياً أو اتفاقياً، وذلك بهدف الحصول على السيطرة على الشركة المستهدفة بالعرض وذلك على نحو ما ينظمه القانون الوطني؛^{١٤}

takeover bid' or 'bid' shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law.

وفي المملكة المتحدة وبالرغم من أن مصطلح عرض الشراء العام بقصد السيطرة قد ظهر ابتداء في أوائل الخمسينيات من القرن العشرين، إلا أنه لم يتم تعريفه قانوناً إلا بموجب المادة ٩٧١ من قانون الشركات لعام ٢٠٠٦ والتي تبنت تعريف "عرض الاستحواذ" الوارد في توجيه الاستحواذ الأوروبي، والتي نصت على أن مقدم العرض وعرض الاستحواذ لهما نفس المعنى الوارد في توجيه الاستحواذ الأوروبي.^{١٥}

"offeror"&"takeover bid" have the same meaning as in the Takeovers Directive"

ومع ذلك، لم يتم إيجاد أي تعريف لعرض الشراء العام في قواعد المدينة. بيد أنه قد أشار بعض الفقه، إلى أن عدم وجود تعريف في القانون الإنجليزي - قبل عام ٢٠٠٦ - لم يكن يولد نفس المشاكل الناجمة عن عدم وجود تعريف له في الولايات المتحدة، لأن قواعد المدينة تتبني نهج القواعد القطعية Bright Line بحيث لا تحتمل أحكامها تفسيرات متضاربة، فبموجب قواعد المدينة يتم النظر إلى النسبة المئوية للأسهم التي يسعى المساهم المسيطر المحتمل للحصول عليها في الشركة المستهدفة بالعرض، بدلا من النظر لأسلوب الاستحواذ

^{١٤} التوجيه الأوروبي الثالث عشر بشأن عروض الاستحواذ لعام ٢٠٠٤، المادة ٢/١ a. لاحقاً بـ (توجيه الاستحواذ الأوروبي) DIRECTIVE ٢٠٠٤/٢٥/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of ٢١ April ٢٠٠٤ on Takeover Bids.

وتجدر الإشارة أن التوجيه الأوروبي هو مجموعة القواعد الصادرة عن الاتحاد الأوروبي والتي تلزم الدول الأعضاء بتحقيق أهداف معينة دون إلزام الدول الأعضاء باتخاذ وسائل معينة لتحقيقها. وهذا على النقيض من اللوائح التي يصدرها الاتحاد الأوروبي، والتي تعتبر قواعد ذاتية التنفيذ ولا تتطلب أي تدابير لتنفيذها وإنما يجب أن تكون ملزمة بالكامل ويطبقها مباشرة جميع الدول الأعضاء.

انظر معاهدة الاتحاد الأوروبي، المادة ٢٨٨.

CONSOLIDATED VERSION OF THE TREATY ON THE FUNCTIONING OF THE EUROPEAN UNION, Official Journal C ٣٢٦, ٢٦/١٠/٢٠١٢ P. ٠٠٠١ - ٠٣٩٠.

يشار إليها لاحقاً بـ ("معاهدة الاتحاد الأوروبي")

^{١٥} انظر المرجع السابق.

المستخدم وذلك لتحديد الأحكام الواجبة التطبيق من قواعد المدينة.^{١٦} لذلك فمن المهم توضيح أن مصطلح "عرض الشراء العام" المستخدم في هذه الدراسة يعني على وجه التحديد عرض الشراء بهدف السيطرة على الشركة.

وفي القانون الأمريكي، فإن قانون ويليامز Williams ACT - المعنى بتنظيم عرض الشراء العام - لم يتطرق لوضع تعريف للسيطرة على الشركة المستهدفة، وبالتالي فإنه لا يوجد تعريف دقيق لمصطلح عرض الشراء العام Tender offer في تنظيم الاستحواذ الأمريكي. فعلى الرغم من وجود تنظيم كامل يحكم عروض الشراء العامة، إلا أنه لم يتم العثور فيه على تعريف لها. وربما كان قصد المشرع من عدم وضع تعريف هو إعطاء المحاكم المرونة الكافية لتطبيق قانون ويليامز على أساس كل حالة على حدة. إلا أن المشرع الأمريكي قد عرف السيطرة في لائحة الاستحواذ الأجنبي الصادرة عن لجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة CFIUS بأنها "السلطة المباشرة أو غير المباشرة - سواء كان يتم ممارستها أم لا - التي تنشأ عن تملك حصة أغلبية أو أقلية مهيمنة على مجموع حقوق التصويت القائمة في شركة ما، أو في تمثيل مجلس الإدارة، أو التصويت بالوكالة، أو حصة خاصة، أو اتفاقات تعاقدية أو اتفاقات التعاون سواء أكانت رسمية أو غير رسمية، أو غير ذلك من الإجراءات، لتحديد المسائل الجوهرية التي تؤثر على الشركة أو توجيهها أو البت فيها.^{١٧}

إلا أن التعريف السابق للسيطرة يتم التعويل عليه فقط في إطار عمليات الاستحواذ الأجنبية ذات الصلة بالأمن القومي، أما في إطار معاملات الاستحواذ العادية فقد أدى عدم وجود تعريف في قانون ويليامز إلى وجود عدد كبير من المنازعات أمام المحاكم الأمريكية لأن الأطراف المعنية سيختارون جميعاً اعتماد تعريف عرض الشراء العام بما يتناسب مع مصالحهم الخاصة.^{١٨}

^{١٦} STEPHEN KENYON-SLADE, MERGERS AND TAKEOVERS IN THE US AND UK, ٥١ (٢٠٠٤).

^{١٧} لائحة الاستحواذ الأجنبي، المادة ٨٠٠.٢٠٤ § C.F.R. ٣١،

^{٣١} CFR Part ٨٠٠ - Regulations Pertaining To Certain Investments In The United States By Foreign Persons.

^{١٨} EDWARD R. ARANOW AND HERBERT A. EINHORN AND GEORGE BERLSTEIN, DEVELOPMENT IN TENDER OFFERS FOR CORPORATE CONTROL: AN UPDATING OF A PRIOR TREATISE ON THE PRACTICAL AND LEGAL PROBLEMS INVOLVED IN TENDER OFFERS ١-٣٥ (١٩٧٧).

وبالرغم من هذا القصور التشريعي لتعريف عرض الشراء العام، إلا أن القضاء الأمريكي قد حدد ثمانية عوامل - عوامل ولمان Wellman factors - لتحديد ما إذا كان شراء الأسهم يمثل عرضاً عاماً للشراء وبالتالي يخضع لقانون ويليامز أم لا وذلك في قضية ويلمان ضد ديكينسون *Wellman v. Dickinson*^{١٩}، وهذه العوامل الثمانية هي:

- ١- وجود عرض نشط وواسع النطاق لشراء أسهم الشركة المستهدفة؛
- ٢- أن يهدف العرض لتملك نسبة كبيرة من أسهم الشركة المستهدفة؛
- ٣- تقديم عرض الشراء بسعر يزيد عن القيمة السوقية للأسهم؛
- ٤- ثبات شروط العرض وعدم قابليتها للتفاوض؛
- ٥- تحديد العرض لتملك نسبة معينة من الأسهم وربما تحديد حد أقصى لعدد الأسهم المطلوبة؛
- ٦- بقاء العرض قائماً لفترة زمنية محدودة؛
- ٧- تعرض الشركة المستهدفة للضغط لبيع الأسهم؛
- ٨- وجود إعلان عام عن خطة الشراء سابقة أو متزامنة مع تراكم سريع لكميات كبيرة من أسهم الشركة.^{٢٠}

ومع ذلك، يمكن القول بأنه ليس ضرورياً استيفاء جميع العوامل الثمانية لتحديد ما إذا كانت أية طريقة لشراء الأسهم تمثل عرضاً عاماً للشراء بقصد الاستحواذ، كما أن المحاكم لا تأخذ في اعتبارها جميع هذه العوامل الثمانية على قدم المساواة ولكنها أضافت مزيداً من المعايير لتحديد مفهوم عرض الشراء.^{٢١} ففي قضية شركة هانسون تراست ضد شركة إس سي إم *Hanson Trust PLC v. SCM Corp*^{٢٢}، على الرغم أن محكمة الاستئناف أقرت أن عوامل ولمان مرتبطة بتحديد ما إذا كانت الإجراءات التي قام بها مقدم العرض تشكل عرضاً عاماً للشراء أم لا، إلا أنها رفضت النظر في اختبار العوامل الثمانية باعتبارها معايير إلزامية Litmus Test.

وتتلخص وقائع هذه الدعوى في ادعاء شركة إس سي إم *SCM* (المدعي) بأن شركة هانسون تراست *Hanson Trust PLC* (المدعى عليه) استحوتت على حصة في رأسمالها من خلال تقديم عرض استحواذ لا تتوافر فيه الاشتراطات المقررة قانوناً، وهي أن بيع الأسهم في عروض الشراء الخاصة لا يحتاج إلى مراعاة

^{١٩} *Wellman v. Dickinson*, ٤٧٥ F Supp ٧٨٣ (SDNY ١٩٧٩), aff'd ٦٣٢ F ٢d ٣٥٥ (٢d Cir ١٩٨٢).

^{٢٠} تم إضافة هذه العوامل بعد صدور الحكم في قضية ويلمان.

^{٢١} انظر المرجع ١٦، ص ١٣٩.

^{٢٢} *Hanson Trust Plc v. SCM Corp.*, ٧٧٤ F ٢d ٤٧ (٢nd Cir ١٩٨٥).

اشتراطات الإخطار المطبقة على عروض الشراء العامة، طالما لا يوجد ما يمنع المساهمين من اتخاذ القرار الصائب بشأن بيع أسهمهم في الشركة. حيث تتمثل الإشكالية هنا في اشتراط الالتزام بالإخطار عن عروض الشراء، وذلك إذا لم يكن هناك خطر من إعاقة المساهمين المستهدفين من اتخاذ القرار الصائب بشأن عملية الاستحواذ عند شراء أسهم الشركة في عرض شراء خاص.

وبعد أن قامت الشركة المدعى عليها بشراء الأسهم، سعت الشركة المدعية إلى إصدار حكم قضائي يلزم الشركة المدعى عليها بالتصرف في الأسهم التي تملكها. لذا ارتأت المحكمة أن تملك الشركة المدعى عليها لأسهم الشركة المدعية يقتضي تقديم عرض شراء عام والذي يتطلب الامتثال لاشتراطات الإخطار المقررة قانوناً. وعلى إثر هذا الحكم قامت الشركة المدعى عليها بالطعن عليه.

وقد أصدرت محكمة الطعن حكماً بقبول الطعن وإلغاء الحكم السابق، وسببت ذلك بأن عملية الاستحواذ على أسهم الشركات في عرض شراء خاص قد لا تشترط توجيه الإخطار المقرر قانوناً على عروض الشراء العامة، شريطة ألا يكون هناك خطر من إعاقة المساهمين البائعين عن اتخاذ قرارات صائبة بشأن بيع أسهمهم. ففي هذه الحالة، يدرك المساهمين تماماً كافة تفاصيل عرض الشراء بشكل كامل، وشروطه، واحتمالية توجيه عروض شراء خاصة. لذلك، لم تكن هناك حاجة للإخطار الرسمي عن عملية الاستحواذ باعتبارها عروضاً عامة للشراء ولا وجود لخطر سرقتها عن مساهمي الشركة المدعية.

وفي حكم المحكمة في قضية شركة إس جي للأوراق المالية ضد شركة فوكوا للاستثمار *S-G Inc. Securities v. Fuqua Investment Co*، انتهت المحكمة إلى أن عرض الشراء العام يصبح قائماً إذا أعلن مقدم العرض علناً عن نيته في تملك نسبة كبيرة من أسهم الشركة المستهدفة بغرض السيطرة عليها، وأن يكون هناك تراكم كبير من أسهم الشركة المستهدفة قد تم الاستحواذ عليها من قبل مقدم العرض من خلال السوق المفتوح أو من خلال عمليات شراء خاصة تم التفاوض بشأنها.

عرف القانون المصري السيطرة الفعلية بأنها "قدرة الشخص وأطرافه المرتبطة على تعيين غالبية أعضاء مجلس إدارة شركة، أو التحكم على أي نحو في القرارات التي يصدرها مجلس إدارتها، أو التحكم في القرارات التي تصدر عن جمعيتها العامة".^{٢٣} عرفها بعض الفقهاء بأنها "كل اتفاق أو وضع يحقق السيطرة على إدارة الشركة من خلال عرض أو إيجاب معلن من شركة لشركة بعينها، حيث تطمح الشركة الأولى لفرض

^{٢٣} قانون البنوك، المادة ١.

سيطرتها على الثانية بغرض تكوين مجموعة أو زيادة حجم مجموعة أو للحد من التهديد التنافسي لهذه الشركة على المجموعة".^{٢٤} وعرفها البعض الآخر "كل عملية شراء لأسهم أو أصول يكون من شأنها نقل السيطرة الفعلية بشكل مباشر أو غير مباشر إلى المستحوذ، فمحصلة عملية الاستحواذ من الناحية القانونية هي نقل ملكية أصول الشركة المستهدفة أو أسهم مالكيها إلى المستحوذ على نحو يمكنه من سيطرته على تسيير شئونها".^{٢٥}

بالإضافة إلى أن لائحة سوق المال عرفت السيطرة على أنها "كل وضع أو اتفاق أو ملكية الأسهم أو حصص أي كانت نسبتها تؤدي إلى التحكم في تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة أو في القرارات الصادرة منه أو من الجمعيات العامة للشركة المعنية".^{٢٦}

المطلب الثاني

قيود انتقال السيطرة على الشركة

تمهيد وتقسيم:

يعد مبدأ قابلية الأسهم للتداول من أهم الخصائص المميزة لأسهم الشركات المساهمة، كما يعد أنه يعد من الحقوق الأساسية للمساهم والتي لا يجوز المساس به وهو ما أكده المشرع بالنص على أن أسهم شركة المساهمة قابلة للتداول قانوناً، ولا يجوز النص على ما يخالف ذلك في نظام الشركة.^{٢٧}

^{٢٤} انظر د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠، ص ٢٥.
^{٢٥} انظر د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة، وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، سنة ٢٠١٣، ص ٢١.
^{٢٦} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الوقائع المصرية، العدد ٨١ تابع، ١٩٩٣/٤/٨. المادة ٣٤٦. يشار إليه بـ ("لائحة سوق المال").
وتجدر الإشارة إلى أن لائحة سوق المال حتى عام ٢٠٠٧ لم تكن تنظم أحكام عروض الشراء بقصد الاستحواذ إلا أنه بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تم إضافة الباب الثاني عشر والذي يتضمن القواعد والأحكام المنظمة لعروض الاستحواذ.
قرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بموجب قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، الوقائع المصرية، ٤ فبراير ٢٠٠٧، العدد ٢٦، ص ٣٠:٢.
^{٢٧} قانون الشركات، المادة ٢؛ لائحة قانون الشركات، المادة ١٣٩.

وبالرغم مما سبق، فإنه مراعاة لاعتبارات المصلحة العامة والمتمثلة في حماية المساهمين والاقتصاد القومي، من الغش أو المضاربات غير المشروعة التي قد يقوم بها مؤسسي الشركة أو مساهموها، فإن المشرع عادة ما يضع قيوداً على تداول الأسهم وهو ما يعرف بالقيود القانونية. بالإضافة إلى أن نظام الشركة قد يتضمن بعض القيود على تداول أسهم الشركة وذلك لحماية الشركة ومساهميها، وهو ما يطلق عليه القيود الاتفاقية، شريطة ألا تصل تلك القيود إلى حد منع تداول الأسهم مطلقاً.

ويتبين من ذلك أن معظم الوسائل والتدابير التي قد يتم استخدامها لمواجهة تغيير السيطرة على الشركة تستمد جذورها من القيود التي أقرها القانون على تداول أسهم الشركة وذلك مراعاة للعديد من الاعتبارات، وفي هذا السياق سيتم إلقاء بعض الضوء على تلك القيود في الفرعين القادمين.

الفرع الأول

القيود القانونية على تداول الأسهم

لا شك أن الغاية التشريعية من النص على هذه القيود تتمثل في سعي المشرع لضمان جدية مشروع الشركة وحماية المساهمين فيها، حيث أن الممارسة العملية أثبتت قيام بعض المؤسسين بالسعي إلى تكوين شركات وهمية، أو الترويج كذباً لنجاح شركة حديثة لم تمارس نشاطاً فعلياً أو كافياً لبيان نجاحها أو فشلها وذلك بغرض بيع أسهمهم فور تأسيس الشركة بأسعار تفوق قيمتها الحقيقية بغرض تحقيق ربح سريع من وراء تلك المضاربة، ثم سرعان ما تنخفض قيمة أسهم تلك الشركات بعد بيعها.

فقد حظر المشرع المصري تداول حصص التأسيس والأسهم التي تعطى مقابل الحصص العينية، وذلك قبل نشر القوائم المالية للشركة عن سنتين كاملتين لا تقل كل منهما عن إثنا عشر شهراً تبدأ من تاريخ قيد الشركة في السجل التجاري. إلا أنه استثناءً من هذا الحظر فإن المشرع أجاز نقل ملكية الأسهم التي يكتب فيها مؤسسو الشركة من بعضهم لبعض بطريق الحوالة أو من ورثتهم إلى الغير عند الوفاة.

وبالنظر إلى الاستثناء المذكور آنفاً على قاعدة حظر التداول لمدة سنتين من تاريخ التأسيس، فإن ذلك لا يعد خروجاً على مبدأ عدم تداول حصص التأسيس، حيث أن تلك الأسهم لن تنتقل إلى مساهم آخر من غير المؤسسين ولكنها ستنقل إلى مؤسس آخر من مؤسسي الشركة ملتزماً بنفس القيد الزمني، وبالتالي لا يؤدي ذلك إلى إهدار الغاية المتقدمة والتي يبيها المشرع من تقرير قاعدة عدم تداول حصص التأسيس. ولا شك أن هذا الحظر ينطبق على كل زيادة في رأس المال قبل انقضاء الفترة المشار إليها والتي يكتب فيها مؤسسو الشركة.^{٢٨}

^{٢٨} قانون الشركات، المادة ٤٥؛ لائحة قانون الشركات، المادة ١٣٦.

الفرع الثاني

القيود الاتفاقية على تداول الأسهم

مما لا شك فيه أنه وإن كان يحق للمشرع تقييد مبدأ حرية تداول الأسهم مراعاة للمصلحة العامة، فإن مساهمي الشركة أنفسهم يحق لهم تقييد هذا المبدأ تحقيقاً لمصالحهم الخاصة والتي أسسوا الشركة من أجلها شريطة ألا يصل هذا التقييد إلى حد إهدار مبدأ حرية تداول الأسهم. حيث قد يرغب مؤسسي الشركة في منع وصول أسهمها إلى أشخاص غير مرغوب في تواجدهم بالشركة تحقيقاً للغرض الذي أنشئت الشركة من أجله، والذين يعارضون نشاط الشركة أو يكونون منافسين لها.

ففي حالة رغبة أحد مساهمي الشركة في بيع أسهمه فإن مثل هذه القيود تمكن مساهمي الشركة من التمتع بأفضلية شراء الأسهم المتنازل عنها. ولذلك فقد ينص نظام الشركة على حق مجلس الإدارة أو الجمعية العامة للمساهمين في شراء الشركة للأسهم المتنازل عنها وهو ما يعرف بالحق في الاسترداد، كما قد يتضمن نظام الشركة شرطاً بموافقة مجلس الإدارة مسبقاً قبل تنازل المساهم عن الأسهم للغير.

وقد اشترط القانون لصحة هذه القيود، ألا يكون من شأنها منع المساهم كلية من التنازل عن أسهمه، فبالرغم من إجازة المشرع لهذه القيود على تداول الأسهم، إلا أن هذه الإجازة ليست مطلقة بل نظمها المشرع وحدد نطاقها فلا يجوز ممارستها في شركات الاكتتاب العام أو على الأسهم المقيدة بالبورصة، ومن ثم لا يجوز تضمين نظام الشركة بقيود على تداول أسهم تلك الشركات.^{٢٩} ولا شك أن هذا الحظر يبدو متناسقاً مع الغاية التي يتوخاها المشرع من جراء تقرير مثل هذه القيود، حيث أن طرح أسهم الشركة للاكتتاب العام يدل على نية المساهمين في عدم الاعتداد بالاعتبار الشخصي لمثل هذه الاتفاقات تبرر وجودها في نظام الشركة أو في أي اتفاق لاحق بين المساهمين، وذلك على خلاف شركات المساهمة المغلقة أو التي يتم طرحها طرْحاً خاصاً. أما بالنسبة لشركات الاكتتاب الفوري والأسهم غير المقيدة في البورصة، فقد أجاز المشرع أن يتضمن نظام الشركة بعض القواعد لتنظيم تداول الأسهم شريطة ألا تصل إلى حرمان المساهم من حقه في التنازل عنها.^{٣٠}

^{٢٩} لائحة سوق المال، المادة ٦٣.

^{٣٠} لائحة قانون الشركات، المادة ١٣٩، ١٤٠، ١٤١.

وقد اشترط القانون لصحة مثل هذه القيود أن يتم النص عليها وأن يتم إدراجها في نظام الشركة عند تأسيسها، ولا يجوز ذلك بعد تأسيس الشركة ما لم يتضمن النظام الذي وافق عليه المؤسسون حق الجمعية العامة غير العادية للشركة في إدخال القيود التي تراها على تداول الأسهم.^{٣١}

ولا شك أن النص على تضمين نظام الشركة هذا الشرط يعد خلافاً تشريعياً، لأنه من غير المنطقي حرمان الجمعية العامة للمساهمين من إقرار مثل هذه القيود إن لم يكن هذا الحق مقررًا لها عند تأسيس الشركة، حيث أن الجمعية العامة غير العادية للمساهمين هي المنوط بها اتخاذ القرارات الجوهرية للشركة والتي تؤثر على كيانها ووجودها واستمرارها مثل حل الشركة أو تغيير غرضها أو زيادة رأس مالها.^{٣٢} فلا يستقيم عقلاً أن يملك الشخص حق إنشاء وإنهاء الالتزام إلا لأنه لا يملك تعديله.

ومن المثير للدهشة أن المشرع قد أجاز للمساهمين أو الشركاء عند تأسيس الشركة أو بعد التأسيس إبرام اتفاق ينظم العلاقة فيما بينهم، كما اشترط المشرع لسريان هذا الاتفاق في حق باقي المساهمين أو الشركاء أن توافق عليه الجمعية العامة غير العادية للشركة بأغلبية أكبر من ثلاثة أرباع رأس المال إذا كان العقد يضع ضوابط أو قيوداً على التعامل على أسهم الشركة.

ويتضح مما سبق أن هناك قصوراً تشريعياً في أحكام قيود تداول الأسهم، فليس من المنطقي النص على حق المساهمين في إبرام اتفاق خاص بينهم والذي قد يتضمن تقييداً لتداول أسهم الشركة، إلا أن الجمعية العامة غير العادية للشركة لا تتمكن من إدراج مثل هذه القيود في لائحة النظام الأساسي إلا عند تأسيس الشركة.

الفصل الأول

التدابير الدفاعية لمواجهة تغيير السيطرة على الشركة

تمهيد وتقسيم:

في كثير من الأحيان، فإن هناك علاقة طردية بين العروض العدائية للسيطرة على الشركة والتدابير الدفاعية لمواجهةتها، فكلما زادت تلك العروض العدائية فإنه يتم استخدام التدابير الدفاعية بشكل أكبر من قبل

^{٣١} لائحة قانون الشركات، المادة ١٣٩.

