

## التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومية: دراسة مقارنة

عذبي عيد العنزي

المحامي أمام المحاكم الكويتية والأستاذ المتدرب لدى قسم القانون في كلية الدراسات التجارية

(قدم للنشر في ٧/٣/١٤٤٠هـ، وقبل للنشر في ١/٩/١٤٤٠هـ)

ملخص البحث. تعتبر عروض الاستحواذ الهجومية مهمة جداً في السوق من حيث تسهيل وتسريع عمليات الاستحواذ وبالتالي إعادة هيكلة رأس المال. وقد عرفها الفقه بأنها تلك العمليات التي لا تقيم لمجلس الإدارة أي اعتبار فالعرض يتم تقديمه مباشرة إلى المساهمين ومن غير موافقة مجلس الإدارة. وبالتالي فهي هجومية بالنسبة له. إلا أن تصور أنها بالضرورة خطيرة على الشركة هو تصور خاطئ. فالعارض الهجومي يقدم حصة أعلى من الحصة السوقية بكثير وفقاً للقدرة التفاوضية التي تعطيها التدابير الاحترازية لمجلس الإدارة. إلا أن المشرع البريطاني وتأثرأ به من قبل المشرع الكويتي قد اتبع أسلوباً مختلفاً في تقييد مجلس الإدارة من أية تدابير احترازية ضد العرض الهجومي باستثناء تلك التي تكون سابقة على تقديم العرض وبموافقة الجمعية العامة. وبدورنا فإننا نتجه إلى انتقاد توجه القانون الكويتي في اتباعه القانون البريطاني بسبب اختلاف البيئة التشريعية والاقتصادية وارتباط المشرع البريطاني بالاتفاقية الأوروبية للاستحواذ والاندماج ومحابة تعظيم رأس المال للمساهمين والتركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل دونما أي مراعاة للمصلحة الجماعية للشركة بما يخل إستراتيجية الشركة بعيدة الأمد. وبالنسبة للمشرع الأمريكي، فقد أجاز توظيف التدابير الاحترازية بالنسبة لمجلس الإدارة لكون هؤلاء أكثر خبرة ودراية في مجال العمل التجاري من جموع المساهمين.

الكلمات المفتاحية: استحواذ هجومي، تدابير احترازية، قانون الشركات، قانون هيئة أسواق المال، مجلس الإدارة، فصل الملكية عن الإدارة، تمويل الشركات، المنافسة في عروض الاستحواذ، قيمة سوقية، حوكمة الشركات، الإفصاح، تعظيم الأرباح، المصلحة الجماعية، سمو مجلس الإدارة، قاعدة العمل التجاري المستقل، قاعدة عدالة العمل التجاري، حقوق أقلية المساهمين، أحكام انتقال السيطرة.

## DEFENSIVE MEASURES AGAINST HOSTILE TAKEOVERS: A COMPARATIVE STUDY

**Athbi Alenezi**

*An Authorised Solicitor at Kuwaiti Courts and a  
Law Lecturer at the Public Authority of Applied Education and Training*

(Received 07/03/1440 H., Accepted for Publication 01/09/1440 H.)

**Abstract.** Hostile takeovers are important in the market in terms of facilitating and accelerating takeovers transactions, which can help in capital restructuring. Legal jurisprudence defines hostile offers as the offers tendered to the shareholders without the consent of boards of directors. Hostile takeover cannot be perceived as danger against companies. The acquirer usually tenders offers at a higher premium according to negotiation position. Both of UK's and Kuwaiti positions have the same attitudes. Both of them ban defensive measures unless they are prior to the offer with the consent in general meeting of shareholders. Kuwaiti's adaptation to the UK's position is criticized somehow. Legal and economic environment are different to Kuwaiti ones. The UK is connected with the European legislature and has shareholder primacy theory. Furthermore, there is more focus on short term investment without regarding the interests of pluralist theory of the company. It is believed that allowing defensive measures against hostile takeovers can be beneficial to the company as a whole. Board of directors has the commercial experience to do so. Thus, The US legislature has more sophisticated vision in this regard by allowing such defensive tactics.

**Keywords:** Hostile takeovers, Defensive measures, Corporate law, Capital markets law, Board of directors, Separation between ownership and control, Corporate finance, Competition in takeovers, Wealth maximisation, Market value, Corporate governance, Disclosure, Pluralist theory, Corporate supremacy, Business judgment rule, Entire fairness rule, Minority shareholders rights, Transfer of control.

## المقدمة

يلعب الاستحواذ دوراً مهماً في انتعاش السوق والاقتصاد بشكل عام. فهو يلعب دوراً مهماً جداً في إنعاش الشركات المتعثرة مالياً من جهة، ومن جهة أخرى في إعادة هيكلتها. هذا وقد يلعب دوراً آخر في تنفيذ سياسات التوسع الاستثمارية. لذلك فقد عرف الاستحواذ بأنه "عملية قانونية تتم بين شخصين يرتب عليها حصول أحدهما على كل أو بعض حصص رأس مال إحدى الشركات سواء باتفاق مع الإدارة أو بدون اتفاق، وتؤدي إلى السيطرة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة" (شوقي، ٢٠٠٦م). وبناء على ذلك، فالاستحواذ من حيث موافقة مجلس الإدارة من عدمها ينقسم إلى نوعين وهما استحواذ رضائي أو هجومي. فأما الأول فإنه يتم برضا وموافقة مجلس الإدارة، أما الثاني فهو الذي يتم رغماً عن مجلس الإدارة ومن غير موافقته.

ويعرف الاستحواذ الهجومي بأنه ذلك العرض الذي لا يقيم لوجود مجلس الإدارة أي اعتبار، فيذهب العارض لتقديم عرض مباشر للمساهمين (Nyombi, 2015). لكن يجب التنبيه إلى أن هذا الضرب من النشاط المالي يعتبر مشابهاً للاندماج من حيث الاتفاق المتبادل بين الشركة الداخلة والمدججة على مشروع الاندماج والذي يؤدي بدوره إلى زوال الشخصية الاعتبارية للمدججة ونقلها للداخلة أو زوال الكيانين وإفراز كيان اقتصادي جديد. في حين أنه ليس للاستحواذ هذا الأثر بل يعتبر مقدمة له وفي ذلك عدم تراضي مع مجلس الإدارة فقد تحصل صفقة الاستحواذ حتى دون موافقة مجلس الإدارة. وقد اختلفت التبريرات في تأسيس فكرة التدابير الاحترازية، فمنهم من يرى أن هذا الحق مستمد من فكرة الشخص في حماية ملكه ومن أي تصرف قد يضر به فيلزم ذلك لاستخدام أية وسائل يراها نافعة ولازمة (الصغير، ٢٠٠٤م). على سند من القول أن حق الملكية هو حق جامع ومانع ومطلق يخول صاحبه سلطة الاستعمال والاستغلال والتصرف (السيد، ٢٠١٤م). والجدير هنا وصف المنع إذ يستأثر مالك الشيء بجميع مزايا الملكية عليه (منصور، ١٩٦٥م). هذا على تأسيس أن عرض الاستحواذ الهجومي إنما يهدف إلى معاداة الشركة الهدف والإضرار بمصالحها (الشحومي، ٢٠١٧م).

## أهمية البحث

- ينتقد البحث فكرة تأثير المشرع الكويتي بقاعدة حظر مجلس الإدارة من توظيف أية تدابير احترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي ونقله للتجربة البريطانية. فالظروف الاقتصادية في المملكة المتحدة تختلف عنها في الكويت وإنما تم إعمال هذه القاعدة في بريطانيا من أجل تسريع عمليات الاستحواذ والاندماج من أجل إعادة هيكلة رؤوس الأموال تمهيداً لإنشاء السوق الأوروبية المشتركة حيث إن هناك ارتباطاً بين القانون في بريطانيا وبين اللاتحة الأوروبية في شأن عمليات الاستحواذ والاندماج عام ٢٠٠٤م وذات الأمر غير موجود في الكويت.
- ينتقد البحث منع مجلس الإدارة من توظيف التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي، حيث يوجه إلى ضرورة تبني نظرية المصلحة الجماعية للشركة باعتبارها مجموعة من الروابط العقدية وأن مجلس الإدارة يسعى للتوفيق بينها.
- يدعو الباحث إلى ضرورة التركيز على الاستثمارات بعيدة الأجل وأن التركيز المبالغ فيه على الاستثمارات قصيرة الأجل لا يخدم هذه المصلحة الجماعية للشركة.
- يجد البحث أيضاً أهميته من خلال تشجيع فكرة حماية الأقلية المساهمة. ذلك أن إعطاء فرصة تحديد مصير العرض الجمعية العامة للمساهمين من شأنه خدمة مصالح الأغلبية.
- ينتقد البحث فكرة الحماية المبالغ فيها للمساهمين من عدة نواح أهمها أن القانون خول لمجلس الإدارة اتخاذ القرارات الاستثمارية للشركة. وكفل للمساهمين محاسبة مجلس الإدارة على تقصيره إن وجد من خلال عدة أمور أهمها محاسبة الجمعية العامة والحماية القضائية للمساهمين من خلال رفع دعاوى الشركة والدعوى الفرعية المشتقة.
- يدعو البحث إلى ضرورة تبني التوجه الأمريكي في هذا الصدد. أي توظيف التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي وإطلاق يد مجلس الإدارة في هذا السبيل، وكذا بالنسبة للإدارة التنفيذية. ومن ثم ربط سلوك مجلس الإدارة بقواعد مهمة أهمها قاعدة العمل التجاري المستقل وقاعدة سمو مجلس الإدارة. ومن ثم إذا

### منهجية البحث

تتبع الدراسة منهجية النظام المقارن من خلال مقارنة التشريع الكويتي بالبريطاني واستعراض موقف المشرع الأمريكي. فيعرض الأفكار والنظريات المرتبطة بالإشكالية والتأصيلات ذات الارتباط من جهة. وبعد عرض الآراء والتوجهات ونقدها يعرض موقف المشرع الكويتي لبيته. وهذا كله بناء على النظريات القانونية والاقتصادية وانطلاقاً منها وتأصيلاً عليها.