^{٣٢} قانون الشركات، المادة ٦٨.

إدارة الشركة المستهدفة لمواجهتها. كما أنه يمكن استخدام تلك التدابير قبل أو بعد إعلان عرض السيطرة وهو ما يطلق عليه الدفاعات قبل تقديم العرض Pre-Bid Defenses والدفاعات بعد تقديم العرض Post-Bid Defenses.^{٣٣} وعلى الرغم من أن تلك التدابير تنقسم إلى تلك الفئتين إلا أنه يمكن أن يكون هناك تداخل بينهما. فبالنظر إلى التنوع الكبير في الإجراءات والتصرفات القانونية التي يمكن أن تستخدم لإحباط انتقال السيطرة من شخص لآخر، فإن القائمة التالية تحتوي على التدابير الدفاعية الأكثر شيوعاً لذا فهي واردة على سبيل المثال لا الحصر وهي:

١- **الدفاعات السابقة على تقديم عرض السيطرة:** هي تلك التدابير التي يتم وضعها مقدماً قبل تقديم أي عرض محدد لشراء أسهم للسيطرة على الشركة وذلك من خلال تضمين تلك التدابير في النظام الأساسي للشركة أو من خلال النص عليها في اتفاقات للمساهمين في الشركة المستهدفة أو حتى تلك الدفاعات المستمدة من القواعد القانونية التي تنظم تداول الأسهم، حيث أنها تعمل على ردع عروض السيطرة المحتملة من خلال تقييد تداول الأسهم في الشركة المستهدفة أو إحباط ممارسة السيطرة في الجمعية العامة لحملة الأسهم. ومن هذه التدابير السابقة على تقديم عرض السيطرة؛ تعديل النظام الأساسي لإدخال الأقرص السامة Poison Bills،^{٣٤} أو التجديد الجزئي لمجلس الإدارة Staggered Boards، أو إدراج الأسهم الممتازة والمعروفة أيضاً باسم "الأسهم فائقة التصويت Super-Voting Stock"، وهي تلك الأسهم التي لديها حقوق تصويت أعلى من تلك التي تخولها الأسهم العادية؛ والمظلات الذهبية Golden Parachutes التي تلزم الشركة المستهدفة بدفع تعويضات عالية للمديرين الحاليين في حال تغيير الجهة المسيطرة على الشركة.

٢- **الدفاعات اللاحقة على تقديم عرض السيطرة:** هي تلك الإجراءات التي يستخدمها مجلس إدارة الشركة المستهدفة عندما يكون عرض الاستحواذ مقدماً من شركة غير مرغوب في أن تقوم بالسيطرة على الشركة. وتشمل هذه الدفاعات، الفارس النبيل White Knight؛ والتهديد المستتر Greenmail وهو يعني قيام مجلس الإدارة بإعادة شراء الأسهم ممن يعرضها بأعلى من سعر السوق مقابل موافقة البائع على ألا يحاول السيطرة على الشركة المستهدفة. ويعتبر هذا الأسلوب نوعاً من التهديد أو الابتزاز. وقد حاولت بعض

^{٣٣} PATRICK A. GAUGHAN, MERGERS WHAT CAN GO WRONG AND HOW TO PREVENT IT ١٨ (٢٠٠٤).

^{٣٤} بالرغم من أن وسيلة الأقرص السامة عادة ما يتم اعتمادها بعد تقديم عرض الاستحواذ العدائي، إلا أنه قد يتم تطبيقها قبل تقديم العرض بغرض تخويف مقدم العرض المحتمل.

الشركات منع هذه الممارسة عن طريق إضافة نصوص لحظرها في نظامها الأساسي لهذه النوع من الدفاعات؛ وهناك أيضاً جوهرة التاج Crown Jewel وهو خيار بيع المشروعات والأصول الأكثر قيمة للشركة المستهدفة، مثل براءات الاختراع أو العلامات التجارية التي قد تكون ذات أهمية خاصة لمقدم العرض، مما يجعل الشركة المستهدفة أقل جاذبية؛ بالإضافة إلى وسيلة إعادة شراء الأسهم "Buy Back" Share Repurchase والتي تشير إلى قيام الشركة المستهدفة بإعادة شراء أسهمها وذلك لتقليل عدد الأسهم المتاحة للشراء مما يؤدي لزيادة سعر السهم عن سعر عرض السيطرة. وأخيراً هناك ما يعرف بالسيطرة المضادة Pac-Man والذي تعني قيام الشركة المستهدفة بتقديم عرض لشراء أسهم الشركة مقومة العرض بما يمكنها من السيطرة عليها.^{٣٥}

ونظراً لأهمية التدابير التي تستخدمها الشركة لمواجهة عروض السيطرة العدائية فسيتم تقسيم تلك التدابير لتدابير اتفاقية يتم تنظيمها بين المساهمين في النظام الأساسي للشركة أو من خلال اتفاقات المساهمين، والتدابير القانونية التي نص عليها القانون ضد عروض السيطرة، وذلك على النحو التالي،

المبحث الأول

التدابير القانونية

لمواجهة عرض السيطرة العدائي، قد تلجأ إدارة الشركة المستهدفة إلى اتباع الآليات القانونية المنصوص عليها في قوانين الشركات وأسواق المال، كتلك التدابير التي تتعلق برأسمال الشركة المستهدفة، وحقوق التصويت لاتخاذ القرارات فيها، أو زيادة عدد الأسهم المملوكة للمساهمين الحاليين والأكثر انتماءً للشركة وذلك بتضمين تلك القواعد في النظام الأساسي للشركة، والتي تمكن إدارة الشركة من تحقيق تركيز ملكية رأس المال وثباته في يد عدد من المساهمين الذين يتصرفون كملاك للشركة يهدفون للنهوض بالشركة وتحقيق غرضها وممارسة نشاطها، وليس كمستثمرين أو مضاربين لا يهدفون إلا إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على أسعار الأسهم من خلال عمليات البيع والشراء في السوق المالية. ولا شك أن هذه الآليات تعمل على تضييع الفرصة على الشركة صاحبة عرض الشراء من تحقيق سيطرتها على الشركة المستهدفة. وتتمثل هذه الآليات في:

^{٣٥} للحصول على قائمة شاملة بالتدابير الدفاعية، انظر

Suzanne S. Dawson, Robert J. Pence & David S. Stone, *Poison Pill Defensive Measures*, ٤٢ BUS. LAW. ٤٢٣, ٤٢٣ (١٩٨٧).

١- زيادة رأس المال:

أجازت سائر الأنظمة القانونية حق الشركة في زيادة رأس مالها، ولا شك أن زيادة رأس مال الشركة يزيد من نسبة الأسهم التي يمتلكها مساهمي الشركة المستهدفة مما يرفع من تكلفة عملية الشراء بشكل يجعلها غير ذات جدوى للشركة الراغبة في السيطرة ويستتبع ذلك العدول عن تقديم العرض. وتعد هذه الطريقة من الوسائل التي تلجأ إليها إدارة الشركة المستهدفة لمواجهة عروض الاستحواذ العدائية. ومما يعزز تلك الوسيلة كإحدى التدابير لمواجهة عرض الاستحواذ العدائي أنه وإن كان زيادة رأس مال الشركة هو من اختصاصات الجمعية العامة غير العادية لمساهميها،^{٣٦} إلا أن إدارة الشركة - في بعض الحالات - يمكن لها استخدامها مباشرة دون الحصول على موافقة مساهمي الشركة.^{٣٧}

وقد اشترط القانون المصري أن تكون زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة، وفي هذه الحالة يتم تحديد سعر أسهم الزيادة بما لا يجاوز القيمة العادلة للسهم. إلا أن القانون قد أجاز للمساهمين الحق في تعديل قيمة أسهم الزيادة إذا كان الاكتتاب في أسهم الزيادة قاصراً على قدامى المساهمين، وهذا يعني أنه قد يتم الاتفاق بين المساهمين على توزيع أسهم زيادة رأس المال مجاناً على جميع المساهمين.^{٣٨} وقد تلجأ الشركة لتمويل زيادة رأس المال إلى تحويل الاحتياطي النقدي للشركة أو جزء منه إلى أسهم،^{٣٩} يزداد بقيمتها رأس المال المصدر على أن يتم توزيع أسهم الزيادة على مساهمي الشركة كلٌّ بحسب قيمة مساهمته في الشركة.^{٤٠}

^{٣٦} قانون الشركات، المادتين ٦٨ و ٧٠، والتي تنص على "تصدر قرارات الجمعية العامة غير العادية بأغلبية ثلثي الأسهم الممثلة في الاجتماع، فإذا تعلق القرار بزيادة رأس المال المرخص به، أو تخفيض رأس المال، أو حل الشركة قبل الميعاد، أو تغيير غرضها، أو إدماجها، أو تقسيمها، فيشترط لصحة القرار في هذه الأحوال أن يصدر بأغلبية ثلاثة أرباع الأسهم الممثلة"

^{٣٧} القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال، الجريدة الرسمية، العدد ٢٥ مكرر، ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٢٠، ويشار إليه فيما يلي بـ ("قانون سوق المال")؛ قانون الشركات المادة ٣٣، والتي تنص على "يجوز بقرار من مجلس الإدارة زيادة رأس المال المصدر في حدود رأس المال المرخص به في حالة وجوده". وقد استتنت المادة ٨٨ من لائحة قانون الشركات من ذلك الشركات المقيدة بإحدى البورصات المصرية، حيث يُشترط أن تكون زيادة رأسمالها المصدر بقرار من الجمعية العامة العادية.

^{٣٨} لائحة سوق المال، المادة ١٧.

^{٣٩} قانون الشركات، المادة ٤٠ "يجوز استخدام الاحتياطي القانوني في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال".

^{٤٠} لائحة سوق المال، المادة ٢٣؛ لائحة قانون الشركات، المادة ٩١.

وتجدر الإشارة إلى أن سلطة مجلس الإدارة في تقرير زيادة رأس مال الشركة تقتصر على الأسهم العادية فقط، حيث أن القانون يتطلب موافقة الجمعية العامة غير العادية بأغلبية ثلاثة أرباع أسهم الشركة لزيادة رأس المال المصدر بأسهم ممتازة، بالإضافة إلى تعديل النظام الأساسي للشركة للنص على تلك الزيادة بالأسهم الممتازة، حيث ينحصر دور مجلس الإدارة على مجرد تقديم الاقتراح بالزيادة فقط دون اشتراط موافقته.^{٤١}

وقد حظر المشرع أن تتضمن لائحة النظام الأساسي للشركة قصر حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة على بعض المساهمين دون البعض الآخر، وإنما يجب النص على هذا الحق للمساهمين القدامى دون تمييز إذا تمت الزيادة بالطريق النقدي.^{٤٢} وبالرغم من ذلك فإنه من الممكن أن يتم طرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة دون إعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى، وذلك بناء على طلب مجلس الإدارة، ولأسباب الجدية التي يبديها ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه، على أن يصدر بذلك قرار من الجمعية العامة غير العادية للشركة، ولذات الأسباب قد يتم طرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها في اكتتاب خاص لشخص أو جهة واحدة محددة أو أكثر دون إعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى إذا كانت مقررة في النظام الأساسي للشركة سواء كانت الزيادة نقداً أو باستخدام الأرصدة الدائنة، شريطة أن يتم استبعاد نسبة الأسهم وحقوق التصويت المقررة للمخاطبين بالاكتتاب الخاص، وأطرافهم المرتبطة - إن وجدت - عند التصويت، وذلك ما لم يوافق جميع قدامى المساهمين على هذا الاكتتاب.^{٤٣}

على الجانب الآخر، فإنه يجوز أن يكون مقابل أسهم الزيادة ديون نقدية مستحقة الأداء للمكتتبين قبل الشركة، أو تحويل ما يملكه المكتتب من سندات إلى أسهم. حيث أجاز القانون للجمعية العامة للشركة إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم بعد مضي مدة محددة تعينها الشركة في نشرة الاكتتاب على أن يتم التحويل بموافقة صاحب السند، ويجب أن يرفق بقرار الجمعية العامة تقرير من مراقب الحسابات يتضمن الشروط التي

^{٤١} قانون الشركات، المادة ٣٥؛ لائحة قانون الشركات، المادة ٩٢؛ وأيضاً لائحة سوق المال، المادة ٢٤.

وتجدر الإشارة إلى أن المادة ١٣٢ لائحة قانون الشركات أجازت أن يتضمن نظام الشركة تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية على أن تتساوى الأسهم من نفس النوع في الحقوق والمميزات أو القيود. واشترطت لذلك أن يتضمن نظام الشركة منذ تأسيسها شروط وقواعد الأسهم الممتازة. ويستفاد من ذلك أنه إذا لم يتضمن النظام الأساسي للشركة على تنظيم الأسهم الممتازة فلا يمكن النص عليها لاحقاً حتى لو تم تعديله.

^{٤٢} لائحة قانون الشركات، المادة ٩٦؛ لائحة سوق المال، المادة ٣٠. وينبغي هنا مراعاة حقوق الأسهم الممتازة.

^{٤٣} لائحة قانون الشركات، المادة ٣٢. ويشترط أن يتم عرض الأسباب والمبررات على المساهمين في الجمعية العامة بالإضافة إلى تقرير مراقب الحسابات عنها والمزايا التي تعود على الشركة من جراء الاكتتاب الخاص.

تصدر بها السندات، كما يتم تفويض مجلس الإدارة في اختيار وقت الإصدار والشروط الأخرى المتعلقة بالسندات وذلك خلال السنتين التاليتين لقرار الجمعية العامة بالإصدار، شريطة ألا تتجاوز قيمة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم بالإضافة إلى قيمة أسهم الشركة القائمة قيمة رأس المال المرخص به، ويكون لمساهمي الشركة الحق في أولوية الاكتتاب في تلك السندات المشار إليها وفقاً لذات القواعد المتبعة في اكتتابهم في أسهم الزيادة.^{٤٤}

أما في حالة الشركات المقيدة في البورصة فقد اشترط المشرع المصري أن يستهدف عرض الشراء الإجباري كافة الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم على حد سواء، كما ألزم إدارة الشركة بالامتناع عن القيام باتخاذ قرار بزيادة رأس المال أو إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم إذا كان من شأن هذه الزيادة جعل الاستحواذ مرهقاً أو مستحيلاً، وذلك يعد حرصاً من المشرع على حماية مساهمي الشركة من غلو إدارتها في استخدام التدابير الدفاعية بزيادة رأس مالها.^{٤٥}

ويتضح مما سبق ذكره، أن المشرع المصري قيد سلطة إدارة شركة المساهمة في أعمال إجراءات زيادة رأس مال الشركة خلال الفترة التي تم فيها تقديم عرض شراء أسهم السيطرة والذي كما سبق القول تجعل من عملية الشراء أمراً عسيراً على المساهم المسيطر المحتمل، والذي كما وصفته لائحة سوق المال يعد حدثاً جوهرياً ضاراً.

فزيادة رأس مال الشركة يؤدي لزيادة عدد الأسهم القائمة للشركة، وبالتالي تزداد عدد الأسهم التي يتعين شراؤها واللازمة للسيطرة على الشركة، مما يدفع صاحب عرض الشراء لشراء كمية من الأسهم أكبر من الكمية المخطط لها، وبالتالي قد يضطر صاحب العرض إن أراد الاستمرار في الرغبة في السيطرة على الشركة لشراء كمية أكبر من الأسهم وبالتالي دفع مبلغ مالي يفوق المبلغ المخطط له لشراء تلك الأسهم، مما يرفع من تكلفة عملية الشراء، مما قد يؤدي بدوره إلى إحجام الشخص الراغب في السيطرة على الشركة عن إتمام عملية شراء أسهم السيطرة وبالتالي فشل عرض الشراء والذي قد يكون من شأنه حال نجاحه تحقيق مصلحة الشركة باستبدال المساهم المسيطر القائم بأخر جديد أكثر فاعلية وكفاءة.

^{٤٤} قانون الشركات، المادة ٥١؛ لائحة قانون الشركات المواد ٨٩، ٩٠، ١٦٥، ١٦٦، ١٦٧، ١٦٨؛ لائحة سوق المال، المواد ١٧ مكرر، ٢١، ٢٢.

^{٤٥} لائحة سوق المال، المادة ٣٤٣.

ومما لا شك فيه أنه لو أجاز المشرع لمجلس الإدارة اتخاذ إجراءات زيادة رأس مال الشركة في أي وقت سواء بشكل سابق أو لاحق لتقديم عرض لشراء أسهم السيطرة فإن ذلك قد يؤدي لإحداث تضارب في المصالح بين مصلحة إدارة الشركة والتي قد لا ترغب في استبدال المساهم المسيطر القائم، وبين مصلحة الشركة ومساهميها في ادخال مساهم مسيطر جديد، ومما لا شك فيه أن مجلس الإدارة سيفضل دائماً أعمال مصالحة الذاتية مما يعد إخلالاً بقواعد الحوكمة والإدارة الرشيدة الواجب التزامه بها.

٢- تجزئة قيمة الأسهم:

يشير هذا المصطلح إلى قيام الشركة بتقسيم أسهمها القائمة ذات القيمة الاسمية المعينة إلى عدد أكبر من الأسهم بقيمة اسمية أقل دونما تأثير على حجم رأس المال بأنواعه، ومن ثم عدم تأثر حصة المساهمين في رأس المال، حيث أن كل ما يحدث هو زيادة عدد الأسهم التي في يمتلكها المساهمين نتيجة التقسيم مع ثبات القيمة السوقية الإجمالية للشركة قبل وبعد التجزئة لأسهمها مثال ذلك أن يتم تجزئة السهم الذي تبلغ قيمته مائة (١٠٠) جنيه إلى سهمين بقيمة خمسين (٥٠) جنيه لكل سهم. حيث قد تلجأ إدارة الشركة لتقسيم السهم الواحد إلى عدة أسهم، وذلك لزيادة عدد الأسهم القائمة للشركة وذلك بحيث يمتلك كل مساهم في الشركة عدداً من الأسهم أكبر مما كان يمتلكه في السابق، قرار تقسيم الأسهم يتخذه مجلس إدارة الشركة لتحويل السهم إلى عدد من الأسهم، فإذا تم تقسيم كل سهم إلى سهمين مثلاً، يصبح لكل مساهم ضعف عدد الأسهم التي كانت لديه، ولكن سعر السهم يهبط للنصف.

ويعتبر الهدف من هذا الإجراء هو زيادة عدد الأسهم المتداولة لتصبح في متناول عدد أكبر من المساهمين، فضلاً عن تخفيض سعر السهم، ليصبح أكثر جاذبية للمستثمرين، وبالتالي زيادة الطلب والمضاربة على أسهم الشركة مما يضاعف من سيولة السهم وقدرته على التداول. وبالرغم من زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر، إلا أن ذلك لا يعني حصول المساهم على أرباح نقدية أكثر عند توزيعها، حيث أن هذا الأسلوب لا يعد وسيلة لزيادة حجم رأس المال، فتجزئة القيمة الاسمية للسهم لا تؤثر على إجمالي الأرباح النقدية أو على إجمالي رأس مال الشركة، ومثال ذلك قيام شركة "أبل" في عام ٢٠١٤ بتقسيم كل سهم إلى سبعة (٧) أسهم، ليصبح سعر السهم ٩٤ دولار بدلاً من ٦٤٥ دولار.

وبالرغم من مزايا التجزئة واستحداثها في العديد من الأنظمة القانونية، إلا أنه لم يتم النص عليها صراحة في القانون المصري، بل تم النص في قانون الشركات على عدم قابلية السهم للتجزئة وسأير في ذلك

قانون سوق المال،^{٤٦} إلا أن ذلك لا يعني أن قيمة السهم غير قابلة للتجزئة بل يعني أن السهم الواحد لا يجوز امتلاكه من أكثر من شخص أي أنه دائماً ما يكون عدد الأسهم المملوكة للمساهم عدداً صحيحاً لا يجوز أن يمتلك المساهم عدداً كسرياً، فعلى سبيل المثال من الجائز أن تكون الأسهم المملوكة للمساهم عشرة (١٠) أسهم لكنه لا يجوز أن تكون عشرة أسهم ونصف (١٠,٥) أسهم، ويستثنى من ذلك حالة تملك السهم بالميراث ففي هذه الحالة يظل السهم صحيحاً غير قابل للانقسام بين الورثة بل تبقى ملكيته على الشيوخ بينهم.^{٤٧}

وقد سبب صمت المشرع عن تنظيم تجزئة قيمة الأسهم إلى وجود خلط بشأن النص الوارد بشأن عدم قابلية السهم للتجزئة وإمكانية تجزئة قيمة السهم، حيث لم ينظم هذه المسألة إلا لائحة قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة والتي كانت تلزم الشركات المقيدة بالبورصة والتي ترغب في تجزئة قيمة أسهمها بالحصول على عدم ممانعة هيئة الرقابة المالية على السير في إجراءات التجزئة.^{٤٨}

ومما لا شك فيه أن زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم قد يساعد الشركة على مواجهة عرض الشراء حيث أن انخفاض سعر السهم الناتج عن التجزئة سيؤدي إلى زيادة المضاربة عليها مما سيعمل على رفعها سعرها السوقي أمام المستحوذ المحتمل والذي سيزيد من تكلفة عملية الاستحواذ بشكل قد يؤدي إلى العزوف عن إتمامها، وبالتالي قد تلجأ إدارة الشركة لمثل هذا الاجراء لعرقلة عرض الشراء المقدم للسيطرة على الشركة، رغبة منها في عدم استبدال المساهم المسيطر القائم.

٣- الالتزام بالإخطار عن عرض الشراء.

نظراً لما يمثله السيطرة على الشركة من أهمية فقد ألزم القانون أطراف عملية الشراء بإخطار الجهات التنظيمية في حالة وجود عرض محتمل للسيطرة وذلك سعياً لإرساء مبدأ الشفافية الكاملة، حتى يضمن مالكي الأوراق المالية المستهدفة وكافة الأشخاص المعنية بالعرض الحصول على المعلومات الكافية والفرصة والتوقيت المناسبين للتقييم والدراسة واتخاذ القرار الصائب سواء بقبول البيع وبالتالي تغيير المساهم المسيطر

^{٤٦} قانون الشركات، المادة ٣١؛ قانون سوق المال، المادة ١؛ لائحة قانون الشركات، المادة ١٢٨.

^{٤٧} لائحة قانون الشركات، المادة ٢/١٢٨ والتي تنص على أنه "إذا تملك السهم أكثر من شخص واحد بطريق الإرث، كان على الورثة أن ينيبوا شخصاً واحداً يتولى مباشرة الحقوق المتصلة بهذا السهم في مواجهة الشركة".

^{٤٨} قرار هيئة الرقابة المالية رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، الوقائع المصرية، العدد ٢١ تابع أ، ٢٨/١/٢٠١٤، المادة ٤٩.

تجدد الإشارة إلى أنه قد تم إلغاء هذه المادة بموجب قرار الهيئة رقم ١٥٤ لسنة ٢٠١٨.

على الشركة أو رفضه وبالتالي بقاء المساهم المسيطر القائم دون تغيير، ولا شك أن هذا الإخطار يعمل على تحقيق المساواة وتكافؤ الفرص بين مالكي الأوراق المالية المستهدفة بالشراء، وأيضاً يضمن عدم التلاعب في أسعارها، وتلافى اضطراب السوق وتعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية، كما يعمل هذا الإفصاح على حماية حقوق مساهمي الأقلية بالشركة المستهدفة بالعرض وعدم الإضرار بمصالحهم.^{٤٩} ومما لا شك فيه أن الالتزام بالإخطار يشكل وسيلة فعالة لمجلس الإدارة حيث يستطيع من خلالها الحصول على الوقت اللازم لاستخدام الأساليب التي تمكنه من مواجهة عرض الاستحواذ العدائي.

٤- تعديل حقوق التصويت

تعديل حقوق التصويت من الوسائل الهامة للتحكم في القرارات التي تصدر عن الشركة وتحديدًا تلك القرارات الجوهرية التي يترتب عليها التغيير في رأس مالها أو هيكل ملكيتها كعمليات الاستحواذ والاندماج ويكون التعديل في هذا الحق إما بالحرمان من التصويت أو مضاعفته أو تقييده عند اتخاذ القرارات الهامة في الشركة، وذلك على النحو التالي:

أ) الحرمان من التصويت:

يعد من الخصائص الرئيسية للشركة المساهمة أن تملك جزء من رأس المال يقدم لصاحبه عدد من الأسهم تعادل نسبة ملكيته في رأس المال والتي تخوله بدورها الحق في اتخاذ القرارات داخل الشركة والتي تصدر من خلال الجمعية العامة للمساهمين، بحيث تعادل نسبة رأس المال التي يمتلكها المساهم نسبة التصويت التي يتمتع بها في الجمعية العامة للمساهمين. إلا أن هذه الخاصية يرد عليها بعض الاستثناء فهناك أنواع من الأسهم قد لا تتمتع بحق التصويت ابتداءً أو قد يتم حرمانها من ممارسته.

وفي هذا الصدد نجد أن المشرع المصري قد اشترط أن تتساوى الأسهم من ذات النوع في الحقوق والمميزات والقيود، كما حظر تعديل الحقوق أو المميزات أو القيود المتعلقة بنوع من الأسهم إلا بقرار من الجمعية العامة غير العادية بموافقة ثلثي حاملي نوع الأسهم الذي يتعلق التعديل به.^{٥٠} ويستفاد من ذلك أن الحقوق التي يتمتع بها السهم يمكن أن يتم تعديلها زيادةً أو نقصاناً.

فالمشرع المصري قد أجاز حرمان بعض الأسهم من الحق في التصويت، وهذه الأسهم هي؛

^{٤٩} لائحة سوق المال، المواد ٣٣٠، ٣٣٢، ٣٣٣، ٣٣٥، ٣٤٢، ٣٤٩، ٣٥٣، ٣٥٧.

^{٥٠} قانون الشركات، المادة ٣٥؛ لائحة قانون الشركات، المادتين ١٣٢ و ١٣٣.

- حقوق أصحاب الأسهم المتأخر في الوفاء: فالأسهم التي أعذر أصحابها للوفاء بباقي قيمتها ولم يقوموا بالوفاء، لا يكون لها أية حقوق في التصويت بعد مضي شهر من تاريخ الإعذار، حتى تمام السداد، على أن تستنزل هذه الأسهم من نصاب التصويت.^{٥١}

- أسهم الخزينة: ففي حالة شراء الشركة لأسهمها لا يكون لهذه الأسهم حق التصويت أو الحصول على الأرباح عند توزيعها وتستنزل من إجمالي أسهم الشركة عند حساب الحضور والنصاب اللازم للتصويت في الجمعية العامة، وذلك لحين التصرف فيها.^{٥٢}

وسيراً على ذات المنوال، فقد يتم إصدار الأسهم ابتداءً دون أن يصاحبها حقوق التصويت، ومثال ذلك أسهم إثابة وتحفيز العاملين، حيث أجاز المشرع أن يتضمن النظام الأساسي للشركة المساهمة نظاماً أو أكثر لإثابة وتحفيز العاملين أو المديرين أو كلاهما، وذلك من خلال منحهم أسهم مجانية أو بيعهم أسهم بشروط مميزة أو بتمليكهم جزءاً من أسهم الشركة بعد انقضاء أجل محدد، على أن يكون تطبيق أي من أنظمة إثابة أو تحفيز العاملين أو المديرين بقرار تصدره الجمعية العامة غير العادية للشركة، والذي يتضمن الوضع القانوني لأسهم العاملين وحقوقها في التصويت، ولا شك أن قرار الجمعية العامة للمساهمين قد يصدر بتوزيع أسهم مجانية على العاملين تخولهم الحق في الحصول على الأرباح فقط دون الحق في التصويت في اجتماع جمعياتها العمومية لاتخاذ القرارات الهامة في الشركة.

ب) مضاعفة التصويت:

وخلافاً لما سبق، فإنه يجوز للشركة أن تصدر أسهماً ذات حقوق تصويت أعلى من حقوق التصويت التي تمنحها الأسهم العادية، وبالتالي يتمكن حملة هذه الأسهم فائقة التصويت من التأثير في عملية إصدار القرارات في الجمعيات العامة للمساهمين. ونجد أن المشرع المصري قد أجاز إصدار الشركة لأسهم فائقة التصويت من خلال السماح بأن يتضمن النظام الأساسي للشركة تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية، على أن يصدر بذلك قرار من الجمعية العامة غير العادية

^{٥١} لائحة قانون الشركات، المادة ١٤٨.

^{٥٢} قانون الشركات، المادة ٤٨؛ لائحة قانون الشركات، المادتين ٤٩ و ١٥٠.

بأغلبية ٧٥٪ من أسهم الشركة.^{٣٣} ويشترط لذلك أن تتضمن لائحة النظام الأساسي للشركة منذ تأسيسها شروط وقواعد تلك الأسهم الممتازة.^{٣٤}

ت) تقييد حق التصويت:

بالإضافة لما سبق ذكره فإنه يجوز للشركة أن تنص في نظامها الأساسي على تقييد حقوق التصويت فوق حد معين، بحيث أن المساهم لن يستطيع أن يتجاوز هذا الحد مهما بلغت ملكيته من الأسهم. إلا أن هذه الخاصية غالباً ما توجد كقيود اتفاقية في اتفاقيات المساهمين، والتي سيتم تناولها في لاحقاً. وبالتالي، فإن تقييد الحق في التصويت ربما يكون أكثر فاعلية كوسيلة دفاعية فعالة تستخدمها إدارة الشركة لمواجهة عروض الاستحواذ العدائية.

٥- تعظيم الأرباح:

لمواجهة عروض السيطرة قد تلجأ الشركة إلى تقرير بعض المزايا في الأرباح لبعض الأسهم، فقد أجاز المشرع المصري أن ينص نظام الشركة على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم في توزيعات الأرباح،^{٣٥} بحيث يحصل حامل هذه الأسهم على أرباح أعلى من الأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية. وبالتالي سيحاول حملة الأسهم المميزة إيقاف عروض السيطرة الموجهة للشركة نظراً للأرباح الكبيرة التي يحصلوا عليها. إلا أن المشرع المصري يشترط أن يتضمن نظام الشركة منذ تأسيسها شروط وقواعد تلك الأسهم، بحيث لا يمكن إضافتها بعد تأسيس الشركة.

وهذا يعد غلواً من المشرع، فإنه وإن كان يسمح ابتداءً بوجود تلك الأسهم الممتازة عند تأسيس الشركة، فلا ضير من السماح بإضافتها للنظام الأساسي للشركة بعد تأسيسها، إن رغب مساهموها في ذلك، حيث أن ذلك يصبح رهناً بإرادة مؤسسي الشركة ابتداءً، فهؤلاء المؤسسين قد يرغبوا في عدم إضافة قواعد الأسهم الممتازة عند التأسيس نتيجة لرغبتهم في عدم منح امتيازات سواء حالياً أو مستقبلاً لأياً منهم، ثم يحدث أن يتخارجوا من الشركة ويقوموا ببيع حصصهم لمساهمين آخرين، ومع ذلك يظل المساهمين الجدد ملزمون بعدم إضافة خيار الأسهم الممتازة للائحة النظام الأساسي للشركة لعدم النص عليه عند تأسيس الشركة بالرغم من

^{٣٣} قانون الشركات، المادة ٣٥.

^{٣٤} لائحة قانون الشركات، المادة ١٣٢.

^{٣٥} قانون الشركات، المادة ٣٥؛ لائحة قانون الشركات، المادتين ٩٥ و ١٣٢.

عدم وجود أية منفعة لصالح المساهمين المؤسسين نتيجة لعدم استمرارهم في الشركة، مما قد يسبب أضراراً بمساهمي الشركة الجدد كأن يتعذر عليهم اتخاذ مثل هذه التدابير لمواجهة عروض السيطرة على الشركة.

المبحث الثاني

التدابير الاتفاقية

لما كان يصعب السيطرة على شركات الأشخاص من خارج الشركة، نظراً للاعتبار الشخصي الذي تتميز به والثقة التي يوليها الشركاء لبعضهم البعض، ولأن الإدارة تظل دائماً في يد الشركاء المتضامنين دون باقي الشركاء الموصين على العكس من شركات الأموال " الشركات المساهمة، الشركات ذات التوصية بالأسهم" التي تتميز بعدم وجود الاعتبار الشخصي، وحرية تداول الأسهم في البورصة دون قيود مما يسهل للغير السيطرة على الشركة بتملك حصة مسيطرة (50+%).

لهذا اتجه الفكر القانوني، كوسيلة لحماية الشركة المساهمة من عروض السيطرة إلى استعارة فكرة الاعتبار الشخصي في إطار شركات المساهمة وتضمينها بالنظام الأساسي، أو عقد اتفاق مستقل بين المساهمين ومجلس الإدارة في الشركة، يلتزم به المساهمون تجاه الشركة المستهدفة أو تجاه بعضهم وذلك بعرض الأسهم المطلوب بيعها على الشركة أو باقي المساهمين أولاً قبل عرضها على الغير.

فالتدابير الاتفاقية ترتكز على الاتفاقات التي تبرمها الشركة مع مساهميها المسيطرين أو التي يتم إبرامها بين المساهمين وبما يسمح للشركة أو المساهمين الآخرين بشراء الأسهم المعروضة للبيع من قبل المساهم قبل عرضها على الغير وبنفس الشروط، فإذا امتنع مجلس الإدارة أو باقي المساهمين عن الشراء كان المساهم حراً في البيع للغير، وتأخذ تلك التدابير العديد من الصور وهي:

١- شرط تغيير السيطرة Change of Control:

يعد مبدأ تغيير السيطرة أحد الأحكام التي تتضمنها الاتفاقات التي تبرمها الشركة مع الغير وغالباً في الاتفاقات التي تكون فيها الشركة المستهدفة هي الطرف المدين، بحيث يشترط الطرف الآخر المتعاقد مع الشركة عدم دخول الشركة في أي اتفاق يسبب تغيير هيكل ملكية الشركة أو يترتب عليه تغيير المساهم المسيطر على الشركة كاتفاقات الاندماج والاستحواذ، دون الحصول على موافقته المسبقة.

وغالباً ما ترد هذه الأحكام في عقود القروض والتسهيلات الائتمانية التي تعقدها الشركة مع البنوك أو مؤسسات الائتمان، التي تلزم الشركة المقترضة أو الغير الذي انتقلت إليه السيطرة الضمانات الكافية اللازمة

للبنك أو مؤسسة الائتمان المقرضة، وقد تتمثل إما بتعجيل الوفاء بالدين، أو تقديم ضمانات، أو كفالات شخصية أو عينية لضمان الوفاء يقبلها البنك أو المؤسسة المالية المقرضة.

فهذا الشرط كثيراً ما يرد في عقود منح الامتياز للمرافق العامة أو عقود استغلال براءات الاختراع أو العلامات التجارية، وإلزام الشركة المستهدفة بإخطارها بانتقال السيطرة وأخذ موافقتها، وإلا فقدت الحق في استخدام البراءة أو العلامة التجارية في حالة عدم الموافقة على انتقال السيطرة على الشركة.

ومما لا شك فيه فإن إدارة الشركة قد تلجأ لإبرام عقد قرض أو تسهيل ائتماني وتضمينه بند باشتراط موافقة الجهة المقرضة على أي تغيير قد يطرأ على هيكل الملكية في الشركة، مما يجعل من عرض شراء أسهم السيطرة أكثر تعقيداً حيث تتطلب مزيد من الإجراءات ومزيداً من الوقت والضمانات.

٢- حق الاسترداد Preemption:

يجوز أن يتفق المساهمون في تاريخ لاحق على تأسيس الشركة وفي عقد اتفاق منفصل، على إعطاء الأولوية للمساهمين في الشركة عندما يرغب أحدهم في بيع أسهمه، وذلك حتى تظل الشركة المساهمة محتفظة بالطابع العائلي أو أن تظل الشركة مغلقة على عدد قليل من المساهمين في محاولة لصد عروض السيطرة على أسهمها، ويعطى شرط الاسترداد أو حق الشراء بالأولوية (الشفعة) للمساهمين الآخرين الأفضلية والأولوية بالشراء من المساهم البائع متى اتحدت شروط البيع، ولاسيما الثمن، فإذا ما طرح عرض عام على المساهمين، فإن هؤلاء المساهمين سيكونون ملزمين - وفقاً لشرط الاسترداد - بعرض الأسهم على باقي المساهمين في الشركة، قبل المضي قدماً في عملية البيع لغير المساهمين.

وهذا ما يعطى باقي المساهمون أولوية لشراء أسهم المساهمين القابلين للبيع، وما إذا كانت هناك فرصة لانتقال السيطرة على الشركة إلى يد الغير أو أن هذه المحاولة لن تفلح في تحقيق هذا العرض، وبذلك يكون لديهم الفرصة للشروع ف اتخاذ إجراءات ضد عروض السيطرة على شركتهم، إما بشراء الأسهم لأنفسهم، أو تكليف الغير من الشركات الصديقة بشراء الأسهم في إطار دفاع الفارس الأبيض.

فهذه الوسيلة يتم استخدامها كإجراء دفاعي ضد عروض السيطرة العدائية، والتي بموجبها يسعى مجلس إدارة الشركة المستهدفة للعثور على عرض ودي بديل وأكثر قبولاً لهم للاستحواذ عليها من خلال شركة صديقة. ويوصف العرض البديل، الذي يوصي به مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، بأنه "فارس نبيل

White Knight".^{٥٦} حيث يجب أن يكون الفارس النبيل على استعداد للاستحواذ على الشركة المستهدفة بشروط أكثر مواتاة وأفضل من عرض السيطرة العدائي القائم، والذي يمكن أن يكون عرضاً بسعر أعلى أو الاستعداد لعدم استبدال الإدارة الحالية للشركة المستهدفة بعد نجاح عرض الشراء. فمجلس الإدارة في الشركة المستهدفة يفضل إلى حد كبير عرض استحواذ الفارس النبيل لأنه في حال إتمام عرض السيطرة العدائي فإن تغيير السيطرة في الشركة المستهدفة يعد أمراً لا فرار منه.^{٥٧}

ومن خصائص حق الاسترداد أنه يقيد إلى حد ما حرية تداول الأسهم، والتي تعد خصيصة أساسية من خصائص الأسهم في الشركات المساهمة، حيث يقوم المساهم الراغب في بيع الأسهم بسعر معين بعرض تلك الأسهم على باقي المساهمين مع استعداد المساهم البائع أن يشتري هو نفسه حصة المساهم الآخر بنفس السعر الذي عرضه أو بنفس الشروط المعروضة.

٣ - الاتفاقات التفضيلية:

وتهدف تلك الأحكام التفضيلية في اتفاقات المساهمين لإعطاء الأولوية للمستفيد بشراء الأسهم وضمان عدم انتقال السيطرة للغير، حيث تعقد هذه الاتفاقات بين المساهمين دون تدخل مجلس الإدارة - وهي أوسع نطاقاً من اتفاق الاسترداد السابق الإشارة إليه - والتي تتخذ العديد من الصور منها:

(أ) أولوية الشراء Call Option: هذا الحق يعطي للمساهم المقرر لمصلحته أفضلية شراء الأسهم عند رغبة حاملها في بيعها، وذلك وفقاً لسعر معين وخلال مدة محددة، وبعد انقضاء هذه المدة يمكن لحامل الأسهم محل البيع بيعها إلى الغير.^{٥٨}

(ب) أولوية البيع Put Option: وهذا الحق يعطي للمساهم المقرر لمصلحته حق بيع أسهمه في الشركة لمساهمي الشركة أولاً وفقاً لسعر محدد وخلال مدة محددة وفي حالة فوات هذه المدة دون شرائها من قبل مساهمي الشركة يحق للمساهم في هذه الحالة بيعها للغير.^{٥٩}

^{٥٦} TIM JENKINSON & COLIN P. MAYER, HOSTILE TAKEOVERS: DEFENCE, ATTACK AND CORPORATE GOVERNANCE ٣٢ (McGraw-Hill Book, ١٩٩٤).

^{٥٧} انظر المرجع السابق.

^{٥٨} Suren Gomtsian, *Exit in Non-Listed Firms: When and How to Use Share Transfer Restrictions?* ٢٧ EUR. BUS. L. REV. ٧١٩، ٧١٩-٧٣٣ (٢٠١٦).

^{٥٩} Afra Afsharipour, *A Shareholders' Put Option: Counteracting the Acquirer Overpayment Problem*, ٩٦ MINN. L. REV. ١٠١٨، ١٠١٨-٩٩ (٢٠١٢).

ت) حقوق الإلزام بالبيع Drag-Along Rights: وهي الحقوق التي تمكن مساهمي الأغلبية من إجبار مساهمي الأقلية على الانضمام لإحدى عمليات بيع أسهمهم في الشركة، وهنا يتعين على مساهمي الأغلبية الزام صاحب عرض السيطرة بتقديم نفس الأسعار والشروط والأحكام المعطاة لمساهمي الأقلية، وغالباً ما يتم اللجوء لمثل هذا النوع من الاتفاقات تجنباً لمحاولات مساهمي الأقلية عرقلة معاملات بيع أسهم الأغلبية.

ث) حقوق الارتباط عند البيع Tag-Along Rights: وهذه الحقوق تمكن مساهمي الأقلية من بيع أسهمهم في الشركة حال قيام أغلبية المساهمين ببيع أسهمهم فيقوم الأقلية منهم بالانضمام إلى بيع أسهم الأغلبية وفقاً لذات الحقوق والالتزامات والأسعار التي سيتم بها بيع أسهم الأغلبية.^{٦٠}

ج) حق العرض الأول Right of First Offer: وهذا الحق يعطي للمساهم المقرر لمصلحته حق عرض شراء الأسهم - قبل الغير - إذا رغب حاملها في بيعها، وذلك خلال مدة محددة، وفي حالة فوات تلك المدة دون ممارسة الحق، لا يستطيع المساهم المقرر لمصلحته عرض شراء تلك الأسهم مرة أخرى ويكون لحاملها الحق في بيعها للغير.

ح) حق الرفض الأول Right of first refusal: وهذا الحق يعطي للمساهم المقرر لمصلحته الحق في أنه في حالة قيام الغير بعرض شراء أسهم أحد المساهمين في الشركة، فإنه يتعين على هذا المساهم البائع عرض الأسهم محل البيع على المساهم المقرر لمصلحته الحق، وذلك خلال مدة محددة، ووفقاً لنفس الشروط والأسعار التي عرضها الغير، فإن رفض المساهم المقرر لمصلحته الحق شراؤها أو إذا لم يمارس حقه خلال تلك المدة المحددة يسقط هذا الحق المقرر لمصلحته، ويحق للمساهم البائع - في هذه الحالة - بيعها للغير.^{٦١}

٤- المنع من التصرف Lock UP:^{٦٢}

^{٦٠} Maria Isabel Sáez Lacave & Nuria Bermejo Gutiérrez, *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag along and Drag-along Clauses*, ١١ EUR. BUS. ORG. L. REV. ٤٢٣, ٤٢٤ (٢٠١٠).

^{٦١} See generally, David I. Walker, *Rethinking Rights of First Refusal*, ٥ STAN. J.L. BUS. & FIN. ١ (١٩٩٩).

^{٦٢} Marcel Kahan & Michael Klausner, *Lockups and the Market for Corporate Control*, ٤٨ STAN. L. REV. ١٥٣٩, ١٥٣٩-١٥٧١ (١٩٩٦); Stephen Mark Bainbridge, *Exclusive Merger Agreements and Lock-Ups in Negotiated Corporate Acquisitions*, ٧٥ MINN. L. REV. ٢٣٩, (١٩٩٠).

قد تتضمن اتفاقات المساهمين اتفاق بعض المساهمين على عدم التصرف في الأسهم خلال مدة معينة ولسبب مشروع، ويترتب على شرط عدم التنازل حماية الشركة ضد عروض الاستحواذ، ولما كان هذا الاتفاق يتصف بطبيعة التأقيت، فإنه لا يضمن للشركة الحماية الدائمة من مخاطر سعي الآخرين للسيطرة عليها إلا خلال فترة مؤقتة تعادل مدة شرط عدم جواز التصرف.

وقد نص المشرع المصري على قاعدة حرية تداول الأسهم باعتبارها من النظام العام بحيث يكون السهم قابلاً للتداول، ولا يجوز النص على عكس ذلك في نظام الشركة، ومع ذلك يجوز أن يتضمن نظام الشركة بعض القواعد لتنظيم تداول الأسهم بشرط ألا تصل إلى حرمان المساهم من حق التنازل عن أسهمه لغير كالبيع أو أيًا من التصرفات الناقلة للملكية. وإمعاناً في حماية هذا الحق فقد اشترط المشرع عدم جواز إضافة هذه القواعد لنظام الشركة بعد تأسيسها ما لم يتضمن النظام الذي وافق عليه المؤسسون النص على حق الجمعية العامة غير العادية في إدخال القيود التي تراها على تداول الأسهم.^{٦٣}

٥- الأقراص السامة Poison Pills:

استخدمت الأقراص السامة لأول مرة من قبل مارتن ليبتون Martin Lipton في الولايات المتحدة خلال عمليات الاستحواذ في الثمانينيات من القرن العشرين. وهي عبارة عن تعديلات على النظام الأساسي للشركة، حيث تؤدي إلى طرح عدد كبير من الأسهم الجديدة على حملة الأسهم في الشركة المستهدفة دون المساهم الذي يسعى للسيطرة على الشركة وبسعر مخفض، وذلك في حالة نجاحه في تملك حصة مسيطرة من أسهم الشركة.^{٦٤} واستراتيجية القرص السام - الأكثر شيوعاً - تعد بذلك إجراء يحصل بموجبه مساهمي الشركة المستهدفة على قدر كبير من الحقوق القابلة للتحويل إلى أسهم ممتازة إذا حصل أحد المساهمين على نسبة معينة من حقوق التصويت في الشركة المستهدفة والتي عادة ما تعطي حصة مسيطرة في الشركة المستهدفة. كما أن هذه الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بسعر مغري للغاية، وعادة ما يكون نصف القيمة السوقية.

^{٦٣} لائحة قانون الشركات، المادة ١٣٩.

^{٦٤} للحصول على شرح مفصل حول الأقراص السامة، انظر

William Carney & Leonard Silverstein, *The Illusory Protections of the Poison Pill*, ٧٩ NOTRE DAME L. REV. ١٧٩, ١٨١-٢ (٢٠٠٣).