### خطة البحث

اعتمد البحث على مباحث ليصل إلى نتائجه في الخاتمة من

خلالها كالتالي:

- المبحث الأول: مفهوم الاستحواذ الهجومي والآراء حوله.
- المبحث الثاني: أهمية التدابير الاحترازية وأنواعها.
- المبحث الثالث: موقف المشرع البريطاني وأسبابه.
- المبحث الرابع: موقف المشرع الأمريكي وأسبابه.
- المبحث الخامس: موقف المشرع الكويتي وأسبابه.

### المبحث الأول:

#### مفهوم الاستحواذ الهجومي والآراء حوله

يعرف الاستحواذ الهجومي بأنه العرض الذي لا يقيم وجوداً لمجلس الإدارة فيقدم مباشرة للمساهمين. إلا أن الآراء قد اختلفت في حقيقة هذه العروض من حيث النفع والضرر على الشركة الهدف، ومجلس إدارتها، وجمعيته العامة وكذلك بالنسبة للشركة مقدمة العرض.

#### المطلب الأول: مفهوم الاستحواذ الهجومي

يعرف الاستحواذ الهجومي بأنه ذلك العرض المقدم للمساهمين مباشرة من غير اعتبار لوجود مجلس الإدارة أو من غير موافقته، فهو غالباً ما يتم على خلاف رغبة مجلس الإدارة، ويعزى له بأنه هجومي أي يهاجم وجود مجلس الإدارة. ويتج عن ذلك أن يكون القرار النهائي بشأن عرض الاستحواذ متروكاً للجمعية العامة وأن يلتزم مجلس الإدارة الحياد حوله من حيث منعه من توظيف التدابير الاحترازية ضد هذه العروض (Nyombi, 2015).

انحرف مجلس الإدارة عن القيام بأعمالها وفقاً لمعايير حسن النية، ومعيار العمل لمصلحة الشركة ومن غير تنازع المصالح. فإنه يتوفر للمساهمين وسائل وقائية كالاقتراض على قرارات الجمعية العامة لدى هيئة سوق المال متى ما توافر النصاب المطلوب. وكذلك حماية قضائية تتمثل في دعوى المساهم الفردية المبنية على قواعد المسؤولية التقصيرية، ودعوى الشركة والتي تحرك وفقاً للشخصية الاعتبارية من قبل الجمعية العامة ضد مجلس الإدارة.

### إشكالية البحث

لقد قام المشرع الكويتي بغل يد مجلس الإدارة عن استخدام التدابير وتوظيفها ضد عروض الاستحواذ الهجومي. فإن افتراض المشرع الكويتي سوء النية في مجلس الإدارة وذلك من خلال رفع يده عن استخدام أية تدابير احترازية يخالف القواعد العامة ويخالف الالتزام الذي وضعه عليه من خلال إلزامه أن يعمل وفقاً لمعيار الرجل الحريص وواجب الولاء. ثم إن اقتفاء المشرع الكويتي لأثر المشرع البريطاني في هذا الصدد اقتفاء غير صحيح، ففي أوروبا يوجد مشروع السوق المشترك الذي هو غير موجود أساساً في الخليج أو الوطن العربي لذلك أتبع بريطانيا هذه الفرضية ومنعت مجلس الإدارة لتتم عمليات الاستحواذ بسرعة ومن غير تأخير. وفي مادة البحث سوف نقوم بتفنيد كل هذه الآراء مع طرح الحلول المثلى.

### فرضية البحث

يبني البحث دراسته وتحليلاته على فرضية مهمة جداً، وهي أن عرض الاستحواذ الهجومي يختص البت فيه الجمعية العامة. ولا يعني ذلك، أن مجلس الإدارة يجب أن يمنع من استعمال أية تدابير احترازية مطلقاً، فمجلس الإدارة بحكم منصبه أكثر خبرة وحرفية في اتخاذ القرارات الاستثنائية والتجارية بالنسبة للشركة، خاصة فيما يتعلق بالإدارة بالتنفيذية.

بملاكها وهم المساهمون وبين الوكلاء وهم مجلس الإدارة حيث تتحد مصالحهم في الأرباح والمكافآت. وقد يوازن بينه وبين خطر تغييره من قبل العارض الهجومى حال نجاح صفقة الاستحواذ فيستعمل التدابير الاحترازية ضد هذا العرض الأمر الذي يدخلنا في مسألة تنازع المصالح.

### الفرع الثاني: ارتباط مفهوم الاستحواذ الهجومى بالتدابير الاحترازية

ترتبط عروض الاستحواذ الهجومى بالتدابير الاحترازية من حيث إن هذه التدابير تكون ردة الفعل من قبل مجلس الإدارة لصد هذه العروض أو جعلها أكثر تكلفة على العارض الهجومى. وقد اختلفت التبريرات بشأن التدابير الاحترازية. وبيان ذلك كالتالى:

- ١- حماية الشخص مملوكه (السيد، ٢٠١٠م): على سند من القول أن حق الملكية حق جامع ومانع يخول صاحبه سلطة التصرف والاستغلال والاستعمال<sup>(١)</sup>. وغالباً ما يشترط لصحة استعمال هذه التدابير الاحترازية شرطان، أولهما أن العرض الهجومى خطر على مصالح الشركة وأن تتناسب التدابير الاحترازية المتخذة مع درء الخطر<sup>(٢)</sup>.
- ٢- الاستشارات طويلة الأجل: ومنها ما ينطلق من حيث ضرورة التركيز على المصلحة الجماعية للشركة وعدم ترك القرار متفرداً بيد الجمعية العامة. حيث سيكون التركيز أكثر على الاستشارات قصيرة الأجل. وهو ما قد يهدد حياة الشركة ووضعها الائتماني بالخطر.

### المطلب الثاني: الآراء حول الاستحواذ الهجومى

قد يمثل الاستحواذ الهجومى خطراً حقيقياً على مجلس الإدارة. فالعرض الهجومى إنما يقدم مباشرة للمساهمين وعلى نقيض رغبة مجلس الإدارة في عدم القبول. وقد يخشى مجلس

الفرع الأول: ارتباط مفهوم الاستحواذ الهجومى بقاعدة الحياد ترتبط قاعدة الحياد بالعرض الهجومى من خلال أن قاعدة الحياد التي توضح مسؤولية مجلس الإدارة في هذه العروض هي قاعدة عامة، فتعلو كلمة الجمعية العامة في تحديد مصير العرض بينما يلتزم مجلس الإدارة الحياد ولا يقوم إلا بدور استشاري في التوصية إما بقبول العرض أو رفضه أمام الجمعية العامة. وبيان ذلك كالتالى:

- ١- إن قاعدة الحياد تفرض واجباً مهماً يتمثل في عدم اتخاذ تدابير ضد العرض، ويقتصر واجب مجلس الإدارة على محض الاستشارة، وكما ترتبط هذه الاستشارة بكل تأكيد بالواجبات العامة لمجلس الإدارة كواجب عدم تنازع المصالح وواجب حسن النية وواجب الولاء، إلا أن الحكمة من فرض هذه القاعدة في ظروف العرض الهجومى تتمثل في أن المشرعين افترضوا تنازع المصالح ضد مجلس الإدارة وأنه يخشى من استخدام التدابير الاحترازية إن أمكنه أنه يسعى بالتالي للحفاظ على منصبه خوفاً من نجاح عملية الاستحواذ وتبديله بمجلس آخر.
- ٢- إن هذا التوجه غير محمود بالنسبة للباحث. فكان بالإمكان إتاحة الفرصة في استخدام التدابير الاحترازية حفاظاً على عدة مصالح للشركة تتمثل الأولى في المصلحة الجماعية ذلك من حيث إن الجمعية العامة ستسعى لحماية نفسها وتعظيم أرباحها من جهة، ومن جهة أخرى فإن المساهم الذي يخشى من أن مجلس الإدارة لن يحافظ على مصالح الشركة يستطيع تحريك الدعاوى المختلفة ضد هذا المجلس.

- ٣- بالنسبة لتنازع المصالح، فمن المعلوم أن مجلس الإدارة يتقاضى مكافآته من خلال الأرباح التي تحققها الشركة بناء على القرارات الاستثمارية التي يتخذها المجلس وغيرها من الالتزامات العقدية المتبادلة (LeRoy, 2012). فقد يسعى مجلس الإدارة لقبول أعلى عرض من قبل المستحوذ الهجومى والذي سوف يقدمه بأعلى من القيمة السوقية بكثير مما يترتب عليه عائد مجز. فينتج عنه ارتفاع مكافأة أعضاء المجلس وأرباحهم. وفي مثل الحالة السابقة يتحقق الارتباط بين مصلحة الشركة ممثلة

(١) القانون المدني الكويتي رقم ٦٧ لسنة ١٩٨٠م مادة ٨١٠.

(2) *Unocal Corp. v Mesa Petroleum Co.* 493 A.2D 946 Del. 1985.

١- توافر المعلومات: وذلك أن المستحوذ الهجومي لديه من المعلومات الخاصة عن الشركة، وأنه لم يسع ويبدل كل ما يستطيع للسيطرة إلا وهو يتوقع أفضل مردود من ناحية السلوك والأداء التي تعقب تمام ونجاح صفقة الاستحواذ (Frank and Mayer, 1996).

٢- عرض بقيمة أعلى: إن العرض المقدم للمساهمين سيكون أعلى قيمة منه في حالة العرض الرضائي العادي. ولهذا السبب فإن السوق في المملكة المتحدة واللوائح أكثر انفتاحاً على مسألة العروض الهجومية والتي بدورها تعمل كتطبيق مثالي لنظرية تعظيم الأرباح خاصة في ظل وجود المساهم المؤسسي (Mitchell, O'Donnell and Ramsay, 1996). بسبب أن الأخير يشجع الاستثمار قصير الأجل من أجل تحقيق السيولة في العوائد بالنسبة للمدخرين كصناديق الاستثمار الجماعي مثلاً (حلمي، ٢٠١٠م).

٣- تحفيز مجلس إدارة الشركة الهدف: وبيان ذلك، أن مجلس إدارة الشركة الهدف قد يتخذ قرارات استشارية ضعيفة تؤدي بدورها إلى انخفاض قيمة أسهمها. فيستغل العارض الهجومي هذا الانخفاض فيبادر إلى تقديم عرض استحواذ هجومي نتيجة لهذا الانخفاض في قيمة الأسهم. وهو ما قد يهدد استقرار مجلس الإدارة وعندها لن يكون أمامه إلا اتخاذ قرارات استشارية سليمة من الناحية الفنية تصب في مصلحة الشركة الجماعية وإستراتيجيتها أو الاستبدال عن طريق عروض الاستحواذ الهجومي (White, 2012).

وفي هذا الصدد، تبني تقنين المدينة البريطاني هذه الفكرة وقد تأثرت بها لائحة الاستحواذ الأوروبية عام ٢٠٠٤م<sup>(٣)</sup> حيث نصت في المادة ٣ على مجموعة من الضمانات والتي اعتبرتها لازمة لتحقيق مبدأ الحياد. وتجده هذه الفكرة غايتها من خلال تسهيل عمليات الاستحواذ والاندماج كأحد أشكال إعادة هيكلة الشركات من جهة، ومن جهة أخرى لتسهيل عملية إنشاء السوق المشتركة الأوروبية.

الإدارة أن يتم استبداله من قبل المستحوذ الجديد إن تمت العملية بنجاح. هذا وقد لا يكون الأمر بالضرورة هجومياً ضد جموع المساهمين فالعارض الهجومي سوف يقدم عرضاً بأعلى من القيمة السوقية.

### الفرع الأول: الرأي المعارض للاستحواذ الهجومي

ويرجع تبرير ذلك إلى عدد من الأمور المهمة:

١- التكلفة العالية: ذلك أن العارض الهجومي إنما يتحمل نفقات عالية جداً في تقديمه للعرض العدائي. فالعارض سوف يرفع من قيمة العرض أعلى من قيمة السوق. وسوف يتكبد نفقات أخرى أيضاً متمثلة في المزايدة برفع قيمة العرض إذا كان هناك عرض منافس لعرضه ويجب عليه أن يقيي قيمة العرض عالية حتى يستطيع التغلب على رغبة المساهمين في عدم البيع (Gaughan, 2013). وهذا من شأنه رفع تكاليف صفقة الاستحواذ الهجومي حتى تمامها.

٢- تغيير مجلس الإدارة: في هذه الفرضية، إذا نجحت صفقة الاستحواذ، فإن المستحوذ الهجومي. ففي غالب الأحوال، فإن المستحوذ ليس على استعداد للإبقاء على مجلس الإدارة الذي كان قد رفض عرضه ابتداء الأمر الذي حدا بالأول بأن يتحمل نفقات باهظة حتى ينجح استحواذه. أو قد يتبع المستحوذ طريقاً آخر متمثلاً بشراء حقوق التصويت. ومن ثم يقوم من قام بشراء هذه الحقوق بالعمل كممثل للمساهمين الذين باعوا حقوق التصويت بمحاسبة مجلس الإدارة وتغييره إن أمكن واستلزام الأمر (John, 1988). وتغيير مجلس الإدارة إنما يكون بهدف تحويل العرض من هجومي إلى رضائي من خلال المجلس الجديد والذي سوف يقبض سيطرته عليه من خلال شراء حقوق التصويت.

### الفرع الثاني: الرأي المؤيد للاستحواذ الهجومي

وبالنسبة لتأييد الاستحواذ الهجومي، يقوم هذا الرأي على مجموعة من الحجج والأسانيد الاقتصادية، وبيان ذلك كالتالي:

(3) European Directive on Takeover Bids (2004/25/EC).

اعتداء الغير (السيد، ٢٠١٠م). على سند من القول أن حق الملكية حق جامع ومانع يخول صاحبه سلطة الاستغلال والاستعمال والتصرف (محبوب والدريعي والهندياني، ٢٠١٢م). وللتدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي أهمية اقتصادية وأخرى قانونية.

### الفرع الأول: الأهمية الاقتصادية للتدابير الاحترازية

تكمن الأهمية الاقتصادية بالنسبة للتدابير الاحترازية في مسائل تتعلق بالحالة الائتمانية للشركة مقدمة العرض وكذا الشركة الهدف. فقد يكون الغرض من استعمال التدابير الاحترازية تعظيم أرباح المساهمين، أو قد ينتج عنه الأثر السيء بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق وانعكاسه على القيمة الفعلية للورقة المالية من خلال تقديم الشركة الهدف عرضاً أعلى بكثير من القيمة السوقية، وكذا قد يتمثل في دفع تكاليف باهظة في عملية الاستحواذ بالنسبة للشركة مقدمة العرض مما ينتج عنه تبيد لأموال وثروة المساهمين في الشركة مقدمة العرض، أو قد يتسبب في إغراق الشركة الهدف بالدين. ويتضح ذلك من خلال الآتي:

١- قد يتجه مجلس الإدارة إلى استعمال التدابير الاحترازية من أجل تعظيم أرباح المساهمين من خلال مقاومة عرض الاستحواذ الهجومي. فيضطر العارض الهجومي إلى رفع قيمة العرض أكثر مما هو عليه بالنسبة للقيمة السوقية للأسهم. فعرض الاستحواذ عامة يكون أعلى من القيمة من السوقية. والعارض الهجومي سيقوم برفع العرض من أجل إقناع المساهمين في البيع بعد استعمال التدابير الاحترازية التي من شأنها جعل العرض أكثر تكلفة (Stout, 1990).

٢- قد تسبب التدابير الاحترازية من قبل الشركة الهدف في رفع عرض الاستحواذ من قبل الشركة العارضة. وهو ما قد يسبب أزمة بالنسبة للمساهمين في الشركة مقدمة العرض، من حيث إن عرض الاستحواذ الهجومي سيكون أعلى من القيمة السوقية. ويتوقع ألا ينتج عنه مقابل مماثل في الأرباح بالنسبة لمساهمي الشركة مقدمة العرض وهو ما ينتج عنه إضاعة لثروة المساهمين في الشركة مقدمة العرض في تقديرهم (Black, 1989).

أما عن الاعتبار لدى المشرع الكويتي، فإنه قد أشار في كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية لعام ٢٠١٥م لقانون هيئة أسواق المال عام ٢٠١٠م في مادة ١٦-١-٣ إلى قيد مهم على مجلس الإدارة وهو "لا يجوز للشركة محل العرض القيام خلال فترة العرض أو المفاوضات الأولية القيام بأي مما يلي: ... (٥) اتخاذ أي إجراء من شأنه أن يؤدي إلى عدم قبول العرض أو حرمان المساهمين من فرصة اتخاذ قرار بشأنه". وفي هذا اقتفاء لأثر التوجه البريطاني بهذا الخصوص. ولنا في هذا الشأن عدة ملاحظات أهمها، أن تأصيل استعمال التدابير الاحترازية ضد العرض الهجومي نخل بفرصة المساهمين في تعظيم أرباحهم تصور خاطئ. فإن إعطاء القدرة التفاوضية من خلال استخدام التدابير الاحترازية ضد العروض الهجومية من شأنه أن يؤدي إلى رفع قيمة العرض كما سنبينه في مادة البحث.