والأهم من ذلك، أنه لا يسمح لمقدم عرض السيطرة باستخدام الأقراص السامة إذا كان مساهماً في الشركة المستهدفة. حيث أنه قد تم تصميم الأقراص السامة للتخفيف من الآثار المترتبة على امتلاك المسيطر المحتمل لأسهم في الشركة المستهدفة وذلك بسبب التوزيع الهائل للأسهم الجديدة والتي لا تتوافر له. هذا وقد أشار بعض الفقه إلى أن استخدام أقراص السم لا يؤدي فقط إلى تفتيت أغلبية التصويت لمقدم العرض، ولكن أيضاً يقلل من عائد استثماره في الشركة المستهدفة.^{٦٥} وبالتالي، على الرغم من أن الأقراص السامة تأخذ الآن أشكالاً متنوعة، إلا أن لديهم جميعاً خاصية مشتركة وهي التمييز ضد مقدم عرض الاستحواذ العدائي.^{٦٦}

وتستخدم الأقراص السامة على نطاق واسع من قبل إدارات الشركات المستهدفة حيث وصفت بأنها التدابير الدفاعية "الأقوى والأكثر فعالية" في الولايات المتحدة.^{٦٧} وأشار بعض الفقه إلى أنه، طالما تم استخدام الأقراص السامة، فلا توجد تدابير دفاعية أخرى ضرورية لأنه تم إحباط عرض السيطرة تماماً.^{٦٨} حيث تستخدم الأقراص السامة لمنع مقدم العرض من تجاوز نسبة الأسهم اللازمة لنقل السيطرة على الشركة المستهدفة عن طريق رفع تكلفة العرض بشكل جوهري.^{٦٩} حيث أنه بعد استخدامها سيكون عرض السيطرة أكثر تكلفة لمقدم العرض المحتمل. ومن ثم، فقد أشار بعض الفقه إلى القول بأنه بعد استحداث الأقراص السامة، أصبح لإدارة الشركة المستهدفة القوة الفائقة لردع عروض الاستحواذ الغير مرغوب فيها بسهولة ويسر.^{٧٠}

وقد انتشرت استراتيجية الأقراص السامة بشكل ملحوظ على مدى السنوات الماضية. ففي عام ٢٠١٠، استحوذت شركة Pershing Square Capital Management and Vornado Realty Trust على نسبة ٢٦٪ من أسهم شركة J.C. Penney العملاقة، والتي بدورها اعتمدت استراتيجية الأقراص السامة لتجنب الاستحواذ على نسبة أكبر في الشركة وذلك عن طريق تخفيف حصص ملكيتهم من الأسهم عند وجود محاولة لشراء أسهم إضافية. وفي عام ٢٠١١، هددت شركة Air Productions بالاستحواذ من شركة Airgas،

^{٦٥} William Underhill & Andreas Austmann, *Defence Tactics, in TAKEOVER IN ENGLISH AND GERMAN LAW* ١٠٥ (Jennifer Payne ed., Hart Publishing, ٢٠٠٢).

^{٦٦} John P. Lowry, *Poison Pills in U.S. Corporations – A Re-examination*, J. BUS. L. ٣٣٧, ٣٤١ (١٩٩٢).

^{٦٧} انظر المرجع ١٦ ص ٣٣٣.

^{٦٨} Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, ٥٤ STAN. L. REV. ٨٨٥, ٨٨٩ (٢٠٠٢).

^{٦٩} انظر المرجع ٥٦ ص ٣٣.

^{٧٠} John C. Coates IV, *The Contestability of Corporate Control: A Critique of the Scientific Evidence on Takeover Defenses*, ٧٩ TEX. L. REV. ٢٧١, ٢٧٦ (٢٠٠٠).

حيث قامت Airgas باستخدام الأقراص السامة لإحباط عرض السيطرة وذلك بوضع سعر أعلى للسهم أكبر من أن تقدمه شركة Air Productions. وأيضاً قد استخدمت شركة Lundin - شركة تعدين النحاس والزنك - استراتيجية الأقراص السامة لإحباط عرض الاستحواذ عن طريق إصدار أسهم جديدة إذا عرضت أية شركة شراء نسبة ٢٠٪ أو أكثر من أسهم الشركة.^{٧١}

ولمزيد من جعل العرض العدائي باهظ التكلفة، فإن الأقراص السامة تعطي السلطة لإدارة الشركة المستهدفة لإلغاء تلك الاستراتيجية إما قبل أو بعد الاستحواذ على النسبة الموجبة لاستخدام الأقراص السامة، والتي تمكن إدارة الشركة المستهدفة من النظر في عروض الاستحواذ الودية. كما أنه عادة ما يتم استبدال استراتيجية الأقراص السامة إذا كان مجلس إدارة الشركة المستهدفة يريد بيع الشركة إلى مقدم عرض ودي للسيطرة. فهذه الاستراتيجية تجبر مقدم عرض السيطرة المحتمل على التوجه إلى إدارة الشركة المستهدفة مباشرة والتفاوض على التسوية معهم قبل تقديم العرض الرسمي للمساهمين.^{٧٢}

وعلى الرغم من وجود آراء فقهية تذهب إلى أن تلك الاستراتيجية تستخدم فقط في ترسيخ الإدارة وحث المساهمين الراضين لعرض السيطرة على اللجوء للقضاء،^{٧٣} إلا أنه قد تم استخدامها على نطاق واسع نظراً لقدرتها على عرقلة عروض السيطرة العدائية، مما يعطي الوقت لمجلس إدارة الشركة المستهدفة لاتخاذ تدابير دفاعية أخرى، والأهم من ذلك جعل الصفقة غير جذابة لمقدم العرض من خلال زيادة التكاليف الإجمالية لتقديم عرض الاستحواذ. والسبب الآخر لشيوع استراتيجية الأقراص السامة كإجراء إحباط للسيطرة على الشركة في الولايات المتحدة هو أنه يمكن اعتماده من قبل مجلس إدارة الشركة المستهدفة دون موافقة مساهميها، من أجل ردع عروض السيطرة العدائية بشكل سهل وفعال.^{٧٤}

^{٧١} لمزيد من المعلومات حول هذه الحالات التي استخدمت فيها وسيلة الأقراص السامة، انظر

Kalen Smith, *How Companies Use Shareholder Rights Plans (Poison Pills) to Fight Hostile Takeover* (MONEY CRASHERS).

^{٧٢} Barbara White, *Conflicts in the Regulation of Hostile Business Takeovers in the United States and the European Union*, ٩ IUS GENTIUM ١٦١, ١٧١ (٢٠٠٣).

^{٧٣} DONALD M. DEPAMPHILIS, *MERGERS, ACQUISITIONS, AND OTHER RESTRUCTURING ACTIVITIES: AN INTEGRATED APPROACH TO PROCESS, TOOLS, CASES, AND SOLUTIONS* ١١٢ (٤th ed., Academic Press, ٢٠٠٨).

^{٧٤} Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*, ٨٧ VA. L. REV. ١١١, ١١٦ (٢٠٠١); Jennifer G. Hill, *Takeover, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance*, (European Corporate Governance Institute Law Research Paper No. ١٦٨/٢٠١٠, ٢٠١٠).

المبحث الثالث

التدابير الإدارية

(التجديد الجزئي لمجلس الإدارة)

لمواجهة عرض الاستحواذ قد يتم النص في النظام الأساسي للشركة على مبدأ التجديد الجزئي لمجلس الإدارة Staggered or Classified Board والذي يعد نوعاً من التدابير الدفاعية ضد عروض السيطرة العدائية السابقة على تقديم العرض والتي تهدف إلى تعزيز قدرة مجلس إدارة الشركة المستهدفة على السيطرة على الشركة.^{٧٥} وفي هذا النوع من الدفاعات ينقسم مجلس إدارة الشركة إلى عدة أجزاء، عادة ما تكون ثلاثة أجزاء متساوية تقريباً. ولا يمكن إعادة انتخاب كل منها أو استبعاده إلا على سنوات متباعدة. ونتيجة لذلك، فحتى عندما يكون مقدم العرض قد اشترى أغلبية أسهم الشركة المستهدفة، فإنه يتعذر عليه تعيين أو عزل أغلبية أعضاء مجلس الإدارة إلا عند إجراء الانتخابات في دورتين متتاليتين لأنه لا يمكن إزالة ثلث المجلس إلا سنوياً. حيث أن صعوبة استبدال مجلس إدارة الشركة المستهدفة يسمح له بالحفاظ على السيطرة على الشركة لفترة أطول. ويكفي خطر التأخير لإجبار صاحب عرض السيطرة المحتمل على التوجه مباشرة لمجلس الإدارة القائم، حيث لا يرغب مقدم العرض في انتظار سنتين لإجراء انتخابات مجلس الإدارة للسيطرة على الشركة المستهدفة.

وفي الممارسة العملية، فإنه غالباً ما يتم استخدام هذا النوع من الإجراءات بجانب الأقراص السامة لتكون آلية أكثر فاعلية لمواجهة عروض السيطرة العدائية. فهذا النوع من الإجراءات يجعل من الصعب على المستحوذ أن يحل محل أعضاء مجلس الإدارة المستهدف إما عن طريق بدء صراع الوكالة Proxy Fight أو إعادة انتخابه في اجتماع للمساهمين حتى يتمكن المجلس الجديد من سحب الأقراص السامة بما يمكنه من المضي قدماً في عرض الاستحواذ. ويمكن القول أن الجمع بين مجلس الإدارة ذو الطبقات والأقراص السامة يوفر سلطة هائلة لإدارة الشركة المستهدفة تعمل بمثابة حائط لصد عروض الاستحواذ العدائية حيث قد يؤدي الجمع بينهما إلى زيادة نسبة احتمالات الحفاظ على الشركة المستهدفة ضد عروض الاستحواذ من ٣٤٪ إلى ٦١٪.^{٧٦}

^{٧٥} انظر المرجع ٧٣، ص ١١٠.

^{٧٦} انظر المرجع ٦٨.

الفصل الثاني

سلطة مجلس الإدارة في منع السيطرة على الشركة

تمهيد وتقسيم:

عند مواجهة عروض السيطرة العدائية، فإنه عادةً ما يحدث تضارب في المصالح في الشركة المستهدفة بين أعضاء مجلس الإدارة من جهة - الذين يسعون إلى الحفاظ على مناصبهم عن طريق عرقلة عرض السيطرة - والمساهمين الذين قد يستفيدون من قبول العرض. وبشكل أكثر وضوحاً، فإن تنظيم سلوك مجلس الإدارة يعني السعي لتحقيق التوازن بين الاستخدام غير السليم للتدابير الدفاعية لخدمة المصالح الشخصية لأعضاء مجلس الإدارة والاستخدام السليم لها للحيلولة دون الغبن في قيمة عرض الاستحواذ.^{٧٧} وسيتم تناول هذا الأمر من خلال إبراز الواجبات التي يضطلع بها مجلس إدارة الشركة المستهدفة وأحكام المحاكم التي نظرت بعض المنازعات القضائية الهامة والتي تتعلق بالتزامات أعضاء مجلس الإدارة تجاه عرض السيطرة وخاصة الأحكام القضائية لولاية ديلاوير باعتبارها الولاية الوحيدة التي وضعت نظاماً قانونياً متطوراً بشأن استخدام التدابير الدفاعية من قبل مجلس الإدارة المستهدف لمواجهة عروض السيطرة العدائية، وذلك فيما يلي.

المبحث الأول

الواجبات الائتمانية لأعضاء مجلس الإدارة

يعرف الواجب أو الالتزام الائتماني "Duty Fiduciary" كمصطلح قانوني يصف العلاقة التي يلتزم على أساسها طرف بالعمل لمصلحة آخر والتصرف بأمواله ورعاية مصالحه مع تحمله لمسؤولية حماية تلك الأموال. ولا توجد قائمة شاملة بالعلاقات التي تنشأ عنها واجبات ائتمانية بموجب القانون. ذلك أن بعض العلاقات تكون ائتمانية تلقائياً، مثل علاقة الوصي والمستفيد، والمحامي والعميل، والأصيل والوكيل، والشركاء التجاريين. ويطبق على طرفي العلاقة، المؤتمن والأصيل أو المستفيد. وفي هذا السياق سيتم معالجة العلاقة الائتمانية بين مدرء ومساهمي الشركة، بحيث يقع على عاتق المدرء مسؤولية إدارة وحماية أموال المساهمين. وبعبارة أخرى، يكون واجب المدرء الأساسي في العلاقة الائتمانية هو رعاية مصلحة المساهمين والشركة. بشكل عام، يندرج تحت الالتزام والعلاقة الائتمانية عدة واجبات، والتي يجب على المؤتمن الالتزام بها، ويعود تحديد وحصر الواجبات إلى نوع العلاقة بين الطرفين. فعلى سبيل المثال، يندرج تحت الالتزام الائتماني

^{٧٧} Larry E. Ribstein, *Why Corporations?* ١ BERKELEY BUS. L.J. ١٨٣, ١٨٣ (٢٠٠٤).

واجب الولاء والرعاية والإفصاح وغيرها. ولعل من أهم الواجبات التي يجب التطرق لها، لا سيما في العلاقة بين المدراء والمساهمين، هي: واجب الرعاية "Duty of Care" وواجب الولاء "Duty of Loyalty".

فمن الجدير بالذكر فإن واجب الرعاية: هو التزام ائتماني يتطلب من مدراء الشركة اتخاذ قرارات تهدف لتحقيق مصالح الشركة بعناية وحذر معقولين. وتعرف مبادئ إدارة الشركات الصادرة عن معهد القانون الأمريكي واجب الرعاية بأنه الواجب الذي يطلب بموجبه من مدير الشركة أداء مهامه بحسن نية؛ بحيث يعتقد - بشكل معقول - أنها تخدم مصالح الشركة لعليا؛ ومع الحرص على أن يكون المعيار الذي يقاس عليه الأداء هو أداء الشخص المتمرس ذو الخبرة في وضع مماثل وفي ظروف مماثلة.

ومع ذلك، حسب الممارسات في الولايات المتحدة، اتبعت المحاكم معيار أقل دقة في محاسبة المدراء، ويعود ذلك لأسباب عديدة، إذ تتطلع المحاكم إلى دعم قيام المدراء باستخدام خبراتهم للمخاطرة وممارسة السلطة التقديرية دون الخوف من المسؤولية؛ ومن جهة أخرى، لا ترغب بإجراء مراجعة قضائية لكل قرار تجاري؛ ذلك أن المدراء يملكون خبرة أكبر من المحاكم فيما يتعلق بالقرارات التجارية. كما أنه من الصعب على المحكمة مراجعة مدى سلامة اتخاذ القرارات بشكل موضوعي وقت اتخاذها، خاصة عندما تكون المحكمة قد رأت بالفعل العواقب المترتبة على اتخاذ هذه القرارات عند عرض المسألة عليها.

أما واجب الولاء، فيوجب أن يتصرف المدراء عند اتخاذ القرارات بصفتهم أشخاص مؤتمنون، والتأكد من عدم وجود أي تعارض شخصي. ويمكن انتهاك واجب الولاء إما عن طريق إجراء المدراء معاملات لمصلحتهم الذاتية أو اغتنام فرص لصالحهم بدلاً من تحقيق مصالح الشركة.

فإنه ولمنع حدوث انتهاك لواجب الولاء، وفقاً للتطبيقات القضائية الأمريكية، فإذا رغب المؤتمن أو المدير في إجراء معاملة أو صفقة ذات مصلحة شخصية، أو أراد اغتنام فرصة قد جاءت بالأصل للشركة، فيجب على المؤتمن أولاً الكشف الكامل عن وقائع وتفاصيل الصفقة. بعد ذلك، يمكن الحصول على الموافقة على الصفقة إما من قبل أغلبية المديرين الذين لا تربطهم صلة بتلك المعاملة التجارية، أو غالبية مساهمين الشركة. وفي حال ثبوت انتهاك واجب الولاء، فإنه يجوز للمحكمة أن تأمر الجهة الائتمانية المخالفة بدفع تعويض، ويجوز لها أن تفرض تعويضات عقابية لردع الانتهاكات في المستقبل. كما أنه يترتب أيضاً على المدراء عدة واجبات مثل، واجب حسن النية "Duty to Act in A good Faith" والذي يوجب على المدراء تعزيز وتفضيل وأداء واجباتهم دون انتهاك للقانون. واجب السرية "Duty of Confidentiality" والذي يوجب على المدراء الحفاظ على سرية معلومات الشركة وعدم الكشف عنها لمصلحتهم الخاصة. واجب الحيطة

”Duty of Prudence“ الذي يوجب على المدراء أن يديروا الشركة بدرجة/مستوى من العناية والمهارة والحذر، وواجب الإفصاح ”Duty to Disclose“ يوجب على المدراء التصرف بشفافية كاملة، والذي يلزم المدراء في ظروف معينة، كشف المدراء للمساهمين عن جميع الحقائق والظروف ذات الصلة بقرارتهم.

وقد نظم المشرع المصري الواجبات الائتمانية لمجلس الإدارة في المواد (٩٨، ٩٩، ١٠٠) في قانون الشركات وكذلك في القرارات الصادرة عن هيئة الاستثمار،^{٧٨} ذلك أنه نظم واجب العناية من خلال النص على

(١) ممارسة المدراء لصلاحياتهم بأفضل جهد ممكن والتصرف بأمانة وإخلاص وفقاً لأحكام القانون ونظام الشركة؛

(٢) اتخاذ القرارات بالنيابة عن الشركة بشكل حر، والعمل على تنمية مصالحها بحسن نية لصالح جميع الشركاء أو المساهمين؛

(٣) التصرف بعناية وحيطة ومهارة وجهد معقول وبدراية وخبرة يمكن توقعها بشكل معتاد من أي مدير يتمتع بصلاحيات ومسؤوليات مماثلة؛

(٤) تجنب الحالات التي قد تؤدي إلى تضارب في المصالح ما بين مصالح الشركة ومصالحه المباشرة أو غير المباشرة؛

(٥) الإفصاح عن المناصب والوظائف التي يتولاها في أي شركات أخرى؛

(٦) الإفصاح للمساهمين عن إمكانية نشوء أي تضارب في المصالح ما بين مسؤولياته كمدير للشركة وبين مصالحه الشخصية وذلك في حال حيازته أية أموال منقولة أو غير منقولة، أو دخوله في عقد ما، أو وجود إمكانية استغلاله لمعلومات أو فرص قد تثير تضارباً بين مصلحة الشركة ومصالحته الشخصية.

كما نظم قانون الشركات الإجراءات القانونية عند الإخلال بقواعد المصادقة على المعاملات ذات المصلحة الشخصية. كما نظم مسؤولية المدراء عن التقصير من خلال تنظيم إجراءات دعوى المسؤولية. كما نظم أيضاً إجراءات الدعاوى المباشرة والفرعية بشكل مفصل من خلال النص على أصحاب المصلحة الذين يملكون الحق في إقامتها، ومدة إقامتها والجهة المختصة بنظرها.

وفي الولايات المتحدة، لا تنظم القوانين الاتحادية سلطة مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة والمقررة في لائحة النظام الأساسي للشركة، حيث تنظم القوانين الأحادية لكل ولاية هذه المسألة من خلال "معايير

^{٧٨} الكتاب الدوري رقم ٢١ بشأن المعايير الأساسية لقواعد الحوكمة الاسترشادية للشركات الخاضعة لأحكام قانون الاستثمار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧ وقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

موحدة ومحددة بشكل متجانس" بشأن مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، والمعروفة باسم الواجبات الائتمانية Fiduciary Duties.^{٧٩} ففي مواجهة عرض السيطرة، فإن استخدام التدابير الدفاعية عادة ما يخضع للسلطة التقديرية لمجلس الإدارة والذي يمكن له اعتمادها بشكل كبير دون موافقة المساهمين. ومع ذلك، فإن اعتماد هذه التدابير الدفاعية من قبل أعضاء مجلس الإدارة يجب أن يتوافق مع واجباتهم الائتمانية تجاه الشركة وتجاه مساهميها على حد سواء.

وكقاعدة عامة، تتجاوز واجبات أعضاء مجلس الإدارة مجرد الإنصاف والصدق حيث تمتد لتشمل الالتزام بالعناية الواجبة والالتزام بالولاء Loyalty، حيث يلتزم أعضاء مجلس الإدارة باتخاذ القرارات في ضوء كافة المعلومات المتاحة بشكل معقول من خلال الالتزام بالعناية الواجبة وأن يكون القرار لصالح الشركة ومساهميها - وليس لتحقيق مصلحة شخصية لهم - من خلال واجب الولاء.^{٨٠} وكما قررت المحكمة في قضية ماينهارد ضد سالمون *Meinhard v. Salmon*، فإنه "يحظر على الأشخاص الملتزمين بالواجبات الائتمانية القيام بالعديد من الممارسات والمسموح بها في عالم الأعمال لمن يعملون وفقاً لآليات التجارة الحرة، حيث يلتزم أعضاء مجلس الإدارة بواجبات أكثر صرامة من مجرد أخلاقيات وقواعد السوق، فمعيار السلوك المطلوب ليس الأمانة وحدها، ولكن أعلي درجات الشرف".^{٨١}

وبوجه عام، فإن المحاكم الأميركية تطبق عدداً من المعايير الإجرائية والموضوعية لتحديد ما إذا كان مجلس الإدارة يمارس واجباته الائتمانية بشكل صحيح أم لا، وهي قاعدة احترام القرار التجاري للشركة Business Judgment Rule.^{٨٢} والتي تستند - كما سبق الإشارة - إلى فكرة أساسية مفادها أن العهد بإدارة شؤون الشركة إلى مجلس إدارتها تم بناءً على أن هذا المجلس سوف يتخذ قراراته بناءً على حكم سليم مع إيلاء العناية الواجبة وبحسن نية تحقيقاً لمصلحة الشركة والمساهمين فيها.^{٨٣} وفي قضية أرونسون ضد لويس *Aronson v. Lewis*، حددت المحكمة قاعدة احترام القرار التجاري باعتبارها "افتراضاً مفاده أنه عند اتخاذ

^{٧٩} Klaus J. Hopt, *Common Principles of Corporate Governance in Europe?*, in CORPORATE GOVERNANCE REGIMES: CONVERGENCE AND DIVERSITY ٢٥٩ (Joseph A. McCahery et al. eds., OXF. Univ. Press, ٢٠٠٢).

^{٨٠} David Lamb, *United States of America: Directors' Duties under Delaware Takeover Law*, ١٥ CO. L. ٢٨٣, ٢٨٣ (١٩٩٤).

^{٨١} *Meinhard v. Salmon*, ٢٤٩ NY ٤٥٨, ٤٦٤ (١٩٢٨).

^{٨٢} *Pogostin v. Rice*, ٤٨٠ A ٢d, ٦١٩ (Del. ١٩٨٤), ٦٢٧; *Aronson v. Lewis*, ٤٧٣ A ٢d ٨٠٥, ٨١٢ (Del. ١٩٨٤); *Paramount Communications Inc v. QVC Network Inc.*, ٦٣٧ A ٢d ٣٤, ٤١-٤٢ (Del. ١٩٩٤).

^{٨٣} Jeffrey Gordon & Harvey Nixon, *The Outer Boundaries of the Poison Pill in US Takeovers*, ٤ J. INT'L BUS. & L. ١٤٢, ١٤٦ (١٩٨٩).