### المبحث الثاني:

#### أهمية التدابير الاحترازية وأنوعها

وتعرف التدابير ضد عروض الاستحواذ الهجومية بالإجراءات التي يتخذها مجلس الإدارة لصد عرض استحواذ هجومي من خلال رفع قيمة صفقة الاستحواذ وجعلها أكثر تكلفة. وتجد التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومية أهميتها من حيث إنها تحمي الشركة من الاعتداء على مصالحها. ويقوم هذا التأسيس على فرضية مهمة وهي أن التدابير الاحترازية من شأنها إنتاج أثر خاص جداً يعكس في زيادة ثروة المساهمين من خلال رفع تكلفة العرض على مقدمه (Gorzala, 2010). وترتبط التدابير الاحترازية بعدة مفاهيم أخرى لعل أهمها الطبيعة القانونية لهذه التدابير ومسؤولية مجلس الإدارة إذا ما قام باستعمالها اعتماداً على موقف التشريعات منه. وتتنوع التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي على نوعين وهي تدابير سابقة على تقديم العرض وتدابير لاحقة عليه.

#### المطلب الأول: أهمية التدابير الاحترازية

يستند حق إجراء التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي على أساس حماية الشخص المملكه من

**الفرع الثاني: الأهمية القانونية للتدابير الاحترازية**  
تلعب التدابير الاحترازية دوراً مهماً من الناحية القانونية. فانقسمت التشريعات في هذا الصدد إلى قسمين. قسم يجعل من المنع هو الأصل العام والإجازة على سبيل الاستثناء وقسم يجعل الإباحة هي الأصل لكن يقيدتها بشروط مهمة. وبيان ذلك كالتالي:

١- تكمن الأهمية القانونية في تحديد مسؤولية مجلس الإدارة لدى استعماله لهذه التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي. فاكتمت التشريعات البريطانية بالخطر في هذا النطاق مع الاستثناء في الاستعمال حالة وجود إذن من الجمعية العامة للمساهمين شريطة أن يكون الاستعمال سابقاً على تقديم العرض الهجومي.

٢- لقد اكتفى كل من المشرعين الكويتي والبريطاني بقصر دور مجلس الإدارة في هذا الصدد على الواجب الاستشاري. بمعنى أن يقدم مجلس الإدارة الاستشارة للجمعية للمساهمين في قبول العرض أو رفضه. وتلعب هذه الاستشارة دوراً مهماً في تحديد مصير العرض كما أثبتته الدراسات التجريبية في هذا الصدد.

٣- لقد ربط المشرع البريطاني الدور الاستشاري في شأن عرض الاستحواذ الهجومي المقدم من قبل مجلس الإدارة بمجموعة من الواجبات الائتمانية حتى يضبط هذا الدور. لعل أهمها واجب الولاء للشركة والعمل لمصلحتها ككل وعدم تنازع المصالح. والتزام مجلس الإدارة في هذا الصدد هو التزام ببذل عناية لذا ربطه المشرع البريطاني بواجب بذل العناية اللازمة كما هو وارد في قانون الشركات البريطاني. وعلى ذلك، فإن قامت الجمعية العامة بقبول عرض استحواذ هجومي أو رفضه بناء على تزكية من مجلس الإدارة فإن مسؤولية هذا الأخير لا تقوم إلا في حالة توافر مفهوم الخطأ الجسيم الذي يخالف مقتضيات الإدارة السليمة وبذل العناية اللازمة.

٣- تعطي التدابير الاحترازية المركز التفاوضي بالنسبة لمجلس الإدارة في الشركة الهدف بالنسبة لسعر الصفقة الاستحواذ الهجومي في عرض قيمة أعلى من سعر السوق. وهو ما قد يعود بالنفع بالنسبة للمساهمين من خلال هذه التدابير الاحترازية (Frederikslust, Ang and Sudarsanam, 2007).

٤- قد يلجأ مجلس إدارة الشركة الهدف إلى التدابير الاحترازية عن طريق رفع دين الشركة الهدف. وذلك كطريقة في التدابير الاحترازية من أجل رفع تكلفة صفقة الاستحواذ على المعارض الهجومي. ذلك أن عملية الاستحواذ سواء من قبل مقدم العرض أو الشركة الهدف تتطلب تمويلاً عن طريق الاقتراض وكذا عملية سداد الفوائد المستحقة والتي تعتمد على طريقة بيع الأصول من أجل تسريع تدفق السيولة المالية (Clemens, 1987). إلا أن هذا النوع من التدابير الاحترازية قد يشكل خطراً على الشركة الهدف سواء في رفع نسبة الدين على الشركة من أجل جعل المعارض الهجومي يُعرض عن الصفقة ويترتب عليه إغراق الشركة في الديون وتعرضها لمخاطر الإفلاس. وكذا هو الحال بالنسبة لبيع الأصول من أجل سداد الفوائد المستحقة على عملية التمويل. فتستغني الشركة الهدف عن أصول مهمة قد تمثل لها مدخلاً تجارياً وحاسماً بالنسبة للقرارات الاستثمارية. وكذا هو الحال بالنسبة لتمويل صفقة العرض الهجومي، فقد يلجأ المعارض الهجومي إلى مؤسسات الإقراض والتمويل من أجل تمويل صفقة الاستحواذ الهجومي بسعر أعلى بكثير من القيمة السوقية ويضمن بالتالي عملية التمويل والفوائد المترتبة من خلال الأرباح المتوقع حصولها من صفقة الاستحواذ الهجومي. إلا أن الصفقة قد تفشل من خلال استعمال الشركة الهدف للتدابير الاحترازية في صدها الأمر الذي قد يدخل الشركة مقدمة العرض في أزمات اقتصادية في مواجهة مؤسسات التمويل والإقراض (Skeel, 2001).

- ٤- بينما يتجه المشرع الأمريكي إلى جواز استعمال التدابير الاحترازية، شريطة أن يشكل عرض الاستحواذ الهجومي خطراً على مصالح الشركة، وأن يكون هذا الاستعمال لازماً لدرء هذا الخطر.
- ٥- ربط المشرع الأمريكي استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي بقاعدة العمل التجاري المستقل والتي بناء عليها تتحدد مسؤولية مجلس الإدارة في إدارة الشركة. وتأتي هذه القاعدة ترتيباً لفكرة مهمة جداً وهي سمو مجلس الإدارة أي أن مجلس الإدارة مختص في اتخاذ القرارات الحاسمة والمصيرية في الشركة بالإضافة إلى أعمال الإدارة اليومية التي تترتب وفقاً لمفهوم فصل الملكية عن الإدارة.

#### المطلب الثاني: أنواع التدابير الاحترازية

تتنوع التدابير الاحترازية بحسب توقيت العرض الهجومي. فإذا كانت سابقة على تقديم العرض فبعض التشريعات تميزها شريطة موافقة الجمعية العامة للمساهمين. وإذا كانت لاحقة فتمنع على مجلس الإدارة اتخاذها.

#### الفرع الأول: التدابير الاحترازية السابقة على تقديم العرض

وتكون هذه التدابير متفكراً عليها بين المساهمين ومجلس الإدارة من أجل حماية الشركة وتحصينها ضد العروض الهجومية المفاجئة. وتنقسم بدورها لعدد من التدابير كالتالي:

- ١- تغير أعضاء مجلس الإدارة بشكل تدريجي: وهنا يتم تقسيم أعضاء مجلس الإدارة إلى ثلاث مجموعات ويتم تعيين كل مجموعة بشكل سنوي من خلال الجمعية العامة للمساهمين. فيكون الناتج أن لكل مجموعة أن تدير الشركة خلال كل عام وهنا يرتبط مجلس الإدارة مع الشركة من خلال عقد لمدة ثلاث سنوات (Koppes, Ganske and Haag, 1999). وتكمن العلة في استخدام هذا التدبير الاحترازي أنه يعطل مقدم العرض في حال تمكنه من السيطرة والاستحواذ على الشركة من خلال حقوق التصويت من تعطيل مجلس الإدارة بالكامل. وبسبب ذلك فإنه يفقد السيطرة على مجلس الإدارة وفرض إستراتيجياته على الشركة (Ruback, 1988).

٢- الحبوب السامة: وهذا النوع من التدابير يكون من خلال قيام مجلس الإدارة بتقديم ضمان للمساهمين بإعادة شراء الأسهم بأقل من القيمة السوقية حين حدوث عرض استحواذ هجومي على الشركة الهدف (Seretakis, 2012). والهدف من هذا الأسلوب هو إعطاء مجلس الإدارة قدرة تفاوضية في مواجهة العارض الهجومي (Suzann, Robert and David, 1987). وكذلك، فإنه يقوم بنشيت حصص المستحوذ الهجومي وإضعافها (Lowry, 1992).

٣- إصدار أسهم ممتازة: تعرف الأسهم الممتازة بأنها طائفة من الأسهم تحوّل لصاحبها حقوقاً إضافية في التصويت والأرباح وناتج التصفية ولكونها استثناء على مبدأ المساواة بين المساهمين فتحتاج للنص عليها في عقد تأسيس الشركة (الملحم، ٢٠١٥م). وبإصدارها يتمتع حملتها من المساهمين ومجلس الإدارة بناء على تفويض من عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي بجواز استخدام مجلس الإدارة لهذه الطائفة من الأسهم كتدابير احترازية ضد العروض الهجومية (السالوس، ٢٠١٠م). بشرط أن يتم تقديم هذه الأسهم لمساهمين يتمتعون بالولاء للشركة (الشحومي، ٢٠١٥م). ومن مميزات هذه الطائفة من الأسهم أنها تحوّل حاملها ميزة التصويت المزدوج حيث يقوم المستحوذ الهجومي بالسيطرة على الأسهم العادية بينما يحتفظ هؤلاء بأسهمهم الممتازة في مواجهته فيحتفظون بالسيطرة في مقابلته (Seretakis, 2012). وهذا من شأنها عدم قدرة العارض الهجومي حال تمام استحواذه من تنفيذ إستراتيجياته وعرقلة تنفيذها بسبب ما لهذه الأسهم الممتازة من سيطرة مضافة على الشركة (Bebchuk and Cohen, 2005).

٤- تأسيس شركة قابضة: تعرف الشركة القابضة بأنها شركة تملك أسهمها في عدة شركات أخرى تسمى بالشركات التابعة بالقدر الذي تخولها السيطرة عليها وتولي إدارتها (الشرقاوي، ١٩٨٠م). وتسعى الشركة القابضة لسيطرتها نفوذها القانوني والاقتصادي على شركاتها التابعة (المصري، ١٩٨١م). وذلك يكمن من خلال أن لهذه

تحويل ديون الشركة لأسهم فإنه يتعين على مجلس الإدارة أن يقوم بطرحه على المساهمين أولاً تطبيقاً لمبدأ أولوية المساهمين في شراء الأسهم. وهو ذاته سبباً على زيادة رأس مال الشركة مما يحتاج بدوره إلى انعقاد جمعية عامة غير عادية. أما بالنسبة لإصدار الشركة لأسهم الخزينة فتعرف بأنها تلك الأسهم التي تطرحها الشركة في السوق لتعيد شراءها مجدداً (Kotler, 1952). ويترب على عملية شراء الشركة لأسهم الخزينة التي قامت بإصدارها من السوق بأن يجعل من سعر السهم مرتفعاً (Yallapragada, 2014).

٣- إصدار أسهم لمستحوذ صديق: وتسمى بعملية الفارس الأبيض أيضاً وتتم من خلال إصدار أسهم لمستحوذ صديق ينافس بدوره العارض الهجومي حيث سبق للمستحوذ الصديق بالاستحواذ على حصة تتراوح ما بين ٢٥-٣٠٪ من أسهم الشركة (Koppes, Ganske and Haag, 1999). ويتصور أن يكون هذا النوع من الاستحواذ رضائي من حيث الاعتبار القانوني لأنها تمت بالترتيب والتنسيق مع مجلس إدارة الشركة الهدف.

٤- بيع أصول جوهرية في الشركة: وتكون هذه العملية أحد أهم التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي. وذلك من خلال أن يقوم مجلس الإدارة ببيع أصل مهم من أصول الشركة لم يكن العارض الهجومي ليقدم عرضه لولا هذا الأصل بهدف أن يجعل من تكلفة صفقة الاستحواذ باهظة القيمة عليه (MacKinnon, 2002). وفي حالة إكمال العارض الهجومي لعملية استحواده فإنه سيصيب سعر السهم حالة انخفاض بسبب عدم وجود الأصل الذي يعكس قيمة عالية داخل الشركة (Cupta, 2010).

٥- الاستحواذ المعاكس: ويقصد به أن تقوم الشركة الهدف بتقديم عرض استحواذ معاكس للاستحواذ على الشركة العارضة هجوماً ومن ثم فرض سيطرتها على هذه الأخيرة (Gorzala, 2010). ويتميز هذا النوع من التدابير الاحترازية أنه يكون موازياً للعرض الهجومي فهو لا يتصور إلا أن يكون عرضاً هجوماً من قبل الشركة الهدف على الشركة العارضة.

الشركة القابضة من القدرة والنفوذ الاقتصادي والقانوني الذي تستطيع مجابهة العارض الهجومي حال تقديم هذا الأخير عرضاً هجوماً على الشركة التابعة. وتقل فرصة العارض الهجومي في السيطرة كلما زادت نسبة استحواد الشركة القابضة (الشحومي، ٢٠١٥م).

### الفرع الثاني: التدابير الاحترازية اللاحقة على تقديم العرض

لقد اختلفت التشريعات في موقفها على هذه التدابير. فالمرشع البريطاني ومعه الكويتي يمنعا، إذ إن الشرط يكمن في وجوب أن تكون التدابير الاحترازية قبل تقديم العرض. أما التدابير الاحترازية اللاحقة فتم منعها مطلقاً على مجلس الإدارة لدى هذه التشريعات. أما المرشع الأمريكي فقد اتخذ موقفاً مغايراً من خلال ربط هذه التدابير الاحترازية بقاعدة العمل التجاري المستقل والقرار التجاري العادل من جهة. ومن جهة أخرى اشترط في التدابير الاحترازية أن تكون لازمة لدرء خطر عرض هجومي. وبدورها تنقسم هذه التدابير لعدة أنواع:

١- التقاضي: يعتبر التقاضي أحد أهم التدابير الاحترازية اللاحقة على تقديم العرض الهجومي. ويعرف بأنه تلك الدعاوى التي تقوم الأطراف المعنية بالعرض بتحريكها من أجل تأخير أو عرقلة عملية الاستحواذ الهجومي (Mukwiri, 2013). وهو ما يدفع بمقدم العرض إلى رفع قيمة عرضه تجنباً لأية مشاكل أو تأخيرات ستطرأ بسبب الدعاوى المرفوعة (Jarrell, 1985).

٢- إعادة هيكلة الشركة: وهو أحد التدابير اللاحقة على تقديم العرض يتم من خلاله رفع دين الشركة أو شرائها لأسهم الخزينة. وهو ما يجبر العارض الهجومي على رفع تمويل عرضه وزيادته بسبب التكاليف الباهظة المترتبة على رفع الدين (Brunner, 1985). وكذا الأمر بالنسبة لتحويل ديون الشركة إلى أسهم وهو الأمر الذي سيبتج عنه زيادة القدرة المالية للشركة في مواجهة عرض الاستحواذ الهجومي (الشحومي، ٢٠١٥م). وتلعب فكرة زيادة الدين دوراً مهماً في التدابير الاحترازية وهو أن العارض الهجومي سيلجأ إلى تمويل أكبر مما سيرفع تكلفة الاستحواذ عليه. أما مسألة

١٩٥٠م مكوناً من كبار المختصين من المستشارين في البنوك البريطانية والمساهمين المؤسساتيين (Armour and Skeel, 2007). كما نظم المشرع البريطاني القواعد الحاكمة لعرض الاستحواذ الهجومي من خلال تقنين المدينة عام ١٩٥٨م. خاصة في المادة ٢١ والمادة ٣١ منه. الجدير بالذكر أن المشرع البريطاني قد نقل تأثيره إلى المشرع الأوروبي في هذا الصدد ليتبنى هذا الأخير أحكام التشريع البريطاني الخاصة في عرض الاستحواذ الهجومي (Habersack, 2018).

وتهدف الاتفاقية الأوروبية بشأن الاستحواذ والاندماج إلى هدفين رئيسيين بشكل عام، أولهما أنها تسعى إلى تنظيم العلاقة فيما بين مجلس إدارة الشركة الهدف ومساهميها من جهة. ومن جهة أخرى تسعى إلى تنظيم العلاقة فيما بين الشركة العارضة ومساهمي الشركة الهدف (Payne, 2011). وتنص هذه الاتفاقية على مجموعة من القواعد الإلزامية والتي يتعين على الدول الأعضاء الالتزام بها. وتلك القواعد تنفرد لتشمل عرض الاستحواذ الإلزامي<sup>(٥)</sup>، تخارج وإخراج أقلية المساهمين في الشركات المدرجة<sup>(٦)</sup>. بينما تنص على مسألتين اختياريتين وليست إلزاميتين على الدول الأعضاء وهي القواعد المنظمة بشأن حياد مجلس الإدارة وقاعدة إبطال أثر الالتزامات العقدية فيما بين مساهمي الشركة الهدف ومجلس إدارة الشركة الهدف ذاته والتي تنص على منع تحويل الأسهم وحقوق التصويت إذا كان العرض قد قدم ولم يتم البت فيه من قبل المساهمين (Papadopoulos, 2008). وعلى ذلك،

(٥) يعرف عرض الاستحواذ الإلزامي - والتي تنص على من يفرض سيطرته على الشركة المدرجة من خلال عمليات الاستحواذ - بأن يقدم عرضاً إجبارياً بنفس سعر الشراء لبقية المساهمين في الشركة حماية للأقلية وتوفيراً لحق الخروج. وتقدر نسبة ٣٠٪ عادة بأنها حصة سيطرة في غالبية الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي. للمزيد انظر (Schuster, 2019).

(٦) يعرف حق تخارج الأقلية بأنه ذلك الحق الذي تملكه أقلية المساهمين الذي لا يتجاوز نسبتهم ١٠٪ في أن يقدموا طلباً للمستحوذ المسيطر على ٩٠٪ بأن يشتري حصصهم جبراً عنه وبسعر الشراء، بينما حق إخراج الأقلية فهو حق المستحوذ الذي أكمل حصة استحواذ ٩٠٪ أن يقوم بطرد الأقلية والتي تمثل ١٠٪ جبراً عنهم من خلال شراء حصصهم المتبقية. للمزيد في هذا الشأن انظر (Forde, 1984).