قرار تجاري فإن مديري الشركة سيتصرفون على أساس مستتير وبحسن نية وباعتقاد صادق بأن الإجراء الذي اتخذ سيحقق أفضل مصلحة للشركة".^{٨٤}

وبموجب هذه القاعدة، فإن مجلس الإدارة ليس مسؤولاً عن خطأ القرار التجاري الذي اتخذته إذا تم تنفيذه بحسن نية وبحسب ما يعتقد أنه يحقق مصلحة الشركة. وقد تم تناول هذا المبدأ في قضية شركة اي سي ضد شركة أندرسون، كلايتون وشركاه *AC Acquisitions Corp v. Anderson, Clayton & Co*. حيث أنه في حالة طلب المدعي من المحكمة مراجعة مدى ملاءمة قرارات مجلس الإدارة، فإن المحكمة سوف ترفض تقييم حكمة قرارات مجلس الإدارة الذين يتم انتخابهم من قبل المساهمين لإدارة الشركة.^{٨٥} فقد أشار بعض الفقه إلى أنه قد تم منح أعضاء مجلس الإدارة افتراض أنهم قد التزموا بواجباتهم الائتمانية، وفي هذه الحالة فإن حكم المحكمة لن يحل محل قرار مجلس الإدارة.^{٨٦}

المبحث الثاني

الحدود القانونية لسلطة مجلس الإدارة

من المسلم به أن المشرع الأمريكي والإنجليزي قد اعتمد كلاهما نهجاً مختلفة لعمليات السيطرة العدائية، كما أن الاختلاف بين كلا النظامين يظهر بوضوح من خلال قاعدة عدم الإحباط *NFR*، حيث تعتبر هذه القاعدة أحد المحدثات من قواعد المدينة في التشريع الإنجليزي، التي اعتمدها الاتحاد الأوروبي في توجيه الاستحواذ الأوروبي. كما أنه يتم تطبيق هذه القاعدة للرقابة على المعاملات التي تستهدف السيطرة على الشركات، كما أنها تحاول أيضاً معالجة تضارب المصالح بين مجلس الإدارة والمساهمين من ناحية وبين مقدم العرض والمساهمين من ناحية أخرى، الناتجة عن تأثير توزيع سلطة اتخاذ القرار بشأن قبول أو رفض عرض الاستحواذ، وحماية أقلية المساهمين المستهدفين ضد خطر الانتهازية سواء من قبل مقدم العرض أو المساهمين المسيطرين.

^{٨٤} *Aronson v. Lewis*, ٤٧٣ A ٢d ٨٠٥, ٨١٢ (Del. ١٩٨٤).

'a presumption that in making a business decision that directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company'

^{٨٥} *AC Acquisitions Corp v. Anderson, Clayton & Co* ٥١٩ A ٢d ١٠٣, ١١١ (Del. Ch ١٩٨٦).

^{٨٦} انظر المرجع ٨٠ ص ٢٨٣.

وبوجه خاص، تهدف قاعدة عدم الإحباط للحد من استخدام التدابير الدفاعية من قبل المجلس المستهدف وتقييد سلوكه الانتهازي. حيث أنه من شأن منع مجلس الإدارة من إحباط عرض السيطرة دون موافقة المساهمين المستهدفين أن يجعل استخدام تلك التدابير الدفاعية أقل احتمالاً للحدوث، مما يؤدي لزيادة معاملات الاستحواذ.

ولذلك، فإن الخيارات التنظيمية لهذه القاعدة لها تأثير معاكس على كفاءة دور السوق للسيطرة على الشركات. فإذا كانت لائحة الاستحواذ التي تركز على تضارب المصالح بين مجلس الإدارة والمساهمين في الشركة المستهدفة تعتمد قاعدة عدم الإحباط لتقييد سلطة اتخاذ القرارات فيما يتعلق باستخدام التدابير الدفاعية لمواجهة الاستحواذ دون موافقة المساهمين، فإن ذلك يقدم حماية أفضل للمساهمين لأنه سيتم إجبار أعضاء مجلس الإدارة على تحقيق مصالح المساهمين وكذلك تسهيل سيطرة الإدارة ذات الكفاءة على الشركات من خلال جعل عمليات الاستحواذ أكثر احتمالاً للحدوث.^{٨٧}

وفي القانون الفرنسي، نجد أن المشرع الفرنسي قد اختار أن تتضمن لائحة الاستحواذ الفرنسية المادة التاسعة من توجيه الاستحواذ الأوروبي والتي تتضمن التزام مجلس إدارة الشركة بعدم إحباط عرض السيطرة ما لم توافق الجمعية العامة للمساهمين التي تتعقد بعد تقديم العرض على الإجراءات التي قام بها مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة.^{٨٨} كما أنه يتم تطبيق مبدأ المعاملة بالمثل بين الشركتين محل السيطرة في هذا الصدد،^{٨٩} ومعني ذلك أنه إذا لم تخضع الشركة مقدمة العرض لذات القيود المفروضة على إدارة الشركة المستهدفة، فإنه سيتم إعفاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة من القيود التي تفرضها قاعدة عدم الإحباط، وبالتالي سيكون المجلس قادراً على استخدام تدابير دفاعية ضد العرض المحتمل بالسيطرة.^{٩٠} وفي حين اعتمد المشرع الفرنسي قاعدة عدم الإحباط (سلبية الإدارة) الواردة في المادة التاسعة من توجيه الاستحواذ الأوروبي،^{٩١} إلا أنه قد أعرض عن تطبيق قاعدة النفاذ Breakthrough Rule المنصوص عليها في المادة ١١ من

^{٨٧} Marc Goergen, Marina Martynova & Luc Renneboog, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe*, ٢١ OXF. REV. ECON. POL'Y ٢٤٣, ٢٤٨ (٢٠٠٥).

^{٨٨} انظر المرجع السابق.

^{٨٩} قانون التجارة الفرنسي، المادة ٢٣٣/٣٣.

^{٩٠} FRIED, FRANK, HARRIS, SHRIVER & JACOBSON LLP, *Reforms to French Regulation of Takeover Bids* (Memorandum, ٢٠٠٦).

^{٩١} توجيه الاستحواذ الأوروبي، تبين المادة التاسعة الالتزامات المفروضة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض.

التوجيه والمتعلقة بالتدابير الدفاعية السابقة على تقديم عرض السيطرة.^{٩٢} وبالتالي لا ينطبق مبدأ المعاملة بالمثل بين الشركات على المادة ١١.٩٣ وفي الواقع، فقد تضمنت لائحة الاستحواذ الفرنسية المزيد من التدابير الدفاعية المتاحة للشركات المستهدفة.^{٩٤} وتعد حقوق المساهمين Rights Plan - الأقرص السامة - هي أهم مثال على الإجراءات الدفاعية لمجلس إدارة الشركة المستهدفة لدى المشرع الفرنسي.^{٩٥}

وسيراً على درب، فإن المشرع المصري ألزم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بقاعدة عدم الإحباط NFR التي كان المشرع الإنجليزي سابقاً في النص عليها. والتي تحظر على مجلس إدارة الشركة المستهدفة القيام بأي إجراء أو تصرف يعتبر "حدثاً جوهرياً ضاراً" اعتباراً من تاريخ نشر قرار الموافقة على عرض السيطرة من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية وحتى إعلان نتيجة العرض.^{٩٦} حيث تبين اللائحة مثالين على الأحداث الجوهرية الضارة، الأول يتضمن زيادة رأس المال في الشركة المستهدفة أو إصدار سندات جديدة قابلة للتحويل إذا كانت هذه الزيادة ستجعل عملية السيطرة صعبة أو مستحيلة بالنسبة للمستحوذ.^{٩٧} والمثال الثاني يشمل أي إجراءات من شأنها أن تؤثر تأثيراً جوهرياً على أصول الشركة أو تزيد من التزاماتها أو كانت تعوق تطوير الشركة في المستقبل.^{٩٨} كما أن المشرع المصري قد حظر على الشركة المستهدفة شراء أسهمها الخاصة بمجرد نشر عرض الاستحواذ.^{٩٩}

وعلى غرار المشرع الفرنسي، فإن المشرع المصري لم ينص على قاعدة النفاذ Breakthrough Rule التي تقيد إدارة الشركة المستهدفة من استخدام التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض والمأخوذة من توجيه الاستحواذ الأوروبي في المادة ١١. حيث يعد إغفال قاعدة النفاذ تقيد لقاعدة حياد مجلس الإدارة

^{٩٢} Guido Ferrarini & Geoffrey P. Miller, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, ٤٢ CORNELL INT'L L.J. ٣٠١، ٣١٧- ٣٢٠ (٢٠٠٩).

^{٩٣} انظر نص المادة ٣/١٢ من توجيه الاستحواذ الأوروبي

^{٩٤} انظر المرجع ٩٠ ص ٣.

^{٩٥} انظر المرجع السابق ص ٥.

^{٩٦} لائحة سوق المال، المادة ٣٤٣. انظر أيضاً المادة ٣٢٦، التي عرفت الحدث الجوهري الضار بأنه "أي حدث طارئ غير متوقع ينشأ بعد تقديم عرض الشراء يؤثر سلبياً على الشركة المستهدفة بالعرض أو نشاطها أو على قيمة أسهمها".

^{٩٧} لائحة سوق المال، المادة ١/٣٤٣.

^{٩٨} لائحة سوق المال، المادة ٢/٣٤٣.

^{٩٩} لائحة سوق المال، المادة ٣٥١.

Board Neutrality Rule، مما يخول المساهمين المسيطرين الذين يتمتعون بالسلطة المطلقة لمقاومة أو قبول العرض من خلال اعتماد الدفاعات السابقة على تقديم عرض الاستحواذ.

كما أن القانون الفرنسي لم يتبنى المادة ١١ من توجيه الاستحواذ الأوروبي بشأن قاعدة النفاذ ضمن لائحته المنظمة للاستحواذ، والتي تقيد الشركة المستهدفة من تطبيق تكتيكات دفاعية سابقة على تقديم عرض الاستحواذ المحتمل.^{١٠٠} وعلى خطى اللائحة الفرنسية، جاءت لائحة الاستحواذ المصرية خالية من قاعدة النفاذ. وكما تمت الإشارة سابقاً، فإن هذا يرجع إلى اختلاف الدوافع وراء التنظيم الفرنسي والتنظيم المصري.^{١٠١} حيث يهدف المشرع الفرنسي إلى حماية الصناعات الوطنية من التهديد من جانب المستثمرين الدوليين؛ في حين أن مصر تريد جذب المزيد من الاستثمارات إلى أسواقها.

وينعكس ذلك بشكل أوضح في تنظيم قاعدة عدم الإحباط في كل من النظامين الفرنسي والمصري. ففي حين أن كلاهما يقيد مجلس إدارة الشركة المستهدفة من إحباط عرض الشراء، إلا أن الاستخدام الفرنسي للتدابير المضادة للسيطرة أكثر تطوراً مما هو عليه في القانون المصري، والتي لا تكاد تذكر أي إشارة لتلك التكتيكات الدفاعية.^{١٠٢} ففي الواقع، فإن إغفال القانون المصري لقاعدة النفاذ سمح بكثير من الحرية لمجلس إدارة الشركات المستهدفة - الذي يهيمن عليه المساهمين المسيطرين - لمقاومة عرض السيطرة المحتمل. وهذا لا يقوض قاعدة عدم الإحباط فحسب، بل إنه يجعل من الصعب للغاية أن تتجح عملية السيطرة غير المرغوبة من قبل مجلس الإدارة، لا سيما عندما يقترن ذلك بشرط العرض الإلزامي الذي يرفع من سعر الصفقة بشكل كبير. فهذه الصعوبة في نجاح تنفيذ عملية الاستحواذ تقلل من دور السوق في السيطرة على الشركات ومن حماية المساهمين.

عند مواجهة عرض السيطرة العدائي، فإن حماية مصالح المساهمين وفقاً لقاعدة الغرض المناسب في القانون العام تعد غير ملائمة، ويرجع ذلك إلى أنه يتعين على المحكمة إجراء فحص شامل لظروف اتخاذ قرار رفض العرض من أجل التأكد من الأهداف الكامنة لذلك مما يسبب قدر كبير من عدم اليقين

^{١٠٠} انظر المطلب السابق.

^{١٠١} انظر المرجع السابق.

^{١٠٢} انظر المرجع ٩٠، ص ١: ٥، والذي تناول التدابير الدفاعية المتاحة للشركات الفرنسية المستهدفة قبل وبعد إدراج أحكام توجيه الاستحواذ الأوروبي، مشيراً إلى أن تلك الأحكام سمحت للشركات الفرنسية بمجموعة أوسع من الدفاعات.

Uncertainty وتأخير الفصل في الدعوى.^{١٠٣} بالإضافة إلى أن بعض الفقه رأى أن قانون الشركات الإنجليزي لعام ٢٠٠٦ لا يوفر الحماية الكافية للمساهمين في الشركة المستهدفة لأنها تعكس ببساطة موقف نظام القانون العام، الذي يلزم أعضاء مجلس الإدارة بالعمل في إطار السلطات الممنوحة لهم وبتعزيز نجاح الشركة لصالح أعضائها ككل.^{١٠٤} وفي هذا الصدد، أشار بعض الفقه إلى أن حماية مساهمي الأقلية تصبح غير فعالة، ما لم يلزم القانون أعضاء مجلس الإدارة بتعزيز نجاح المشروع التجاري من أجل مصلحة المساهمين بدلاً من مصلحة الشركة ككل.^{١٠٥}

ومن المسلم به وجود قصور في الأحكام التي تنظم سلوك أعضاء مجلس الإدارة عند مواجهة عرض السيطرة العدائي في إطار واجباتهم الائتمانية، ففي هذا السياق، يكون واضحاً أن أعضاء مجلس الإدارة ملتزمون بواجباتهم تجاه المساهمين والأطراف الأخرى المعنية بإجراءات السيطرة التي تشارك فيها الشركة.^{١٠٦} وقد ذكر بعض الفقه أن قواعد المدينة تشتمل بشكل واضح ومحدد على المبدأ الذي يقضي بأن يقوم أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة خلال عرض الاستحواذ بالعمل كوكلاء للمساهمين.^{١٠٧} وبالتالي فإنه لا يتم توفير الحماية الكافية للمساهمين إلا من خلال قواعد المدينة التي يفرض مستوى أعلى من الواجبات الائتمانية على أعضاء مجلس الإدارة من تلك التي تفرضها قواعد القانون العام.^{١٠٨}

فبموجب قواعد المدينة، لم يعد الحكم على قدرة أعضاء مجلس الإدارة على اتخاذ التدابير الدفاعية في مواجهة عمليات السيطرة العدائية عن طريق التحقيق في دوافعهم بل تم الاستعاضة عن نهج القانون العام بقواعد المدينة التي تنص بوضوح على أن للمساهمين الحق النهائي في اتخاذ القرار بشأن عرض السيطرة.^{١٠٩}

^{١٠٣} Andrew S. Johnston, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code*, ٦٦ CAMBRIDGE L.J. ٤٢٢، ٤٣٦ (٢٠٠٧).

^{١٠٤} Jonathan Mukwiri, *Implementing the Takeover Directive in the UK* ٧٥ (٢٠٠٨) (DPhil thesis, Univ. of Leicester).

^{١٠٥} JOHN PARKINSON, *CORPORATE POWER AND RESPONSIBILITY* ٧٧ (Clarendon Press, ١٩٩٣).

^{١٠٦} انظر المرجع ١٠٤ ص ١٣٨.

^{١٠٧} Simon Deakin et. al., *Implicit Contracts, Takeovers and Corporate Governance: in the Shadow of the City Code* ٨ (ESRC Ctr for Business Res., Univ. of Cambridge, Working Paper ٢٥٤، ١٤، ٢٠٠٢).

^{١٠٨} انظر المرجع ١٠٤ ص ٧٥.

^{١٠٩} John Armour & David A. Skeel Jr, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*, ٩٥ GEO. L.J. ١٧٢٧، ١٧٧٢ (٢٠٠٧).

حيث أن قواعد المدينة كمبدأ عام تلزم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بعدم حرمان المساهمين من اتخاذ القرار فيما يتعلق بالأسس الموضوعية لعرض السيطرة.^{١١٠} وبلا شك، فعندما يتعلق الأمر بعرض السيطرة، فإن أهم التزام يقوم به مجلس إدارة الشركة المستهدفة للمساهمين فيها يتمثل في عدم اتخاذ أي إجراء لإحباط عرض الشراء الذي قد يرغب المساهمون في قبوله.

ويتبع التوجيه الأوروبي نفس نهج قواعد المدينة تجاه قدرة مجلس الإدارة على استخدام التدابير الدفاعية لمواجهة عروض السيطرة، حيث يتضمن في المادة ٢/٩ قاعدة المجلس المحايد Board Neutral Rule التي تلزم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بعدم اتخاذ أي إجراء لإحباط عرض السيطرة دون موافقة المساهمين، من وقت إبلاغ الشركة المستهدفة بالعرض وحتى انتهاء مدة سريانه القانونية. واختار المشرع الإنجليزي المادة (٩) من توجيه الاستحواذ الأوروبي واحتفظ بالقيود المفروضة على إجراءات مجلس الإدارة التي تهدف لإحباط عرض الاستحواذ في المادة ٢١ من قواعد المدينة، وهو يسمى بقاعدة عدم الإحباط Non-Frustration Rule.

وقد أشار بعض الفقه إلى أن المبدأ العام الثالث، إلى جانب المادة ٢١ في قواعد المدينة، قد وضعوا إطاراً أساسياً للطريقة التي ينبغي أن تعتمد بها التدابير الدفاعية في مواجهة عروض السيطرة في المملكة المتحدة.^{١١١} ومن الواضح أن أعضاء مجلس الإدارة قد لا يستخدمون سلطاتهم لمنع حق أغلبية المساهمين في اختيار قبول أو رفض عملية السيطرة العدائية. ويجب تحية مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة جانباً عندما توشك عروض السيطرة العدائية على الحدوث بحيث يمكن للمساهمين أن يكون لهم القرار النهائي بشأن قبول العرض أو رفضه.^{١١٢} ومن الجدير بالذكر أن متطلبات الحصول على موافقة المساهمين على الإجراءات "المحبطة" هي أيضاً متسقة مع نهج القانون العام، والتي تحول دون عرقلة عملية السيطرة باستخدام الواجبات الائتمانية لأعضاء مجلس الإدارة.^{١١٣}

^{١١٠} قواعد المدينة، المبدأ ٣.

^{١١١} انظر المرجع ٦٧ ص ٦٩٤.

^{١١٢} Han-Wei Liu, *The Non-Frustration Rule of the UK City Code on Takeover and Mergers and Related Agency Problems: What are the Implications for the EC Takeover Directive?*, ١٧ COLUM. J. EUR. L. ٥, ٥ (٢٠١١).

^{١١٣} انظر المرجع ٦٥ ص ٩٣.

فبموجب المادة ٢١ من قواعد المدينة، فإن قاعدة عدم الإحباط NFR تقيد بشدة قدرة مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة لاتخاذ أي إجراء قد يحبط أي عرض حسن النية محتمل للسيطرة أو يمكن أن يؤدي إلى حرمان المساهمين من فرصة اتخاذ قرار بشأن العرض، وذلك دون الحصول على موافقة المساهمين في اجتماع الجمعية العمومية، بمجرد اعتقاد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بأن العرض وشيك الحدوث. وينبغي أن يكون واضحاً أن معيار الحدوث هنا يعني أثناء العرض، أو حتى قبل تاريخ تقديم العرض، عندما يقوم مقدم العرض رسمياً بإخطار مجلس الإدارة المستهدف بنيته في تقديم عرضاً للسيطرة. وتشمل تلك التدابير المحظور استخدامها وفقاً للمادة ٢١ ما يلي:

- ١- إصدار أية أسهم أخرى في الشركة المستهدفة؛
- ٢- منح أية حقوق على أي أسهم غير مصدرة في الشركة المستهدفة؛
- ٣- إنشاء أو إصدار أية أوراق مالية قابلة للتحويل Convertible Securities أو أن تقرر للمساهمين حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة Subscription Right؛
- ٤- التصرف أو اكتساب أية أصول مادية تعادل ١٠٪ أو أكثر.
- ٥- إبرام أية عقود أخرى في غير سياق نشاط الشركة المعتاد، دون الحصول على موافقة المساهمين.

ومن الجدير بالذكر أن قائمة الإجراءات المحظورة أعلاه ليست على سبيل الحصر، لذا فإنه يجب التشاور مع الجهة الإدارية التنظيمية مقدماً إذا كان هناك أي شك حول ما إذا كانت هناك أية إجراءات أو تصرفات مقترحة ستقوم بها إدارة الشركة يمكن أن تندرج في إطار المادة ٢١.١١٤. وكما ذكر بعض الفقه، فإن قاعدة عدم الإحباط NFR تتسع لتشمل جميع الإجراءات المحبطة لعرض السيطرة بغض النظر عما إذا كانت مذكورة تحديداً في قواعد المدينة أم لا، حتى لو كان مجرد الشروع في التقاضي نيابة عن الشركة المستهدفة وذلك بمجرد أن يكون العرض وشيك الحدوث.^{١١٥}

^{١١٤} قواعد المدينة، المادة ٢١/١.

^{١١٥} Paul Davies, *Gower and Davies Principle of Modern Company Law* (Sweet & Maxwell ٢٠٠٣), pp. ٧١٦; David Pudge, *Conduct During the Offer; Timing and Revision; and Restrictions Following Offers*, in A PRACTITIONER'S GUIDE TO THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ٢٦٧ (Maurice Button ed., City and Financial Publishing, ٢٠٠٨) pp. ٢٥٨.

المبحث الثالث

سلطة مجلس الإدارة في اعتماد التدابير الدفاعية لمنع السيطرة

كما سبق القول فإن قاعدة عدم الإحباط NFR في التشريع الانجليزي تقيد إلى حد كبير سلطة أعضاء مجلس الإدارة في إجراء بعض التدابير الدفاعية لمواجهة عرض الاستحواذ العدائي، وعلى الجانب الآخر فإن ذلك يوفر للمساهمين الفرصة الكاملة لتقييم وتقرير قبول عرض الشراء أم لا. كما أن لنظام القانون العام نفس الموقف إزاء هذه المسألة. ففي قضية شركة هوارد سميث ضد أمبول بيتروليوم المحدودة *Howard Smith v. Ampol Petroleum Ltd*^{١١٦}، ألغت المحكمة قرار مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بنقل أسهم الخزينة إلى مقدم عرض مفضل من أجل إحباط عرض استحواذ عدائي، واستندت المحكمة في ذلك إلى أن أغلبية المساهمين في الشركة المستهدفة يفضلون هذا العرض العدائي.

ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن التدابير الدفاعية ليست محظورة مطلقاً في القانون الانجليزي. فلا يزال مجلس الإدارة قادراً على اتخاذ إجراءات لإحباط أو إعاقة عروض السيطرة، ولكن قرار القيام بهذه الإجراءات يقع على عاتق المساهمين في اجتماع الجمعية العامة.^{١١٧} فعلى الرغم من أن المجلس المستهدف ممنوع من اتخاذ أي إجراء قد يحبط عرض استحواذ على الشركة - دون الحصول على موافقة المساهمين بعد تقديم العرض - إلا أن مجلس الشركة المستهدفة لا يزال يملك إمكانية البحث عن الفارس النبيل *White Knight* ضمن الأنشطة التجارية العادية للشركة، دون الالتزام بالحصول على موافقة المساهمين في اجتماع الجمعية العمومية. فبوجه عام تلقي نظرية الفارس النبيل رواجاً في القانون الإنجليزي.^{١١٨} حيث أنه على الرغم من أن العروض المنافسة قد تحبط عملياً عرض الاستحواذ الأول - الذي قد يكون عدائياً - إلا أن العرض المنافس لا يعني إلا خياراً ثانياً للمساهم وهو يمثل في ذات الوقت عقبة أمام العرض الأول قد تؤدي إلي إحباطه.^{١١٩}

^{١١٦} Howard Smith Ltd v. Ampol Petroleum Ltd, AC ٨٢١ (١٩٧٤).