### المبحث الثالث:

#### موقف المشرع البريطاني وأسبابه

ولعل من أبرز وأهم أسباب التي دفعت المشرع البريطاني لمنع استعمال التدابير الاحترازية هو تسهيل عمليات الاستحواذ فيما بين الدول الأعضاء توصلاً إلى تحقيق التكامل والتعاون الاقتصادي وتعزيز المنافسة وإنشاء السوق المشتركة حيث ارتأى المشرعون الأوروبيون أنه الحل الأمثل تأثراً بالنسخة القديمة من تقنين المدينة البريطاني لعام ١٩٥٨م<sup>(٤)</sup>. وعلى أية حال، فنظرية حياد مجلس الإدارة كما عبرت عنها الاتفاقية الأوروبية ووصفها تقنين المدينة البريطاني في القاعدة ٢١ بقاعدة القيد على تصرفات مجلس الإدارة بأنه يجب على مجلس الإدارة التزام الحياد الكامل في شأن عروض الاستحواذ المقدمة وأن من يقرر مصير العرض هم المساهمون مع كفالة حق الأخيرين بالاطلاع على كامل المعلومات المهمة بخصوص العروض المقدمة كما تم النص عليه في الاتفاقية.

#### المطلب الأول: موقف المشرع البريطاني

إن منع مجلس الإدارة من استعمال أية تدابير احترازية ضد العرض الهجومي يعد تطبيقاً لقاعدة الحياد التي نصت عليها الاتفاقية الأوروبية بشأن الاستحواذ عام ٢٠٠٤م. إلا أن هذا لا يعني أن مجلس الإدارة ليس له أي دور البتة في شأن العروض المقدمة له. بل على العكس له القيام بواجب الاستشارة. ولكن تنبغي الإشارة هنا إلى أن القاعدة من حيث كونها أصلاً في الحياد، فإنه بإمكان مجلس الإدارة أن يتعدى لاستخدام بعض التدابير الاحترازية ضد هذه العروض. فالمنع مقصور على حالة تقديم العرض وبالتالي يجوز الاتفاق على التدابير الاحترازية بشكل ابتدائي مع المساهمين.

#### الفرع الأول: الإطار التشريعي البريطاني المنظم لعروض الاستحواذ الهجومي

لقد أنشأ المشرع البريطاني جهازاً مختصاً بتنظيم عمليات الاستحواذ يسمى بمجلس المدينة، وهو جهاز تم إنشاؤه في عام

(4) The High Level Group of Company law Experts on Issues Relating to Takeover Bids' (2002) (The Winter Report).

٢- اختصاص الجمعية العامة في الأمور المهمة والمصيرية: تختص الجمعية العامة للمساهمين بحسب الأصل في الفصل في الأمور المهمة والمصيرية المتعلقة بالشركة (رضوان، ١٩٨٨م). ومن هذه القرارات على سبيل المثال الموافقة على مشروع الاندماج، والقرارات المتعلقة بزيادة رأس مال الشركة أو تخفيضه، وتعيين مجلس الإدارة ذاته. وقد تبني المشرع البريطاني في هذا الصدد ما يميز أن القرارات الخاصة المتعلقة باستعمال التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومية هي قرارات تثبت للجمعية العامة وحدها. وعلى ذلك لا يختص مجلس الإدارة باستعمالها دون إذن من الجمعية العامة لأن المشرع البريطاني لا يعتبرها من قبيل أعمال الإدارة اليومية. بل من قبيل القرارات الحاسمة والمصيرية.

الفرع الثالث: الاستثناءات التي تميز استعمال التدابير

الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومية

كما أوردنا أعلاه، فإن الحظر في سبيل استعمال التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومية هو حظر غير مطلق. فالقاعدة التي لا ترد عليها استثناءات هي قاعدة جامدة غير عملية. وتظهر الاستثناءات جلية في وجوب أن يكون استعمال التدابير الاحترازية سابقاً على تقديم العرض، وبموافقة من الجمعية العامة للمساهمين كما نصت عليه المادة ٢١ من تقنين المدينة. ويتضح ذلك من خلال التفصيل التالي:

١- وجوب أن يكون استعمال التدابير الاحترازية سابقاً على تقديم العرض: لقد تبني المشرع البريطاني حالة استعمال التدابير الاحترازية السابقة على تقديم العرض. وتعني هذه التدابير التي يكون متفقاً عليها فيما بين المساهمين ومجلس الإدارة من أجل تحصين الشركة مسبقاً ضد أي عرض استحواذ هجومي مفاجئ. وقد أجاز المشرع البريطاني استعمال هذه التدابير الاحترازية كغير مجلس الإدارة بشكل تدريجي أو إصدار أسهم ممتازة أو إنشاء شركة قابضة.

يوصف نظام الاستحواذ البريطاني والأوروبي على حد سواء بأنه متركز على المساهمين من حيث تقرير مصير عرض الاستحواذ (Payne, 2011).

الفرع الثاني: عدم جواز استعمال التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومية

يشار إلى الحظر الوارد في استعمال التدابير الاحترازية من قبل مجلس الإدارة ضد عرض الاستحواذ الهجومية في المملكة المتحدة كما أسأها تقنين المدينة بقاعدة عدم جواز إحباط فرصة المساهمين في تقرير مصير العرض. لكن وإن كان الأصل هو عدم جواز إحباط مجلس الإدارة من خلال استعمال التدابير الاحترازية. إلا أن هذا الحظر مشروط بشرطين كما نصت عليه المادة ٢١. فأولاً يشترط ألا يكون استعمال التدابير الاحترازية بعد تقديم العرض وألا يكون ومن دون موافقة مسبقة من قبل الجمعية العامة.

وفي نظرنا، أنه يتنازع في هذه المسألة نظريتان تسييران في اتجاه معاكس. أولاهما وهي نظرية فصل الملكية عن الإدارة وثانيها كون الجمعية العامة صاحبة الاختصاص الأصلي في تسيير شؤون الشركة الحاسمة والمهمة وسوف نفصل في المسألتين كما يلي:

١- تعني نظرية فصل الملكية عن الإدارة أن تثبت ملكية المساهمين للشركة والأوراق المالية فيها، بينما تفصل الإدارة عنهم وتثبت لجهاز فني مختص وهو مجلس الإدارة. ويحقق هذا المبدأ ميزتين بالنسبة للشركة، أولاهما أن الإدارة تثبت لمختصين في مجال التجارة والأعمال والاستثمار فقد لا يكون المساهمون على قدر من الخبرة الإدارية. فيستفيد المساهمون في هذه الحالة من ترك الإدارة لهذا الجهاز. وثانيها أن مجلس الإدارة هنا يستفيد من حيث إنه يتقاضى مكافآت من الشركة بناء على الأرباح التي تحققها الشركة. وبالتالي فإن عدم نجاح الشركة بالضرورة يعني أن يتحمل مجلس الإدارة هذه المخاطر (Jensen and Fama, 1983).

للجمعية العامة للمساهمين في هذا الشأن. فإن مثل هذا النظام يوصف بنظام سمو المساهمة وتعظيم رأس المال. والهدف من هذا التوجه، هو أن الهدف من إدارة الشركة هو تعظيم أرباح المساهمين (Keay and Adamopoulou, 2012). ويبدو ذلك واضحاً من حيث إن القرار يترك للجمعية العامة للمساهمين، وحتى في سبيل استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي فيحتاج مجلس الإدارة موافقة مسبقة من قبل الجمعية العامة شريطة أن تكون الموافقة قبل تقديم العرض الهجومي. وبالتالي، فإن الجمعية العامة للمساهمين ستراعي في هذا السبيل مصلحة الأغلبية وتتخذ القرارات الاستثنائية في المقام الأول وفقاً لما يعظم أرباحهم واستثماراتهم. وتعتمد نظرية سمو المساهمة على جملة من الأسباب سنوردها فيما يلي:

١- نظرية الوكالة: إن مجلس الإدارة يدير الشركة ويقوم بالتصرفات التجارية والاستثنائية بوصفه وكيلًا عن المساهمين. ويوصف المساهمون بأنهم الملاك للشركة ويدير مجلس الإدارة أموالهم واستثماراتهم نيابة عنهم. الأمر الذي يعود بالنفع على كل من المساهمين والإدارة حيث تعظم أرباح الملاك ويستفيد مجلس الإدارة من المكافآت في المقابل نظير أعمالهم في تعظيم الأرباح (Fama, 1980). وتقوم الجمعية العامة بدورها في مراقبة ومحاسبة مجلس الإدارة عن التصرفات (Matheson and Olson, 1992). وتظهر هذه الفكرة بجلاء من خلال تعيين الجمعية العامة للمساهمين لمجلس الإدارة حتى يدير أموالهم نيابة عنهم (Jones, 1980).

٢- نظرية المدعين المتبقين: وتقوم هذه الفكرة تأسيساً على أن مجلس الإدارة يجب عليه أن يعمل لمصلحة المساهمين وتعظيم أرباحهم، حيث إن الشركة إذا مرت بأزمات مالية فإن الجميع سيستفيد ما عدا المساهمين، وذلك من خلال التزاماتهم العقدية في مواجهة الشركة وعلى ذلك فيجب أن تسمو مصلحة المساهمين فوق أي اعتبار (Weide, 1996). وتكاد تكون هذه الحجة هي أرجح ما يتمسك به هذا الاتجاه المناادي بضرورة أن يكون نشاط الشركة موجهاً لمصلحة المساهمين وتعظيم ثروتهم (Easterbrook and Fischel, 1991).

٢- وجوب أن يتم استعمال التدابير الاحترازية بموافقة مسبقة من الجمعية العامة: وتنطلق هذه الإجازة من فكرة أن الجمعية العامة هي المختصة باتخاذ القرارات المصيرية للشركة. حيث إن استعمال هذه التدابير من غير توفر هذه الشروط يقيم مسؤولية مجلس الإدارة في مواجهة المساهمين ويترتب عليه إحباط فرصتهم في تقرير مصير عرض الاستحواذ الهجومي. فقد يرغب المساهم في البيع اعتماداً على فروق الأسعار خصوصاً وأن جزءاً كبيراً من الجمعية العامة هم من قبيل المساهمين الاعتباريين كصناديق الاستثمار الجماعي (حلمي، ٢٠١٠م).

#### المطلب الثاني: أسباب المشرع البريطاني

تتنوع الأسباب في هذا الصدد لاعتناق المشرع البريطاني لفكرة منع مجلس الإدارة من استعمال وتوظيف التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي. أول هذه الأسباب هو اعتماد المشرع البريطاني على نظرية سمو المساهمة من جهة حيث يخضع قرار الموافقة على البيع من عدمه بالنسبة للجمعية العامة للمساهمين. ثانياً: فإن هذه الفكرة تضمن عدم تنازع المصالح من قبل مجلس الإدارة، فهو ممنوع من استعمال التدابير الاحترازية لأغراض تخرج عن مصلحة الشركة (Kershaw, 2007). ثالثاً: إن في قاعدة منع مجلس الإدارة من توظيف التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي تسهيل لعملية إعادة هيكلة الشركات المتعثرة حيث يكون بيد الجمعية العامة القرار في شأن عرض الاستحواذ الهجومي ومن ثم فإن هي ارتأت أن وضعها الاقتصادي بحاجة لقبول العرض فإنها ستقبله. رابعاً: إن في هذه القاعدة هي تسهيل لإنشاء السوق الأوروبية المشتركة (Davies, Schuster and De Ghelcke, 2010).

#### الفرع الأول: نظرية سمو المساهمة

عظماً على ما تقدم، ولما كان المشرع البريطاني قد غل يد مجلس الإدارة عن توظيف التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي قاصداً من ذلك إبقاء كلمة الفصل

- ٣- مفهوم الإنتاجية: وفقاً لهذا التصور، فإنه يتعين على مجلس الإدارة حتى يرفع ويزيد من إنتاجية الشركة أن يعمل لمصلحة المساهمين حيث إن المساهمين يملكون الحافز الأكبر لمراقبة عمل مجلس الإدارة خوفاً من تبديد أموالهم. وهذا الأمر سيجعل مجلس الإدارة متخوفاً من المحاسبة وبالتالي سيعمل على رفع إنتاجية الشركة من خلال اتخاذ أفضل القرارات الاستشارية لمصلحة المساهمين. كما وأن مجلس الإدارة يعمل وفقاً لواجبات الائتمانية والتي قررها القانون لمصلحة المساهمين (Keay, 2010).
- ٢- لقد قرر المشرع البريطاني واجب الولاء وبذل العناية اللازمة لمصلحة الشركة. وهذا يستلزم عدم العمل وفقاً لتعارض المصالح، وأن يكون الهدف من وراء اتخاذ القرارات الاستشارية هو مصلحة الشركة. ومن باب أولى، فإذا حظر المشرع عملاً معيناً، يستلزم معه أن يمتنع مجلس الإدارة عن القيام بهذا العمل وهو استعمال التدابير الاحترازية.
- ٣- لقد قدر المشرع البريطاني في خلدته أن عملية الاستحواذ الهجومي ستكون مكلفة بالنسبة للعارض الهجومي. وكما يعبر الفقه في هذا الصدد، فالعارض هو من يتحمل تكلفة ومخاطر أية عملية استحواذ (Athanasios, 2008). وعلى ذلك، فالعارض الهجومي ليس على استعداد في سبيل تحمل مخاطر عملية الاستحواذ الهجومي وتكلفتها في مقابل أن يبقى على ذات مجلس الإدارة الذي يبقى في مركز خطر تخوفاً من تغييره (Budenov, 2016).

### الفرع الثاني: عدم تنازع المصالح

لقد وضع المشرع البريطاني من خلال فرض الحظر على مجلس الإدارة من توظيف أية تدابير احترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي قرينة مفترضة في مجلس الإدارة أنه سيسعى من خلال هذا الاستعمال لدرء عرض الاستحواذ ومن ثم الحفاظ على منصبه (Crossan, 2011). ويتضح ذلك من خلال تحليل معين من أن العارض الهجومي لم يكن على وفاق ابتداء مع مجلس الإدارة ومن ثم فإنه في حال نجاح عرض الاستحواذ الهجومي وسيطرته من ثم على الجمعية العامة فإنه سيقوم بتغيير مجلس الإدارة. الجدير بالذكر، أن المشرع البريطاني قد فرض واجب عدم تنازع المصالح في قانون الشركات عام ٢٠٠٦م المادة ١٧٥ منه على هذا الالتزام من قبل مجلس الإدارة<sup>(٧)</sup>. ويرتبط تنازع المصالح في التدابير الاحترازية من خلال منع المشرع البريطاني مجلس الإدارة من أن:

- ١- تقوم مسؤولية مجلس الإدارة أمام المساهمين في حال إحباط فرصة تقرير المساهمين لمصير عرض الاستحواذ الهجومي من خلال التدابير الاحترازية ودونها إذن مسبق من الجمعية العامة. خاصة إذا اقترنت التدابير الاحترازية بتعارض المصالح كأن يسعى مجلس الإدارة للحفاظ على منصبه ومكافآته على حساب مصلحة الشركة.
- ٢- إن استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي قد يؤخر من عملية البت في صفقة الاستحواذ ذاتها من جهة. أو يجعلها أكثر غلاء بالنسبة للعارض الهجومي مما يجعله يعرض عنها نتيجة لارتفاع التكلفة الهجومي (Corelli, 2016). أو أن استعمال التدابير الاحترازية في حد ذاته قد يكون مكلف بالنسبة للشركة الهدف.

(7) UK Company Act 2006 section 175.

استعمال التدابير الاحترازية على هذا النحو من شأنه تعزيز المنافسة في الاتحاد الأوروبي. وهذا ما تبناه المشرع البريطاني بشأن قاعدة الحياد. ولتوضيح ذلك، فإن عمليات الاستحواذ والاندماج يقصد بها تركيز رؤوس الأموال وإنتاج كيانات اقتصادية ضخمة وهذا من شأنه الميلان أكثر نحو اتجاه احتكار وسائل الإنتاج لدى كيانات ضخمة جداً. ولكن، المنافسة العالية في السوق تستلزم تدفق المعلومات فيه. وهو ما يستلزم قلة التكلفة في مراقبة عمل مجلس الإدارة نتيجة لتدفق المعلومات سلفاً. فيكون استعمال الدفاعات بهذه الطريقة من خلال إذن الجمعية العامة وفقاً لتدفق المعلومات معززاً للمنافسة على الشركة الهدف (Cremers, Nair and Peyer, 2008).

**المطلب الثالث: مسؤولية مجلس الإدارة كما تبناها المشرع البريطاني وتوجهات القضاء البريطاني**

لمجلس الإدارة دور مهم جداً في عمليات الاستحواذ الهجومي. فيجب عليه أن يمتنع عن استعمال أية تدابير من شأنها إعاقة فرصة المساهمين في سبيل تحديد مصير العرض. ويطراً على هذا الأصل العام كما تمت الإشارة إليه استثناء مهم وهو جواز استعمال التدابير الاحترازية مقيد بقيدين وهما موافقة الجمعية العامة على هذا الاستعمال للتدابير وأن تكون الموافقة سابقة على تقديم العرض الهجومي المفاجئ. إلا أن مجلس الإدارة في هذا الصدد يتعين عليه واجب مهم وهو واجب تقديم الاستشارة للمساهمين. ويرتبط هذا الواجب بالواجبات الائتمانية المنصوص عليها في قانون الشركات البريطاني عام ٢٠٠٦م. وللقضاء البريطاني توجهات في صدد تقييم واجب الاستشارة.

ويقتضي التنويه أنه لا تقوم مسؤولية مجلس الإدارة حال توظيف التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي في حالة كان توظيف التدابير سابقاً على تقديم العرض، وبإجازة من المساهمين أنفسهم. ويعود السبب في أن قرار تحديد مصير العرض إنما هو نابع من المساهمين أنفسهم. وعلى ذلك لا تقوم مسؤولية مجلس الإدارة في مثل هذه الأحوال إذا كان قد اكتسب إجازة من المساهمين في الجمعية العامة

٣- ترك القول الفصل بالنسبة لعروض الاستحواذ الهجومية بيد الجمعية العامة للمساهمين من شأنه سرعة اتخاذ قرار استشاري إما بالبيع أو البقاء في الشركة بالنسبة لأفراد المساهمين. الأمر الذي يترتب معه سرعة في عملية إعادة هيكلة الشركة ورأس مالها.