^{١١٧} Federico M. Mucciarelli, *White Knights and Black Knights - Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target' Companies?*, ٣ EUR. CO. & FIN. L. REV. ٤٠٨, ٤١٢ (٢٠٠٦).

^{١١٨} في عام ٢٠٠٩ قامت شركة فيات بدور الفارس النبيل للاستحواذ على شركة كرايسلر، وأنقذتها بذلك من خطر التصفية.

^{١١٩} Paul Davies, Edmund-Philipp Schuster & Emilie Van de Walle de Ghelcke, *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?*, in COMPANY LAW AND ECONOMIC PROTECTIONISM: NEW CHALLENGES TO EUROPEAN INTEGRATION ١٤٥ (Ulf Bernitz & Wolf-Georg Ringe eds., OXF. Univ. Press, ٢٠١٠).

ولذلك، لا ينبغي اعتباره تدبيراً من التدابير الدفاعية ضد عروض الاستحواذ التي يستخدمها مجلس الإدارة، لأنها تخضع لموافقة المساهمين. وبطبيعة الحال، لا يزال أعضاء مجلس الإدارة خاضعين لواجباتهم الائتمانية لذا يجب عليهم التعامل مع جميع مقدمي العروض المتنافسة بطريقة شفافة وعادلة عند النظر في مدى الإفصاح عن المعلومات.^{١٢٠}

وعلاوة على ذلك، فإن قواعد المدينة تحد فقط من تلك الإجراءات التي تسعى لإحباط عروض الاستحواذ والتي يتم اتخاذها عندما تكون المحاولة وشيكة الحدوث وذلك رداً على محاولة الاستحواذ غير المرغوب فيها، كما أن ما تحدده قاعدة عدم الإحباط بشكل فعال هو مجرد الإجراء الدفاعي الذي اتخذه مجلس الإدارة بعد الإعلان عن العرض.^{١٢١} ومع ذلك، لا يزال مجلس إدارة الشركة المستهدفة قادر على اعتماد إجراءات دفاعية في وقت مبكر من أي عرض معين.^{١٢٢} وبعبارة أخرى، قد تسعى الإدارة المستهدفة إلى تضمين التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض في النظام الأساسي للشركة في أي وقت لا يكون فيه العرض موضع للدراسة، وذلك لتدعيم مكانتها في الشركة المستهدفة.

وللحيلولة دون وجود تدابير دفاعية سابقة على تقديم عرض السيطرة، تنص المادة ١١ من توجيه الاستحواذ الأوروبي على ما يسمى بـ"قاعدة النفاذ Breakthrough Rule"، والتي تقيد إدارة الشركة المستهدفة من استخدام التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض. إلا أن المشرع الإنجليزي قرر عدم تضمين قاعدة "النفاذ" ضمن قواعد المدينة ولكنه يسمح للشركات التي لديها أسهم تحمل حقوق التصويت والتي يتم تداولها في الأسواق المالية باستخدام هذه القاعدة إذا رغبوا.^{١٢٣} والسبب في أن قواعد المدينة ليس لديها أحكام تنظم التدابير الدفاعية السابقة على تقديم عرض السيطرة ربما يكون لأن "نظام الاستحواذ في القانون الإنجليزي لم يكن دائماً معني بتلك التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض."^{١٢٤}

^{١٢٠} قواعد المدينة، المادة ٢/٢٠.

^{١٢١} David Kershaw, *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition*, ٥٦ INT'L & COMP. L. Q. ٢٦٧, ٢٧٠ (٢٠٠٧).

^{١٢٢} Paul Davies & Klaus Hopt, *Control Transactions, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* ٢٣٤ (John Armour et al. eds., OXF. Univ. Press, ٢٠٠٤).

^{١٢٣} قانون الشركات الإنجليزي ٢٠٠٦، المواد من ٩٦٦: ٩٧٢.

^{١٢٤} انظر المرجع ١٠٤ ص ٦٠.

وعلى الرغم من أن التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض والتي قد يستخدمها أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة لا تخضع لقواعد المدينة، إلا أنهم لا يزالون خاضعين لواجباتهم الائتمانية كمديرين. وبالتالي، فعند اتخاذ قرار بشأن كيفية الدفاع عن الشركة ضد عرض السيطرة العدائي من خلال اعتماد أي نوع من التدابير الدفاعية في مواجهة العرض، فإنه يجب على أعضاء مجلس الإدارة التصرف بحسن نية، ولمصلحة الشركة ككل، واستخدام صلاحياتهم للأغراض المناسبة بموجب المادة ١٧١ من قانون الشركات لعام ٢٠٠٦. وكما لاحظ بعض الفقه، فإن قدرة أعضاء مجلس الإدارة على استخدام التدابير الدفاعية السابقة على تقديم العرض بشكل فعال والتي ستحبط في وقت لاحق عملية الاستحواذ مقيدة بواجباتهم الائتمانية.^{١٢٥} وقد يؤدي عدم الالتزام بهذه الواجبات الائتمانية إلى قيام المساهمين ذي المصلحة برفع دعوى قضائية ضد أعضاء مجلس الإدارة *Derivative Suit* لإجبارهم على سحب دفاعهم وتعويض الشركة عن أي خسارة قد تكبدتها.^{١٢٦}

وكما تم الإشارة آنفاً، فإن استراتيجية الأقراص السامة تعد أكثر التدابير الدفاعية السابقة على تقديم عرض السيطرة شيوعاً. إلا أنه على الرغم من عدم وجود قانون يحظر صراحة استخدام تلك الوسيلة في المملكة المتحدة. إلا أن الممارسة العملية أوضحت أن تلك الوسيلة تستخدم بشكل غير منتظم نسبياً.^{١٢٧} ففي قضية *Criterion Properties Plc v. Stratford UK Properties LLC*،^{١٢٨} وجدت المحكمة أن اعتماد مجلس الإدارة لأسلوب الأقراص السامة كان ممارسة غير سليمة لسلطتهم لإحباط محاولة السيطرة على الشركة، وبالتالي حكمت المحكمة بإبطال قرار مجلس الإدارة باستخدامها، على الرغم من أنه لا يجوز لمجلس الإدارة اعتماد الأقراص السامة دون موافقة المساهمين في الشركة المستهدفة. فطبقاً للمادة ٥٥١ من قانون الشركات لسنة ٢٠٠٦، فإن إصدار أسهم أو تقرير حقوق على أسهم يتطلب موافقة المساهمين في اجتماع الجمعية العمومية.

وهكذا، فإن الأقراص السامة تتطلب موافقة المساهمين للمضي قدماً فيها. ومع ذلك، فإن الموافقة على اعتماد تلك الوسيلة مسبقاً لإحباط عروض السيطرة المحتملة يبدو أنها لا تحوز اهتمام المساهمين في الشركة

^{١٢٥} انظر المرجع ١٢١ ص ٢٥٧.

^{١٢٦} انظر المرجع ١٢١.

^{١٢٧} انظر المرجع السابق.

^{١٢٨} *Criterion Properties Plc v. Stratford UK Properties LLC*, UKHL ٢٨ (٢٠٠٤).

المستهدفة، لأن لديهم بالفعل سلطة اتخاذ قرار بشأن قبول أو رفض عرض الاستحواذ بموجب القانون. ولذلك، فإنه من غير المرجح شيوع استخدام أسلوب الأقراس السامة في المملكة المتحدة.^{١٢٩}

وبالإضافة إلى ذلك، فإن أحكام "التجديد الجزئي لمجلس الإدارة Staggered Board" التي يمكن استخدامها جنباً إلى جنب مع الأقراس السامة غير قابلة للتطبيق بوجه عام كوسيلة دفاعية في المملكة المتحدة. حيث تمنع هذه الأحكام استبدال مجلس الإدارة بإجراء واحد، مما يقلل إلى حد كبير من فرصة استبدال الأقراس السامة من قبل المجلس الجديد. ومع ذلك، فبموجب المادة ١٦٨ من قانون الشركات لعام ٢٠٠٦، يجوز للجمعية العمومية للمساهمين إقالة أيّاً من أعضاء مجلس الإدارة قبل انتهاء مدة عضويته، بسبب أو بدون سبب.

المبحث الرابع

الرقابة القضائية على سلطة مجلس الإدارة في منع عمليات السيطرة "أحكام محاكم ولاية ديلاوير Delaware"

تمهيد وتقسيم:

كما سبقت الإشارة، فإن قانون ويليامز هو في المقام الأول قانون للإفصاح ولا ينظم بشكل مباشر قرارات مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة عند مواجهة عروض السيطرة العدائية. فعلى المستوى الفيدرالي، فإن المشرع الفيدرالي ارتأى عدم ثمة مصلحة في تنظيم التدابير الدفاعية لعمليات السيطرة وبدلاً من ذلك، كما أشار بعض الفقه - فإنه مع بعض الاستثناءات القليلة، لم يبد الكونجرس في الولايات المتحدة أي اهتمام باعتماد إطار قانوني لتنظيم عملية اتخاذ القرارات في الشركات الخاضعة للقانون الأمريكي، كما لم تعرب هيئة البورصة الأمريكية SEC أيضاً عن أي اهتمام في تنظيم التدابير الدفاعية مثل الأقراس السامة Poison Pills. وعلاوة على ذلك، فإن المحكمة العليا في الولايات المتحدة قد قوضت في الأساس سلطة القضاة الاتحاديين والمجالس التشريعية في الولايات فيما يتعلق بإدارة الشركات، فبشكل افتراضي، تُركت هذه المسألة لمحاكم الولايات لملء هذا الفراغ التشريعي ولوضع قواعد أساسية يمكن الاعتماد عليها لتنظيم سلوك مجلس إدارة

^{١٢٩} انظر المرجع ١٠٤ ص ٦١.

الشركة المستهدفة عندما تستخدم التدابير الدفاعية لمواجهة، أو لردع، أو إحباط، أو إبطاء أو حتى منع عمليات السيطرة العدائية.^{١٣٠}

وبالإضافة إلى ذلك، فإنه لم يكن من الجائز للسلطات الفيدرالية في الولايات المتحدة أن تضع قواعد على مستوى الولايات كافة لتنظيم عمليات الاستحواذ، لأن تنظيم الشركات هو ضمن الولاية القضائية لكل ولاية، وبالتالي فإن قدرة مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة على استخدام التدابير الدفاعية ليست مسألة تخضع للاختصاص الفيدرالي.^{١٣١} لذلك، فإن المسألة المتعلقة بكيفية ومدى استخدام التدابير الدفاعية من قبل المجلس المستهدف، يتم تنظيمها من خلال الأدوات التشريعية والأحكام القضائية لكل ولاية والتي دائماً ما تخضع للمنافسة التنظيمية بين الولايات لجذب أكبر عدد من الاستثمارات.^{١٣٢}

وفي هذا السياق التنافسي، تم تحديد معايير سلوك أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة لمواجهة عمليات السيطرة العدائية في ولاية ديلاوير من خلال سلسلة من السوابق القضائية Precedents على أساس كل حالة على حدة.^{١٣٣} فعلى مدى ما يقرب من أربعين (٤٠) عاماً، كانت معايير السلوك التي قررتها محاكم ولاية ديلاوير في أحكامها والخاصة بتنظيم التدابير الدفاعية التي يتخذها مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة رداً على عمليات الاستحواذ العدائية، قد أكملت الأحكام الخاصة بتنظيم عروض الشراء العامة في الولايات المتحدة الأمريكية.^{١٣٤} ويمكن القول أن ولاية ديلاوير هي الولاية الوحيدة التي وضعت نظاماً قانونياً متطوراً بشأن استخدام التدابير الدفاعية من قبل مجلس الإدارة المستهدف لمواجهة عمليات السيطرة العدائية.^{١٣٥}

حيث تلعب هذه الأحكام دوراً هاماً وبشكل خاص في تنظيم التدابير الدفاعية لمواجهة عروض السيطرة، ليس فقط لأن ولاية ديلاوير كانت ولا تزال الولاية التي اختارت العديد من الشركات الأمريكية أن يتم

^{١٣٠} William B. Chandler III, *Hostile M&A and the Poison Pill in Japan: A Judicial Perspective*, ٢٠٠٤ COLUM. BUS. L. REV. ٤٥, ٤٩-٥٠ (٢٠٠٤).

^{١٣١} Alistair Alcock, *The Regulation of Takeovers*, ٥ J. INT'L FIN. MKT. ١٦٣, ١٦٦ (٢٠٠١).

^{١٣٢} انظر المرجع ٦٧ ص ٥٦.

^{١٣٣} Dana M. Muir & Cindy A. Schipani, *New Standards of Director Loyalty and Care in the Post-Enron Era: Are Some Shareholders More Equal Than Others*, ٨ N.Y.U. J. LEGIS. & PUB. POL'Y ٢٧٩, ٣٥٤ (٢٠٠٥).

^{١٣٤} انظر المرجع ١٠٩ ص ١٧٦١.

^{١٣٥} Erik Berglöf & Mike Burkart, *European Takeover Regulation*, ١٨ ECON. POL'Y ١٧١, ١٨٨ (OXF. Univ. Press, ٢٠٠٣).

تأسيسها وفقاً لنظامها القانوني عن النظام القانوني لأي ولاية أخرى،^{١٣٦} ولكن أيضاً بسبب السمعة الجيدة المنسوبة إلى المحاكم في ولاية ديلاوير في أحكامها المتعلقة بقضايا قانون الشركات الأمريكي.^{١٣٧} حيث يعتمد النظام المتطور للمحاكم في ولاية ديلاوير على قضاة ذوي خبرة عالية في الفصل في دعاوى الشركات. ونتيجة لذلك، فقد أنتجوا أكثر المصادر تأثيراً لقواعد السيطرة على الشركات، كما لا تزال أحكامها تؤثر على النظام القانوني للعديد من الولايات أخرى. وكما لاحظ بعض الفقه، فإنه في الولايات ذات قوانين الاستحواذ الأقل تطوراً، كثيراً ما يتم إسداء المشورة القانونية لعملاء مكاتب المحاماة على أساس قانون ولاية ديلاوير، حيث أنه من غير المرجح أن تكون نظمهم القانونية أكثر دقة من النظام القانوني في ولاية ديلاوير.^{١٣٨} وسيتم الحديث عن هذه الأحكام الرائدة في تنظيم الاستحواذ وفقاً لما يلي.

المطلب الأول

الحفاظ على استقلال الشركة

"قضية شركة أونوكال ضد شركة ميسا"

في قضية شركة أونوكال ضد شركة ميسا *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Corp*،^{١٣٩} أطلق مجلس إدارة شركة أونوكال عرض شراء لنفسه *Self-Tender Offer* بهدف عرقلة عرض السيطرة العدائي والذي أطلقته شركة ميسا بتروليوم. ومع ذلك، تم استبعاد عرض شركة ميسا للبترول والتي تملك بالفعل ما يقرب من ١٣٪ من أسهم شركة أونوكال. وأصدرت محكمة ديلاوير *Delaware Chancery Court* حكماً من محكمة أول درجة ضد العرض الذاتي للشركة على أساس أن أعضاء مجلس إدارة الشركة لديهم التزام ائتماني بمعاملة جميع المساهمين بعدل ومساواة وأن العرض الذاتي يميز ضد شركة ميسا بتروليوم التي تعتبر مساهم في الشركة المستهدفة.^{١٤٠} ولكن بعد مدة بسيطة من الحكم، والذي كان محيراً للعديد من القانونيين، رأت المحكمة العليا في ولاية ديلاوير صحة العرض الذاتي الذي أطلقه مجلس الإدارة كوسيلة

^{١٣٦} تجدر الإشارة إلى أن شركات جنرال موتورز *General Motors*، إكسون موبيل *Exxon Mobil*، وول مارت *Wal-Mart*، ودوبونت *DuPont* هي من بين أكثر من ٣٠٠,٠٠٠ من الشركات التي تأسست في ولاية ديلاوير. كما أن نصف الشركات المدرجة في بورصة نيويورك تم تأسيسها أيضاً هناك.

^{١٣٧} انظر المرجع ٢ ص ١٨٧.

^{١٣٨} Bernd Delahaye, *Still Alive: Poison Pills and Staggered Boards as Hostile Takeover Defences – the Battle for Airgas*, ٢٣ INT'L CO. & COM. L. REV. ٢١١, ٢١١ (٢٠١٢).

^{١٣٩} *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Corp.*, ٤٩٣ A ٢d ٩٤٦ (Del. ١٩٨٥).

^{١٤٠} *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Corp.*, Civil Citation No. ٧٩٧٧, unreported opinion (١٣ May ١٩٨٥).

دفاعية ضد عرض السيطرة لشركة ميسا لأنه يميز ضد عرض استحواذ عدائي من أحد المساهمين الرئيسيين أيضاً في الشركة المستهدفة.^{١٤١}

وفي سبيل التوصل إلى حكمها، أشارت المحكمة إلى أن هناك خوف دائم من قيام أعضاء مجلس الإدارة باتخاذ إجراءات تهدف في المقام الأول لحماية مصالحهم الخاصة وليس لحماية مصالح الشركة ومساهميها، لذلك فإنها رأت أن قاعدة احترام القرار التجاري قد تكون متاحة لمجلس الإدارة المستهدف لمواجهة عرض السيطرة العدائي، ولكن يتعين على المدعى عليهم إثبات ذلك.^{١٤٢} حيث اشترطت المحكمة أن على مجلس الإدارة الوفاء بشرطين اثنين للحفاظ على استقلالية الشركة المستهدفة في مواجهة العرض العدائي وهما:

- (١) المعقولية Reasonableness، وهو ما يعني وجود أسباب معقولة لدى أعضاء مجلس الإدارة للاعتقاد أن خضوع الشركة لسيطرة مقدم العرض العدائي قد يشكل خطراً يعيق الشركة عن ممارسة نشاطها أو تنفيذ سياستها بما يؤثر على أداءها وفعاليتها في السوق.
- (٢) التناسب Proportionality، أي قيام مجلس الإدارة باتخاذ التدابير الدفاعية التي تتناسب مع التهديد الذي يشكله العرض العدائي وتأثيره على الشركة.

وقد أوضح بعض الفقه، أن قضية أونوكال أظهرت أن محاكم ولاية ديلاوير مستعدة للتدقيق بشكل أكبر في قرار عرقلة محاولة السيطرة باعتباره من المسائل الجوهرية المتعلقة بالشركة، عن التدقيق في قرارات مجلس الإدارة بشأن أعمالهم المعتادة لممارسة أنشطة الشركة.^{١٤٣} وقد استخدمت محكمة ديلاوير في كثير من الأحيان معيار أونوكال - المعروف أيضاً باسم "مبدأ احترام القرار التجاري المتطورة Enhanced Business Judgment Rule - كمعيار لمراجعة قرارات مجلس إدارة الشركة المستهدفة ضد عروض السيطرة العدائية بهدف الحفاظ على استقلال الشركة.^{١٤٤} وذهب بعض الفقه إلى أن هذه الالتزامات الجديدة، إلى جانب الواجبات الائتمانية العادية هي التي تنظم تقريباً جميع التدابير الدفاعية التي يتخذها أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة رداً على عرض السيطرة العدائي.^{١٤٥} وأنه بمجرد استيفاء الشروط التي فرضتها قضية

^{١٤١} Leo Herzel & Richard W. Shepro, *Ups and Downs of US Takeover Defense*, ٩ CO. L. ٨٤, ٨٤ (١٩٨٨).

^{١٤٢} Unocal Corp v. Mesa Petroleum Corp., ٤٩٣ A ٢d ٩٥٤, ٩٥٤-٩٥٥ (Del. ١٩٨٥).

^{١٤٣} انظر المرجع ١٣٣ ص ٣٥٤.

^{١٤٤} انظر المرجع ٨٣ ص ١٤٣.

^{١٤٥} انظر المرجع ٨٠ ص ٢٨٤.

أونوكال، يتم تطبيق الافتراضات العادية بشأن سلوك أعضاء مجلس الإدارة وفقاً لقاعدة احترام القرار التجاري.^{١٤٦}

المطلب الثاني

حتمية تغيير السيطرة على الشركة

"التزامات ريفلون Revlon Duties"

في قضية شركة ريفلون ضد شركة ماك أندروز وفوربس القابضة *Revlon Inc v. MacAndrews and Forbes Holdings Inc*^{١٤٧}، أعطت شركة ريفلون خيار عدم جواز التصرف في الأسهم Lock-up Option^{١٤٨}، على شركاتها العاملة في القطاع الصحي لصالح شركة فورستمان ليتل وشركاه Forstmann Little & Co رداً على محاولة سيطرة عدائية من قبل شركة بانتري بريد Pantry Pride. حيث قضت محكمة ولاية ديلاوير بإلغاء حق عدم جواز التصرف من خلال الإقرار بأنه "بمجرد أن أصبح بيع الشركة ريفلون أمراً لا مفر منه... فإن على مجلس الإدارة أن يضطلع بدور المروج لعروض السيطرة بغية الوصول لأعلي سعر لبيع الأسهم بما يحقق أكبر فائدة للمساهمين وللشركة.^{١٤٩} وقد حكمت المحكمة العليا في ولاية ديلاوير بالتزام مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالتوصية بعرض الاستحواذ الذي من شأنه تعظيم ثروة المساهمين إذا كان من المؤكد أنه سيتم بيع الشركة. وفي هذا السياق، قالت المحكمة أنه قد تغير دور أعضاء مجلس الإدارة من مدافعين عن استمرار الشركة وبقائها إلى مزايدين لا يهمهم سوي الحصول على أفضل سعر للمساهمين عند بيع أسهمها.^{١٥٠}

ولا يزال الحكم الصادر في قضية ريفلون محلاً للاستشهاد به في العديد من الحالات، وأصبحت القواعد التي أدخلتها المحكمة تعرف بواجبات ريفلون *Revlon Duties*.^{١٥١} حيث أنه إذا ما كان نجاح عملية الاستحواذ على الشركة سيؤدي إلى تغيير في هيكل السيطرة أو حتي تصفية الشركة، فإن ذلك سيؤدي بدوره

^{١٤٦} Unocal Corp v. Mesa Petroleum Corp., ٤٩٣ A ٢d ٩٥٤ (Del. ١٩٨٥)

^{١٤٧} Revlon Inc v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc., ٥٠٦ A ٢d ١٧٣ (Del. ١٩٨٦).

^{١٤٨} هو ما يعني حظر التصرف في الأسهم لمدة محددة وفقاً لأحكام يتم الاتفاق عليها بين المساهمين في الشركة.

^{١٤٩} MacAndrews & Forbes Holdings Inc. v. Revlon Inc., ٥٠١ A ٢d ١٢٣٩, ١٢٥٠-١٢٥١ (Del. Ch ١٩٨٥).

^{١٥٠} Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc ٥٠٦ A ٢d ١٧٣, ١٨٢ (Del. ١٩٨٦).

^{١٥١} Joy Dey, *Efficiency of Takeover Defence Regulations - A Critical Analysis of the Takeover Defence Regimes in Delaware and the UK* ١٣ (Social Science Research Network, SSRN, ٢٠٠٩).

إلى تغيير في طبيعة التزامات أعضاء مجلس الإدارة بموجب قضية شركة أونوكال.^{١٥٢} فالدور الأساسي لأعضاء مجلس الإدارة هو تحقيق أقصى قدر من المكاسب للمساهمين، لذلك فإن التوازن بين المصالح المتعارضة يقتضي أن تكون الأولوية لتعظيم ثروات المساهمين بدلاً من الحفاظ على استقلالية الشركة إذا لم يكن هناك مفر من نجاح عملية الاستحواذ. لذلك، فإن التزامات ريفلون تصبح محل اعتبار عندما يكون من الواضح أن بيع أو تصفية الشركة أمر لا مفر منه. وقد أوضحت المحكمة العليا في ولاية ديلاوير هذه النقطة عندما أشارت إلى أن التزام مجلس الإدارة المستهدف في أن يصبح مزيداً يهدف إلى تحقيق أعلى سعر للأسهم لا ينشأ إلا إذا أصبح من الجلي Apparent أن بيع الشركة أمراً حتمياً Inevitable، وهذا ليس هو الحال عندما يكون مجلس الإدارة عازماً على بقاء الشركة مستقلة مع القدرة على عرقلة عرض السيطرة.^{١٥٣}

ومن الجدير بالذكر أنه على الرغم من أن حق عدم جواز التصرف المشار إليه تم الحكم ببطلانه، فإن المحكمة لم تذهب إلى حد حظر استخدام التدابير الدفاعية، إذا ما تم استخدام تلك التدابير لتعزيز عملية المزايدة عن طريق تفضيل أحد مقدمي العروض على آخر مما يؤدي إلى ارتفاع سعر العرض، وبذلك فإن تلك التدابير يمكن أن تكون متنسقة مع واجبات ريفلون. ومع ذلك، فإن استخدام تلك التدابير الدفاعية كوسيلة لتعطيل عملية المزايدة على السعر يعد أمراً باطلاً. وبعبارة أخرى، فإن دور مجلس الإدارة يتغير من المدافع الذي يسعى لإحباط الاستحواذ للإبقاء على الشركة إلى مزيد يسعى للحصول على أعلى سعر لمساهميها عند حتمية بيع أسهمها.^{١٥٤}

المطلب الثالث

استخدام الأقراص السامة

"قضية موران Moran"

يعد استخدام الأقراص السامة أكثر التدابير شيوعاً من قبل الشركات الأمريكية لمواجهة عمليات السيطرة العدائية المحتملة، فقد اعتمد كثيراً منهم هذه الوسيلة رداً على عمليات السيطرة تلك.^{١٥٥} وبوجه عام كانت المحاكم الأمريكية أكثر تحيزاً لاستخدام فكرة الأقراص السامة كوسيلة من وسائل مجلس إدارة الشركة

^{١٥٢} انظر المرجع ٨٠ ص ٢٨٤.

^{١٥٣} Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., ٥٣٥ A ٢d ١٣٣٤, ١٣٤١ (Del. ١٩٨٧).

^{١٥٤} William Magnuson, *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, ٢١ PACE INTL L. REV. ٢٠٥, ٢١٥ (٢٠٠٩).

^{١٥٥} انظر المرجع ٧٤ Jennifer G. Hill ص ٧، انظر أيضاً المرجع ٦٦ ص ٣٤١.

المستهدفة ضد عروض السيطرة العدائية. حيث أنه في قضية موران ضد شركة إنترناشونال هاوس هولد *Moran v. Household International*,^{١٥٦} اعتمد مجلس إدارة الشركة المستهدفة الأقراص السامة ورفض استبدالها بأخرى. وأيدت محكمة ديلاوير العليا مشروعية استخدام تلك الوسيلة من خلال الحكم بأن اعتماد استخدامها من قبل مجلس الإدارة كان متسقاً مع قانون ولاية ديلاوير، على الرغم من أنها تسبب التمييز بين مقدم عرض الاستحواذ والمساهمين الآخرين في الشركة المستهدفة.^{١٥٧}

وتستند المحكمة إلى شرعية قرار مجلس الإدارة باستخدام الأقراص السامة - شريطة أن يكون استخدامها وفقاً للواجبات الائتمانية لأعضاء مجلس الإدارة وبالتالي خضوعها لرقابة القضاء - حيث ذكرت المحكمة أنه عندما واجه مجلس إدارة شركة هاوس هولد عرض السيطرة، فإنه لم يكن قادراً على رفض العرض بشكل تعسفي. حيث ينبغي أن يخضع مجلس الإدارة لنفس المعايير الائتمانية التي يتمتع بها أي مجلس إدارة آخر في اتخاذ قرار بشأن اعتماد آلية دفاعية، وهو نفس المعيار الذي تم الاستناد به في الموافقة على وسيلة الأقراص السامة.^{١٥٨}

في معظم الحالات، فإن محاكم ولاية ديلاوير تتردد في إجبار مجلس الإدارة المستهدف لإلغاء الأقراص السامة لأن وجودها يمكن أن يكون بمثابة آلية دفاعية قوية لحماية الشركات المستهدفة بأقل من قيمتها من المستحوذين الانتهازيين. ونتيجة لذلك - بصرف النظر عن التفاوض مباشرة مع مجلس الإدارة المستهدف والوصول إلى تسوية قبل تقديم أي عرض للسيطرة - فإنه إذا كان يرغب مقدم العرض العدائي في تخطي الحاجز الذي وضعته الأقراص السامة، فيجب عليه أولاً السيطرة على مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة واستبدال الأقراص السامة بعد ذلك. ويكمن الحل في الجمع بين عرض السيطرة العدائي مع وجود التماس الوكيل Proxy Solicitation لإقالة المدراء المستهدفين الحاليين واستبدالهم بأخرين في مجلس الإدارة الذين سيقومون بإلغاء الأقراص السامة بعد انتخابهم. لذلك، أصبح تنظيم انتخابات مجلس الإدارة هو العامل الحاسم الذي يؤثر على التدابير الدفاعية للمجلس المستهدف.^{١٥٩}

^{١٥٦} Moran v. Household International Inc., ٥٠٠ A ٢d ١٣٤٦ (Del. ١٩٨٥).

^{١٥٧} انظر المرجع السابق ص ١٣٥٧.

^{١٥٨} Moran v. Household International Inc., ٥٠٠ A ٢d ١٣٤٦, ١٣٥٦ (Del. ١٩٨٥).

^{١٥٩} انظر المرجع ٦٨، ص ٨٩٠، الملاحظة ٥٢.

ويشير التماس الوكيل إلى توكيل مساهم في الشركة لشخص آخر بالإدلاء بصوته في اجتماع الجمعية العمومية للشركة.

فإذا كانت الشركة المستهدفة لديها مجلس ذو طبقة واحدة Unitary Board، حيث يتم انتخاب جميع الأعضاء في اجتماع الجمعية العمومية السنوي للمساهمين، فإنه يجب على مقدم العرض الانتظار للانتخابات المقبلة لحسم الصراع على الإدارة Proxy Contest. ومع ذلك، إذا كان للشركة المستهدفة مجلس إدارة متعدد الطبقات Staggered Board - يتم تجديد نسبة من أعضائه كل دورة - فإن هذا يعد وسيلة فعالة لمنع المستحوذ من الحصول على السيطرة على المجلس في انتخابات واحدة، حيث قد يضطر المستحوذ إلى الانتظار لفترة أطول لاستبدال مجلس الإدارة. وفي المقابل، فإن قدرة المجلس المستهدف على فرض تأخيرات على المستحوذ في السيطرة على الشركة المستهدفة يمكن أن يكون رادعاً كبيراً لتقديم العرض.^{١٦٠} ومن ثم يرى بعض الفقه أنه عندما يتم الجمع بين وسيلتي الأقرص السامة مع مجلس الإدارة ذو الطبقات، فإن ذلك يجعل عملية السيطرة العدائية صعبة للغاية لأن مقدم العرض لا يتمكن من إزالة أثر الأقرص السامة ببساطة عن طريق حث المساهمين في الشركة المستهدفة على استبدال مجلس الإدارة في مناسبة واحدة. حيث يسمح قانون ولاية ديلاوير لمجلس الإدارة أن يحتوي على اثنين أو ثلاث طبقات من المديرين.^{١٦١}

المطلب الرابع

تطور المبادئ القضائية للمحاكم الأمريكية

في قضية شركة بلاسيوس للصناعات ضد شركة أطلس *Blasius Industries Inc v. Atlas Corp*، قام مجلس إدارة شركة أطلس^{١٦٢} بتعديل نظام الشركة لزيادة عدد أعضائه وبناء عليه قام بتعيين مديرين اثنين في مجلس الإدارة الجديد، وذلك من أجل الاحتفاظ بالسيطرة على المجلس الحالي بغض النظر عن نتيجة صراع الوكالة Proxy Contest. إلا أن محكمة ديلاوير قد ألغت هذا الإجراء الدفاعي من خلال الحكم بأن الإجراء الذي يهدف إلى التدخل في سلطة المساهمين في تعيين أغلبية أعضاء المجلس يشكل انتهاكاً لواجب الولاء Loyalty الذي يلتزم به أعضاء مجلس الإدارة للشركة ولمساهميها، حتى لو كان مجلس الإدارة يتصرف لتحقيق أفضل مصلحة للشركة وليس مجرد الحفاظ على مناصبهم فيها، ما لم يكن المجلس قادراً على تقديم ما يبرر اتخاذه لمثل هذا الإجراء، على أساس أن تصويت المساهمين الذي يعين أعضاء مجلس الإدارة في مناصبهم هو ما يضيف الشرعية على ممارسة أعضاء مجلس الإدارة لسلطاتهم

^{١٦٠} John C. Coates IV, *Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable are US Public Corporations?*, ٢٤ J. CORP. L. ٨٣٧, ٨٥٣ (١٩٩٩).

^{١٦١} Del. Code Ann. tit. ٨, s ١٤١ (١٩٩١).

^{١٦٢} *Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp.*, ٥٦٤ A ٢d ٦٥١ (Del. Ch ١٩٨٨).

واختصاصاتهم. وكما أكد بعض الفقه، فإن معيار قضية بلاسيوس كان يهدف إلى تعزيز هذا المبدأ كمنهج رئيسي لقانون الشركات.^{١٦٣} ويعزز هذا الحكم من قدرة المساهمين على مواجهة الإجراءات والقرارات المخالفة التي يتخذها مجلس الإدارة من خلال ممارسة حقوقهم في التصويت أو خلال بيع أسهمهم لغير مساهمي الشركة.

فاعتماد الأقراص السامة لتكون وسيلة قانونية في قضية موران، تزامنت مع ما يمكن القول أنه قد تسبب في تراجع عروض السيطرة العدائية في حقبة الثمانينيات من القرن الماضي. وخلال فترة الركود في الولايات المتحدة في حقبة التسعينيات، استمر عدد عمليات الاستحواذ العدائية في الانخفاض، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى تراجع مصادر التمويل الرئيسية لعمليات السيطرة العدائية. ففي قضية شركة سيتي كابيتال أسوشيتيس ضد شركة إنتركو *City Capital Associates v. Interco*،^{١٦٤} أقرت محكمة ديلاوير بأن مجلس الإدارة سيتسبب في الإضرار بشكل كبير بمصالح المساهمين في الشركة عن طريق استخدام الأقراص السامة، حيث أتاحت للمساهمين الحق في أن يقرروا بأنفسهم ما إذا كانوا سيقبلون عرض السيطرة الودي أم لا. وقد أعربت المحكمة عن بعض المخاوف بشأن واجبات أونوكال وأمرت بإلغاء الأقراص السامة حيث أوضحت المحكمة في حكمها بأنه "في حالة عرض الاستحواذ الودي فإن الوقت قد يأتي لمطالبة مجلس الإدارة بإعطاء المساهمين حق اختيار قبول العرض أو رفضه وفقاً للواجبات الائتمانية للمجلس".^{١٦٥} وتوصلت المحكمة إلى هذا الحكم على أساس أن عرض الاستحواذ الودي يشكل تهديداً معتدلاً بحيث ينبغي حظر التدابير الدفاعية لمجلس الإدارة وفقاً لذلك، فينبغي ألا يتم حرمان المساهمين من حق الاختيار استناداً على التهديد المحدود الذي قد يشكله العرض. ولذلك كان يجب إلغاء أية أقراص سامة قد استخدمها المجلس المستهدف لمقاومة الاستحواذ الودي، لأن استخدام تلك الآلية لإحباط عرض السيطرة لم يكن متناسباً مع أي تهديد للشركة من قبل عرض السيطرة.

ومع ذلك، فإنه بعد عام واحد من ذلك الحكم رفضت المحكمة العليا في ولاية ديلاوير الحكم المتوازن لقضية شركة إنتركو عند نظر قضية شركة بارامونت ضد شركة تايم *Paramount Communications*

^{١٦٣} John Armour, Jack B. Jacobs & Curtis J. Milhaupt, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, ٥٢ HARV. INT'L L.J. ٢٢١, ٢٦٥ (٢٠١١).

^{١٦٤} *City Capital Associates v. Interco*, ٥٥١ A ٢d ٧٨٧ (Del. Ch ١٩٨٨).

^{١٦٥} انظر المرجع السابق.

وذلك من خلال وصفها المعايير التي أقرتها قضية أونوكال بأنها "بناء ضيق وجامد لأونوكال" و "مرفوض" 'Narrow And Rigid Construction Of Unocal' And "Rejected" وأن مثل هذا النهج الذي لا يتماشى مع تحليل أونوكال السليم.^{١٦٧} حيث أشارت المحكمة في قضية بارامونت إلى أن أي عرض للسيطرة على الشركة المستهدفة سيعتبر تهديداً مشروعاً يبرر استخدام الأقراص السامة لمنعه إلى أجل غير مسمى. وقد وجدت المحكمة أن رفض مجلس إدارة تايم لعرض السيطرة الذي قدمته شركة بارامونت باعتباره غير ملائم كان مبرراً كافياً لحرمان مساهميها من فرصة اتخاذ قرار بأنفسهم سواء كان العرض ملائماً أم لا.^{١٦٨}

كما أضفت شركة بارامونت شرعية لمجموعة من التدابير الدفاعية، التي تتضمن مجرد الرفض "مجرد قول لا Just-Say-No-Defence" والتي ستسمح لمجلس إدارة الشركة المستهدفة برفض محاولة السيطرة التي تعرض سعراً مرتفعاً لشراء الأسهم والتي يفضلها غالبية المساهمين في الشركة، على أساس أنه كان يهدف إلى حماية مصالح العاملين.^{١٦٩} ولذلك، أعطت قضية بارامونت المجلس المستهدف سلطة كبيرة لرفض أي عرض للسيطرة بغض النظر عن تفضيل المساهمين، إذا كان له ما يبرره من خطة طويلة الأجل التي يعتقد مجلس الإدارة أنها ستحقق منفعة أكبر للمساهمين. وبالتالي، مكنت قضية بارامونت المجلس المستهدف من المناورة باعتماد التدابير الدفاعية لمواجهة عرض السيطرة، حتى إذا كان بيع الشركة المستهدفة أمر لا مفر منه.

وفي التسعينيات من القرن الماضي، ثارت قضيتين رئيسيتين أوضحتا واجبات أعضاء مجلس الإدارة تجاه التدابير الدفاعية لمواجهة الاستحواذ؛ وقد ذكر بعض الفقه أن ذلك يعني ضمناً اتساع نطاق قدرة مجلس الإدارة على اتخاذ تدابير دفاعية.^{١٧٠} فأولاً، في قضية شركة بارامونت للاتصالات ضد شركة كيو في سي للشبكات *Paramount Communications Inc v. QVC Network Inc*،^{١٧١} أوضحت المحكمة العليا في ديلاوير الظروف التي تنطبق فيها واجبات ريفلون، وأنها ستطبق تدقيقاً متقدماً لقرارات وإجراءات المجلس

^{١٦٦} *Paramount Communications Inc. v. Times Incorporated*, ٥٧١ A ٢d ١١٤٠ (Del. ١٩٨٩).

^{١٦٧} انظر المرجع السابق ص ١١٥٣.

^{١٦٨} *Paramount Communications Inc. v. Times Incorporated*, ٥٧١ A ٢d ١١٤٠, ١١٥٣ (Del. ١٩٨٩).

^{١٦٩} Robert A. Prentice & John H. Langmore, *Hostile Tender Offers and the "Nancy Reagan Defense": May Target Boards "Just Say No"? Should They Be Allowed To?* ١٥ DEL. J. CORP. L. ٣٧٧, ٣٧٧ (١٩٩٠).

^{١٧٠} انظر المرجع ١٥٤.

^{١٧١} *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, ٦٣٧ A ٢d ٣٤ (Del. ١٩٩٤).

المستهدف بناء على مبدأ ريفلون، ولكن فقط عندما يتم اتخاذ تدابير دفاعية بعد أن يصبح التغيير في السيطرة على الشركة أو تفكك الشركة المستهدفة أمراً لا مفر منه. وبعبارة أخرى، فعندما يكون بيع الشركة أمراً حتمياً، فإن مجلس الإدارة لا يواجه تهديدات لسياسة الشركة وفعاليتها، ويصبح واجبه الرئيسي هو محاولة تأمين أفضل عرض للسيطرة مقدم من حيث القيمة المتاحة للمساهمين، والاضطلاع بواجباته الائتمانية إلى النهاية.

وفي القضية الثانية - يونيترين ضد شركة الأمريكية العامة *Unitrin Inc v. American General Corp* -^{١٧٢} في عام ١٩٩٥، أجازت المحكمة للمجلس المستقل Independent Board^{١٧٣} الموافقة على التدابير الدفاعية طالما لم تكن شديدة Draconian وكانت في إطار المعقولية Reasonableness. وقد أكد ذلك على أنه ينبغي السماح لمجلس الإدارة باتخاذ خطوات قوية لمعارضة عروض السيطرة من خلال توسيع نطاق الإجراءات الدفاعية المحتملة التي يمكن للمديرين اعتمادها، من اختبار "التناسب Proportionality" الذي تم إقراره في قضية شركة أونوكال إلى نطاق أقل وضوحاً وهو مدى المعقولية Range of Reasonableness لمواجهة التهديد المحتمل لعرض السيطرة.^{١٧٤} وتعتبر يونيترين هي القضية الرائدة فيما يتعلق بقدرة مجلس الإدارة على استخدام التدابير الدفاعية المختلفة لمنع عملية السيطرة غير المرغوب فيها؛ وهذا وإن دل فإنما يدل على موقف قوانين الولايات من التدابير الدفاعية لعمليات السيطرة، التي تعطي الأولوية لاختيارات مجلس الإدارة على اختيارات المساهمين في الشركة المستهدفة.

ووجود تلك السوابق القضائية لقضاء ولاية ديلاوير تبرهن على الاستجابة التنظيمية لتوسيع نطاق قدرة مجلس إدارة الشركة المستهدفة على استخدام التدابير الدفاعية لمقاومة العروض العدائية، طالما أن المجلس يعمل بحسن نية وببذل العناية الواجبة. وكما أشار بعض الفقه - بعد أن أفضت قضية يونيترين لتعديل واجبات أونوكال في عام ١٩٩٥ - أنه كان من الصعب إيجاد تدبير دفاعي يمكن الادعاء ببطلانه أمام

^{١٧٢} Unitrin Inc. v. American General Corp., ٦٥١ A ٢d ١٣٦١ (Del. ١٩٩٥).

^{١٧٣} المجلس المستقل هو المجلس الذي يكون غالبية أعضائه من خارج الشركة Outside Director والذين لا ينتمون إلى كبار المديرين التنفيذيين للشركة ولديهم أدنى حد من التعامل التجاري أو المالي مع الشركة إن لم يكن لديهم في الأساس وذلك تجنباً للتضارب المحتمل في المصالح. انظر في تفصيل هذا الموضوع

Donald C. Clarke, *Three Concepts of the Independent Director*, ٣٢ DEL. J. CORP. L. ٧٣, ٧٣-١١١ (٢٠٠٧).

^{١٧٤} انظر المرجع ١٧٢ ص ١٣٨٧-١٣٨٨.

محاكم ديلاوير، وخصوصاً أمام محكمة ديلاوير العليا، التي تدعن بشكل روتيني للتدابير الدفاعية من قبل المجالس المستهدفة.^{١٧٥}

الخاتمة

يعالج هذا البحث الجوانب لمسئولية مجلس الإدارة عند تغيير المساهم المسيطر، ولتوضيح هذه الجوانب فقد تم الحديث ابتداءً في مبحث تمهيدي عن المقصود بفكرة السيطرة الفاعلة على الشركة والتي تتحقق عند شراء نسبة من رأس مال الشركة تمكن مالكيها من التحكم في القرارات التي تصدرها إدارة الشركة وتوجيه نشاطها التجاري وفقاً للغرض الذي يراه المساهم المسيطر مناسباً، ثم تم الانتقال للحديث عن القيود على حرية تداول الأسهم والتمييز بين القيود القانونية والقيود الاتفاقية.

وفي الفصل الأول تم إلقاء الضوء على التدابير الدفاعية التي تستخدمها الشركة لمواجهة عروض السيطرة العدائية سواء أكانت سابقة على تقديم العرض أم لاحقة. كما تمت الإشارة إلى أن هذه التدابير تنقسم إلى تدابير اتفاقية يتم تنظيمها بين المساهمين في النظام الأساسي للشركة أو من خلال اتفاقات المساهمين، وتدابير قانونية والتي تشمل التدابير التي نص عليها القانون لمواجهة عروض الاستحواذ.

أما في الفصل الثاني فقد تم تحليل القواعد المنظمة لسلطة مجلس الإدارة في منع السيطرة على الشركة عند مواجهة عروض السيطرة العدائية، لأنه عادةً ما يحدث تضارب في المصالح في الشركة المستهدفة بين أعضاء مجلس الإدارة من جهة - الذين يسعون إلى الحفاظ على مناصبهم عن طريق عرقلة عرض السيطرة - والمساهمين الذين قد يستفيدون من قبول العرض، حيث تم استعراض الواجبات الائتمانية لأعضاء مجلس الإدارة، وكذلك الحدود القانونية لسلطتهم في اعتماد التدابير الدفاعية لمنع السيطرة، وختاماً تم إبراز أهم المبادئ القضائية المتعلقة بسلطة مجلس الإدارة لمنع عمليات السيطرة.

وعلى هدى ما تقدم، توصلت هذه الدراسة للعديد من النتائج والتوصيات على النحو التالي:

أولاً - النتائج:

^{١٧٥} Gordon Smith, *Poison Pill Forum: The Revival of Interco, The Conglomerate*, September ١٤, ٢٠١٠.

- ١- حظر المشرع المصري استخدام التدابير الدفاعية اللاحقة على تقديم عرض الاستحواذ حيث ألزم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالامتناع عن القيام بأي إجراء أو تصرف يعتبر "حدثاً جوهرياً ضاراً".
- ٢- تضع الأنظمة القانونية المختلفة حداً معيناً من ملكية رأس المال يعد دليلاً على السيطرة الفاعلة على الشركة وهذا الحد يتراوح من ٣٠:٤٠٪.
- ٣- عدم وجود مفهوم واحد للسيطرة في الأنظمة القانونية المختلفة.
- ٤- وجود نوعين من القيود على حرية تداول تلك الأسهم وهما القيود القانونية الواردة في قانون الشركات، والقيود الاتفاقية التي ترد في نظام الشركة واتفاقات المساهمين.
- ٥- مايز المشرع المصري بين الشركات المقيدة والغير مقيدة بالبورصة، فلا يجوز تضمين نظام الشركة بقيود على تداول أسهم الشركات المقيدة بينما أجاز ذلك للشركات غير المقيدة.
- ٦- وجود علاقة طردية بين العروض العدائية للسيطرة على الشركة والتدابير الدفاعية لمواجهتها، فكلما زادت العروض العدائية يتم استخدام التدابير الدفاعية بشكل أكبر لمواجهتها.
- ٧- اعتمد المشرع المصري على سلطة مجلس إدارة شركة المساهمة في اتخاذ التدابير الدفاعية اللاحقة على تقديم عرض السيطرة من خلال تقييد أعمال إجراءات زيادة رأس مال الشركة خلال الفترة التي تم فيها تقديم عرض شراء أسهم السيطرة.
- ٨- عدم تنظيم القواعد المتعلقة بتجزئة قيمة السهم في القانون المصري.
- ٩- يجوز للشركة أن تنص في نظامها الأساسي على تقييد حقوق التصويت فوق حد معين يعد وسيلة دفاعية فعالة تستخدمها إدارة الشركة لمواجهة عروض الاستحواذ العدائية.
- ١٠- وجود غلو من المشرع بشأن عدم إضافة الأسهم الممتازة للنظام الأساسي للشركة بعد التأسيس إن رغب مساهموها في ذلك، حيث أن ذلك يصبح رهناً بإرادة مؤسسي الشركة ابتداءً، فهؤلاء المؤسسين قد يرغبوا في عدم إضافة قواعد الأسهم الممتازة عند التأسيس نتيجة لرغبتهم في عدم منح امتيازات سواء حالياً أو مستقبلاً لأياً منهم، ثم يحدث أن يتخارجوا من الشركة ويقوموا ببيع حصصهم لمساهمين آخرين. ومع ذلك يظل المساهمين الجدد ملزمون بعدم إضافة خيار الأسهم الممتازة للائحة النظام الأساسي للشركة لعدم النص عليه عند تأسيس الشركة بالرغم من عدم وجود أية منفعة لصالح المساهمين المؤسسين نتيجة لعدم استمرارهم في الشركة، مما قد يسبب أضراراً بمساهمي الشركة الجدد كأن يتعذر عليهم اتخاذ مثل هذه التدابير لمواجهة عروض السيطرة على الشركة.

- ١١- استعارة فكرة الاعتبار الشخصي في إطار شركات المساهمة وتضمين النظام الأساسي للشركة بها، كوسيلة لحماية الشركة المساهمة من عروض السيطرة.
- ١٢- قاعدة عدم الإحباط تهدف إلى الحد من استخدام التدابير الدفاعية من قبل مجلس إدارة الشركة المستهدفة وتقييد السلوك الانتهازي له.
- ١٣- توفر قاعدة عدم الإحباط حماية أفضل للمساهمين من خلال تقييد سلطة اتخاذ القرارات الإدارية فيما يتعلق باستخدام التدابير الدفاعية لمواجهة الاستحواذ دون موافقة المساهمين، لأنه في هذه الحالة سيتم إجبار أعضاء مجلس الإدارة على تحقيق مصالح المساهمين وكذلك تسهيل سيطرة الإدارة ذات الكفاءة على الشركات من خلال جعل عمليات الاستحواذ الإيجابية أكثر احتمالاً للحدوث.
- ١٤- أجاز المشرع للمساهمين عند تأسيس الشركة أو بعده إبرام اتفاق ينظم العلاقة بينهم، كما اشترط لسريان هذا الاتفاق في حق باقي المساهمين أو الشركاء أن توافق عليه الجمعية العامة غير العادية للشركة بأغلبية أكبر من ثلاثة أرباع رأس المال إذا كان العقد يضع ضوابط أو قيوداً على التعامل على أسهم الشركة.
- ١٥- اختلاف الدوافع وراء التنظيم الفرنسي والتنظيم المصري للاستحواذ، حيث يهدف المشرع الفرنسي إلى حماية الصناعات الوطنية من المستثمرين الأجانب؛ في حين أن مصر تريد جذب الاستثمارات الأجنبية.
- ١٦- إغفال القانون المصري لقاعدة النفاذ سمح بكثير من الحرية لمجلس إدارة الشركات المستهدفة - الذي يهيمن عليه المساهمين المسيطرين - لمقاومة عرض السيطرة المحتمل.
- ١٧- وجود قصور في الأحكام التي تنظم سلوك أعضاء مجلس الإدارة عند مواجهة محاولة استحواذ عدائية في إطار واجباتهم الائتمانية.
- ١٨- وضع المشرع في ولاية ديلاوير الأمريكية نظاماً قانونياً متطوراً بشأن استخدام التدابير الدفاعية من قبل مجلس الإدارة المستهدف لمواجهة عمليات السيطرة العدائية.
- ١٩- تمتع القضاء الأمريكي بدور كبير لتعديل التدابير الدفاعية بما يحقق مصلحة المساهمين والشركة.

ثانياً - التوصيات:

- ١- اشتراط المشرع المصري لصحة القيود الاتفاقية على تداول الأسهم أن يتم النص عليها وأن يتم إدراجها في نظام الشركة عند تأسيسها، ولا يجوز ذلك بعد تأسيس الشركة ما لم يتضمن النظام الذي وافق عليه المؤسسون حق الجمعية العامة غير العادية للشركة في إدخال القيود التي تراها على تداول الأسهم، يعد خلافاً تشريعياً، لأنه من غير المنطقي حرمان الجمعية العامة للمساهمين من إقرار مثل هذه القيود إن لم

يكن هذا الحق مقررًا لها عند تأسيس الشركة، حيث أن الجمعية العامة غير العادية للمساهمين هي المنوط بها اتخاذ القرارات الجوهرية للشركة والتي تؤثر على كيانها ووجودها واستمرارها مثل حل الشركة أو تغيير غرضها أو زيادة رأس مالها. فلا يستقيم عقلاً أن يملك الشخص حق إنشاء وإنهاء الالتزام إلا لأنه لا يملك تعديله، وأن يظل رهناً بإرادة مساهمين سابقين في الشركة.

٢- معالجة القصور التشريعي بشأن اتفاقات المساهمين لتداول الأسهم، فليس من المنطق النص على حق المساهمين في إبرام اتفاق بينهم والذي قد يتضمن تقييداً لتداول أسهم الشركة، إلا أن الجمعية العامة غير العادية للشركة لا تتمكن من إدراج مثل هذه القيود في لائحة النظام الأساسي إلا عند تأسيس الشركة فقط.

٣- معالجة المشرع للقصور بشأن حق مجلس إدارة شركة المساهمة في اتخاذ التدابير الدفاعية اللاحقة على تقديم عرض السيطرة من خلال تقييد أعمال إجراءات زيادة رأس مال الشركة خلال الفترة التي تم فيها تقديم عرض شراء أسهم السيطرة، دون النص على حقه في استخدام التدابير السابقة على تقديم العرض.

٤- ضرورة تنظيم الإجراءات المتعلقة بتجزئة قيمة السهم في القانون المصري.

٥- ضرورة السماح بإضافة قواعد الأسهم الممتازة للنظام الأساسي للشركة بعد تأسيسها وفقاً لضوابط معينة تتعلق بتخارج جميع مؤسسي الشركة وبيع أسهمهم الآخرين.

٦- وضع تنظيم لسلطة مجلس الإدارة في إبرام عقود القروض أو التسهيلات الائتمانية، حيث أن هذا الأمر قد يترتب عليه تعطيل أو منع عملية انتقال السيطرة على الشركة رغماً عن المساهمين حيث أنه دائماً ما يتم اشتراط موافقة الجهة المقرضة على أي تغيير قد يطرأ على هيكل الملكية في الشركة، مما يجعل من عرض شراء أسهم السيطرة أكثر تعقيداً حيث يتطلب مزيد من الإجراءات وأيضاً مزيداً من الوقت والضمانات.

٧- ضرورة تنظيم وتطبيق مبدأ المعاملة بالمثل بين الشركتين محل السيطرة - المسيطر المحتمل والشركة المستهدفة - في هذا الصدد، بحيث تخضع الشركة مقدمة العرض لقيود تتناسب مع القيود المفروضة على إدارة الشركة المستهدفة مثل الامتناع عن اتخاذ أي من الإجراءات التي تعتبر حدثاً جوهرياً ضاراً كما في حالة السيطرة من خلال مبادلة الأسهم.

٨- ضرورة تنظيم المشرع المصري لقاعدة النفاذ Breakthrough Rule والتي تقيد إدارة الشركة المستهدفة من استخدام التدابير الدفاعية السابقة على تقديم عرض السيطرة والمأخوذة من توجيه الاستحواذ الأوروبي. حيث يعد إغفال تنظيم قاعدة النفاذ يعد تقييداً لقاعدة حياد مجلس الإدارة Board Neutrality

Rule، مما قد يؤدي لإعراض الأشخاص الراغبين في تقديم عرض للسيطرة على الشركة نتيجة لتمتع مجلس الإدارة بسلطة اعتماد الدفاعات السابقة على تقديم عرض السيطرة.

٩- ضرورة وضع حماية فعالة لمساهمي الأقلية، من خلال وضع التزامات قانونية لأعضاء مجلس الإدارة لإيجاد التوازن بين دورهم بالعمل على تعزيز نجاح المشروع التجاري من أجل مصلحة المساهمين، وبين نجاحه لتحقيق مصلحة الشركة.

١٠- وضع قواعد تنظيمية، لتشكيل مجلس الإدارة متعدد الطبقات Staggered Board - والذي يتم تجديد نسبة من أعضائه كل دورة - لما يشكله من أهمية والذي يتم استخدامه كوسيلة فعالة لمنع المستحوذ من الحصول على السيطرة على مجلس الإدارة في انتخابات واحدة، فيضطر المسيطر الجديد للانتظار فترة أطول لاستبدال مجلس الإدارة.

قائمة المراجع

أولاً - المراجع العربية:

١- المؤلفات القانونية العامة:

د. عبد الرازق السنهوري، الوسيط في القانون المدني، الحقوق العينية، طبعة منقحة ٢٠٠٤.

٢- المؤلفات القانونية المتخصصة:

د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لعروض

الشراء الجديدة بالقرار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠٠٦.

د. طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دراسة اقتصادية

وقانونية في ضوء قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، دار النهضة العربية، سنة

٢٠١٠.

د. أحمد عبد الرحمن الملحم، مدي مخالفة الاندماج والسيطرة لأحكام المنافسة التجارية. دراسة تحليلية

مقارنة بين القانونين الأمريكي والأوروبي مع الإشارة إلى الوضع في الكويت، مجلة الحقوق، السنة التاسعة

عشرة، العدد الثالث، جامعة الكويت.

د. حسين محمد فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية،

٢٠٠٠.

د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجمالي بقصد الاستحواذ على الشركات

المقيدة في البورصة - وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، الطبعة ٢،

٢٠١٣.

د. نهاد احمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية ٢٠١٤.

٣- الأحكام القضائية:

حكم محكمة القضاء الإداري، دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار، الدائرة السابعة، الدعوى رقم ١٢١٤٩

لسنة ٦٤ قضائية، جلسة ١٠/٤/٢٠١٠.

٤- الوثائق (القوانين والقرارات):

القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية

المحدودة وشركات الشخص الواحد، الجريدة الرسمية، ١ أكتوبر ١٩٨١، العدد ٤٠.

القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال، الجريدة الرسمية، العدد ٢٥ مكرر،
١٩٩٢/٦/٢٢،

قرار وزير شئون الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون شركات
المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس
المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الوقائع المصرية، العدد ٨١ تابع، ١٩٩٣/٤/٨.

قرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بموجب قرار
وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، الوقائع المصرية، ٤ فبراير ٢٠٠٧، العدد ٢٦.

الكتاب الدوري رقم ٢١ بشأن المعايير الأساسية لقواعد الحوكمة الاسترشادية للشركات الخاضعة لأحكام
قانون الاستثمار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧ وقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

المراجع الأجنبية:

أولاً - الكتب الفقهية:

STEPHEN KENYON-SLADE, MERGERS AND TAKEOVERS IN THE US AND UK (OXF. Univ. Press, ٢٠٠٤).

PATRICK A. GAUGHAN, MERGERS WHAT CAN GO WRONG AND HOW TO PREVENT IT (John Wiley & Sons, ٢٠٠٤).

TIM JENKINSON & COLIN P. MAYER, HOSTILE TAKEOVERS: DEFENCE, ATTACK AND CORPORATE GOVERNANCE (McGraw-Hill Book, ١٩٩٤).

DONALD M. DEPAMPHILIS, MERGERS, ACQUISITIONS, AND OTHER RESTRUCTURING ACTIVITIES: AN INTEGRATED APPROACH TO PROCESS, TOOLS, CASES, AND SOLUTIONS (٤th ed., Academic Press, ٢٠٠٨).

Klaus J. Hopt, *Common Principles of Corporate Governance in Europe?*, in CORPORATE GOVERNANCE REGIMES: CONVERGENCE AND DIVERSITY (Joseph A. McCahery et al. eds., OXF. Univ. Press, ٢٠٠٢).

JOHN PARKINSON, CORPORATE POWER AND RESPONSIBILITY (CLARENDON PRESS, ١٩٩٣).

Paul Davies, Edmund-Philipp Schuster & Emilie Van de Walle de Ghelcke, *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?*, in COMPANY LAW AND ECONOMIC PROTECTIONISM: NEW CHALLENGES TO EUROPEAN INTEGRATION (Ulf Bernitz & Wolf-Georg Ringe eds., OXF. Univ. Press, ٢٠١٠).

Paul Davies & Klaus Hopt, *Control Transactions*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (John Armour et al. eds., OXF. Univ. Press, ٢٠٠٤).

- Marco Ventoruzzo, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, ٤١ TEX. INT'L L. J. ١٧١ (٢٠٠٦).
- Umakanth Varottil, *Comparative Takeover Regulation and the Concept of 'Control'*, SING. J. LEGAL STUD. ٢٠٨ (٢٠١٥).
- Paulius Miliauskas, *Shareholders' Agreement as a Tool to Mitigate Corporate Conflicts of Interests*, ٦ INT'L J. Private L. ١٣١ (٢٠١٣).
- Marco Ventoruzzo, *Why Shareholders' Agreements are Not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation*, (Pa. State Univ. Dickinson Sch. of Law, Bocconi Legal Studies Research Paper No. ٤٢-٢٠١٣, ٢٠١٣).
- Suzanne S. Dawson, Robert J. Pence & David S. Stone, *Poison Pill Defensive Measures*, ٤٢ BUS. LAW. ٤٢٣ (١٩٨٧).
- Suren Gomtsian, *Exit in Non-Listed Firms: When and How to Use Share Transfer Restrictions?* ٢٧ EUR. BUS. L. REV. ٧١٩ (٢٠١٦).
- Afra Afsharipour, *A Shareholders' Put Option: Counteracting the Acquirer Overpayment Problem*, ٩٦ MINN. L. REV. ١٠١٨ (٢٠١٢),
- Maria Isabel Sáez Lacave & Nuria Bermejo Gutiérrez, *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag along and Drag-along Clauses*, ١١ EUR. BUS. ORG. L. REV. ٤٢٣ (٢٠١٠).
- David I. Walker, *Rethinking Rights of First Refusal*, ٥ STAN. J.L. BUS. & FIN. ١ (١٩٩٩).
- Marcel Kahan & Michael Klausner, *Lockups and the Market for Corporate Control*, ٤٨ STAN. L. REV. ١٥٣٩ (١٩٩٦).
- Stephen Mark Bainbridge, *Exclusive Merger Agreements and Lock-Ups in Negotiated Corporate Acquisitions*, ٧٥ MINN. L. REV. ٢٣٩, (١٩٩٠).
- William Carney & Leonard Silverstein, *The Illusory Protections of the Poison Pill*, ٧٩ NOTRE DAME L. REV. ١٧٩ (٢٠٠٣).
- William Underhill & Andreas Austmann, *Defence Tactics, in TAKEOVER IN ENGLISH AND GERMAN LAW* (Jennifer Payne ed., Hart Publishing, ٢٠٠٢).
- John P. Lowry, *Poison Pills in U.S. Corporations - A Re-examination*, J. BUS. L. ٣٣٧ (١٩٩٢).

- Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, ٥٤ STAN. L. REV. ٨٨٥ (٢٠٠٢).
- John C. Coates IV, *The Contestability of Corporate Control: A Critique of the Scientific Evidence on Takeover Defenses*, ٧٩ TEX. L. REV. ٢٧١ (٢٠٠٠).
- Kalen Smith, *How Companies Use Shareholder Rights Plans (Poison Pills) to Fight Hostile Takeover*, (MONEY CRASHERS).
- Barbara White, *Conflicts in the Regulation of Hostile Business Takeovers in the United States and the European Union*, ٩ IUS GENTIUM ١٦١ (٢٠٠٣).
- Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*, ٨٧ VA. L. REV. ١١١ (٢٠٠١).
- Larry E. Ribstein, *Why Corporations?*, ١ BERKELEY BUS. L.J. ١٨٣ (٢٠٠٤).
- David Lamb, *United States of America: Directors' Duties under Delaware Takeover Law*, ١٥ CO. L. ٢٨٣ (١٩٩٤).
- Jeffrey Gordon & Harvey Nixon, *The Outer Boundaries of the Poison Pill in US Takeovers*, ٤ J. INT'L BUS. & L. ١٤٢ (١٩٨٩).
- Marc Goergen, Marina Martynova & Luc Renneboog, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe*, ٢١ OXF. REV. ECON. POL'Y ٢٤٣ (٢٠٠٥).
- FRIED, FRANK, HARRIS, SHRIVER & JACOBSON LLP, *Reforms to French Regulation of Takeover Bids (Memorandum*, ٢٠٠٦).
- Guido Ferrarini & Geoffrey P. Miller, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, ٤٢ CORNELL INT'L L.J. ٣٠١ (٢٠٠٩).
- Andrew S. Johnston, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code*, ٦٦ CAMBRIDGE L.J. ٤٢٢ (٢٠٠٧).
- Jonathan Mukwiri, *Implementing the Takeover Directive in the UK* (٢٠٠٨) (DPhil thesis, Univ. of Leicester).
- Simon Deakin et. al., *Implicit Contracts, Takeovers and Corporate Governance: in the Shadow of the City Code* (ESRC Ctr for Business Res., Univ. of Cambridge, Working Paper ٢٥٤, ٢٠٠٢).
- John Armour & David A. Skeel Jr, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*, ٩٥ GEO. L.J. ١٧٢٧.

Han-Wei Liu, *The Non-Frustration Rule of the UK City Code on Takeover and Mergers and Related Agency Problems: What are the Implications for the EC Takeover Directive?*, ١٧ COLUM. J. EUR. L. ٥ (٢٠١١).

Paul Davies, *Gower and Davies Principle of Modern Company Law* (Sweet & Maxwell ٢٠٠٣).

Federico M. Mucciarelli, *White Knights and Black Knights - Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target' Companies?*, ٣ EUR. CO. & FIN. L. REV. ٤٠٨ (٢٠٠٦).

David Kershaw, *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition*, ٥٦ INT'L & COMP. L. Q. ٢٦٧ (٢٠٠٧).

William B. Chandler III, *Hostile M&A and the Poison Pill in Japan: A Judicial Perspective*, ٢٠٠٤ COLUM. BUS. L. REV. ٤٥ (٢٠٠٤).

Alistair Alcock, *The Regulation of Takeovers*, ٥ J. INT'L FIN. MKT. ١٦٣ (٢٠٠١).

Bernd Delahaye, *Still Alive: Poison Pills and Staggered Boards as Hostile Takeover Defences – the Battle for Airgas*, ٢٣ INT'L CO. & COM. L. REV. ٢١١ (٢٠١٢).

Leo Herzel & Richard W. Shepro, *Ups and Downs of US Takeover Defense*, ٩ CO. L. ٨٤ (١٩٨٨).

William Magnuson, *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, ٢١ PACE INT'L L. REV. ٢٠٥ (٢٠٠٩).

John C. Coates IV, *Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable are US Public Corporations?*, ٢٤ J. CORP. L. ٨٣٧ (١٩٩٩).

John Armour, Jack B. Jacobs & Curtis J. Milhaupt, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, ٥٢ HARV. INT'L L.J. ٢٢١ (٢٠١١).

Robert A. Prentice & John H. Langmore, *Hostile Tender Offers and the "Nancy Reagan Defense": May Target Boards "Just Say No"? Should They Be Allowed To?*, ١٥ DEL. J. CORP. L. ٣٧٧ (١٩٩٠).

Donald C. Clarke, *Three Concepts of the Independent Director*, ٣٢ DEL. J. CORP. L. ٧٣ (٢٠٠٧).

Gordon Smith, *Poison Pill Forum: The Revival of Interco*, THE CONGLOMERATE, Sep. ١٤, ٢٠١٠.

خامساً - القوانين الأجنبية:
١ - الولايات المتحدة:

- Delaware Code Title ٨. Corporations § ١٤١ (Del. Code Ann. tit. ٨, s ١٤١ (١٩٩١)).

- Securities Exchange Act of ١٩٣٤ ([١٥ U.S.C. § ٧٨a](#))

٢- المملكة المتحدة:

- The City Code on Takeovers and Mergers
- The Companies Act ٢٠٠٦ (c ٤٦)

سادساً - الاتفاقيات الدولية:

DIRECTIVE ٢٠٠٤/٢٥/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of ٢١ April ٢٠٠٤ on Takeover Bids.

CONSOLIDATED VERSION OF THE TREATY ON THE FUNCTIONING OF THE EUROPEAN UNION, Official Journal C ٣٢٦, ٢٦/١٠/٢٠١٢.

سابعاً - الأحكام القضائية الأجنبية:

Wellman v. Dickinson, ٤٧٥ F Supp ٧٨٣ (SDNY ١٩٧٩), aff'd ٦٣٢ F ٢d ٣٥٥ (٢d Cir ١٩٨٢).

Hanson Trust Plc v. SCM Corp., ٧٧٤ F ٢d ٤٧ (٢nd Cir ١٩٨٥).

Aronson v. Lewis, ٤٧٣ A ٢d ٨٠٥ (Del ١٩٨٤)

Howard Smith Ltd v. Ampol Petroleum Ltd, AC ٨٢١ (١٩٧٤).

Criterion Properties Plc v. Stratford UK Properties LLC UKHL, ٢٨ (٢٠٠٤).

Unocal Corp v. Mesa Petroleum Corp., ٤٩٣ A ٢d ٩٤٦ (Del. ١٩٨٥).

Revlon Inc v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc., ٥٠٦ A ٢d ١٧٣ (Del. ١٩٨٦).

MacAndrews & Forbes Holdings Inc v. Revlon Inc., ٥٠١ A ٢d ١٢٣٩ (Del. Ch ١٩٨٥).

Moran v. Household International Inc., ٥٠٠ A ٢d ١٣٤٦ (Del. ١٩٨٥).

Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp., ٥٦٤ A ٢d ٦٥١ (Del. Ch ١٩٨٨).

Paramount Communications Inc. v. Times Incorporated, ٥٧١ A ٢d ١١٤٠ (Del. ١٩٨٩).

Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc., ٦٣٧ A ٢d ٣٤ (Del. ١٩٩٤).

Unitrin Inc. v. American General Corp., ٦٥١ A ٢d ١٣٦١ (Del. ١٩٩٥).