### الفرع الرابع: إنشاء السوق الأوروبية المشتركة

تعتبر اتفاقية الاستحواذ والاندماج الأوروبية إحدى أساسيات ومقومات إنشاء السوق الأوروبية المشتركة. وفي سبيل تحقيق التعاون مع الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبياً فقد ظهرت قاعدة الحياد من أجل إنشاء السوق الأوروبية المشتركة. وتعرف السوق الأوروبية المشتركة بأنها سوق موحدة فيما يخص البضائع، والخدمات، ورؤوس الأموال والأشخاص كما نصت عليها في اتفاقية روما عام ١٩٥٧م (Knudsen, 2005). ويتضح الدور الخاص لقاعدة الحياد بإنشاء السوق الأوروبية المشتركة كالتالي:

١- إن السوق الأوروبية المشتركة تهدف إلى تحقيق التعاون الاقتصادي فيما بين الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي. وللاستحواذ العابر للحدود دور مهم في هذا الصدد. فالاستحواذ العابر للحدود يحدث في حالة كان العارض شركة مدرجة في سوق في دولة تختلف عن الشركة الهدف (Ryngaert, 2007). فقد يقوم العارض بعملية الاستحواذ بشكل رضائي مع مجلس الإدارة أو قد يقوم به بشكل هجومي. ففي حالة كون العارض الهجومي مدرجاً في دولة تختلف عن الشركة الهدف فيوصف الاستحواذ هنا بأنه عرض استحواذ هجومي عابر للحدود. واستعمال التدابير الاحترازية في هذا المقام من شأنه أن يعيق العرض أو قد يجعل العارض الهجومي يعرض عنه. وهو ما لا يتلاءم مع إنشاء السوق الأوروبية المشتركة خاصة فيما يخص جزئية انتقال رؤوس الأموال.

٢- إن قاعدة الحياد تستلزم من حيث التطبيق الصحيح موافقة الجمعية العامة للمساهمين وقبل تقديم العرض بشأن استعمال التدابير الاحترازية. وفي هذا الصدد، فإن

فإن تقديم الاستشارة في هذا الصدد للجمعية العامة سيكون حاسماً بالنسبة لهم.

٤- ونظراً لما ترتبط به الاستشارة من مجموعة نتائج مهمة، فإنه من المتصور أن يجد مجلس الإدارة صعوبة في عدم التوصية بقبول العرض ذي القيمة العالية (Sappideen, 1987)، وذلك أن المساهمين إنما ينصب تركيزهم على ارتفاع العائد من بيع السهم وتداوله.

#### الفرع الثاني: الواجبات الائتمانية المتعلقة

لقد انتبه المشرع البريطاني إلى خطورة الدور الذي يقوم به مجلس الإدارة من خلال الواجب الاستشاري في النصح لجموع المساهمين في سبيل اتخاذ قرار استثماري في البيع من عدمه. خصوصاً أن الدراسات العملية أثبتت فعلاً أهمية هذا الدور من حيث الناحية الواقعية من حيث تحديد مصير العرض الهجومي (Noel and Pauline, 1999). فوفقاً لتقرير (وينتر) والذي أشار إلى أن مجلس الإدارة وما يمتلكه من خبرة في الإدارة الإستراتيجية للشركة يعد أفضل جهاز استشاري بالنسبة للمساهمين<sup>(٩)</sup>. وعلى ذلك، فإن مجلس الإدارة يمتلك القوة غير المباشرة في تحديد مصير العرض الهجومي بالنسبة للمساهمين من خلال تلك الاستشارات والتوصيات (Tsagas, 2014). ومن ثم، فقد ربط المشرع البريطاني هذا الدور الخطير لمجلس الإدارة حتى يمنع الانحراف فيه من قبل مجلس الإدارة بمجموعة من الواجبات الائتمانية ضبطاً للاستشارة المقدمة لجموع المساهمين. ويتضح ذلك من خلال التالي:

- ١- واجب مراعاة نجاح الشركة ككل: ولقد نص عليه المشرع البريطاني في عجز المادة ١٧٢ من قانون الشركات البريطاني. ويرتبط هذا الواجب من خلال أن الاستشارة المقدمة للمساهمين سوف تحدد وبشكل جلي مسار العرض الهجومي كما تم بيانه.
- ٢- واجب الإدارة في شأن بذل الاستشارة بالنسبة للمساهمين يتحدد وفقاً للظروف والمعطيات. بمعنى آخر، هو واجب ببذل العناية اللازمة وليس تحقيق

(Stokka, 1981). وقد حكم القضاء البريطاني في هذا المنحى في واقعة (بامفورد)<sup>(٨)</sup>، حيث قرر عدم مسؤولية مجلس الإدارة عن التدابير الاحترازية التي اتخذها لصد العروض الهجومية بموافقة من المساهمين.

#### الفرع الأول: الدور الاستشاري لمجلس الإدارة

إن الدور الاستشاري لمجلس الإدارة مهم جداً في تحديد مصير العرض. وعلى ذلك، فإن لمجلس الإدارة القوة غير المباشرة في صد العروض من خلال التوصيات للمساهمين برفضها (Tsagas, 1984). وترتبط هذه الاستشارات بنجاح الشركة من عدمه. ويتضح ذلك من خلال التالي:

- ١- إن للاستشارات المقدمة من مجلس الإدارة دور مهم في تحديد مسار استثمارات الشركة على المدى القصير أو البعيد. وتعني الاستثمارات قصيرة الأجل التركيز المبالغ به من قبل المستثمرين على الربح في المدى القصير وعدم الاكتراث لإستراتيجية الشركة بعيدة الأجل (Sappideen, 2014). وكتيجة لذلك، فإنه يترتب على هذه الاستثمارات قصيرة الأجل انخفاض في معدلات كفاءة السوق، انخفاض في عوائد الاستثمارات، وانخفاض في كفاءة لوائح حوكمة الشركات (Sappideen, 2014).
- ٢- ونظراً لاعتماد كفاءة السوق على كفاءة الشركات. فإن مفهوم الكفاءة في هذا الصدد يعني الانعكاس الصحيح للأوراق المالية من حيث القيمة الفعلية بناء على توافر المعلومات من قبل المضاربين فيه (Fischel, 1998). وتقوم عناصر الكفاءة على ثلاث فرضيات مرتبطة بأداء المضاربين وسلوكهم، وتوقعاتهم بالنسبة لأسعار الأوراق المالية، وحركة الأسعار بناء على انتقال المعلومات اللحظي بين المضاربين (Sappideen, 1987).
- ٣- ونظراً لارتباط الاستشارة من قبل مجلس الإدارة بكفاءة السوق من حيث انعكاس القيمة الفعلية للأوراق المالية ومدى تطابق العرض مع قيمة أعلى من القيمة السوقية.

(9) Report of the High Level Group of Company Law Experts at 20.

(8) Bamford v Bamford [1970] Ch. 212.

للمساهمين لن تكون وفقاً لما هو حقيقي بها يعكس القيمة الفعلية للأوراق المالية، وعلى ذلك فإن مجلس الإدارة سيلعب دوراً محورياً في تقديم الاستشارة في هذا الصدد (Grossman and Hart, 1980).

٥- يرتبط واجب مجلس الإدارة بتقديم الاستشارة للمساهمين بواجب بذل العناية اللازمة في إدارة الشركة واتخاذ قراراتها. وقد نص المشرع البريطاني على هذا الالتزام في المادة ١٧٤ من قانون الشركات البريطاني عام ٢٠٠٦م. ولهذا الالتزام عنصران مهمان وهما: وفقاً لمعيار الرجل الحريص اليقظ في ذات الظروف، بالإضافة إلى معيار الإدارة الحريصة. وعلى ذلك، فيتوجب على مجلس الإدارة بذل الاستشارة وفقاً لما تقتضيه ظروف الحال وبما يملك من احترام في الإدارة بتقديم الاستشارة وفقاً لعناية الرجل الحريص.

#### الفرع الثالث: توجهات القضاء البريطاني

لقد قام المشرع البريطاني بربط الدور الاستشاري بالنسبة لمجلس الإدارة بمجموعة من الواجبات الائتمانية كما هو وارد في قانون الشركات البريطاني عام ٢٠٠٦م. إلا أن هذا الربط والتحديد لم يحسم المسألة في كيفية توجيه عمل مجلس الإدارة بالنسبة للدور الاستشاري المقدم منه أثناء فترة عرض الاستحواذ الهجومي. واختلفت التوجهات القضائية في هذا الصدد على توجيهين مهمين:

- ١- واقعة (داوسون)<sup>(١١)</sup>: وقد اجتهد فيها القضاء البريطاني في تحديد طبيعة الدور الاستشاري في محاولة ربطه بمجموعة من الاعتبارات لعل من أهمها التوصية بقبول عرض الاستحواذ الهجومي الأعلى في القيمة من حيث المنفعة الاقتصادية. وعليه ينقضي التزام مجلس الإدارة في تقديم الاستشارة على هذا النحو دوناً أدنى مسؤولية من قبله. ومن ثم فالقرار النهائي بيد المساهمين.
- ٢- واقعة (ري كومباني)<sup>(١٢)</sup>: وقد كان هناك عرضان مقدمان للشركة أحدهما من شركة مسيطر عليها من قبل أحد

نتيجة. بمعنى أنه لا يستلزم أن يتحقق أعلى معدل ربح بالنسبة لصفقة الاستحواذ بناء على الاستشارة المقدمة من قبل مجلس الإدارة للمساهمين (Okanigbuan, 2019).

٣- يرتبط واجب تقديم الاستشارة بشكل مباشر مع واجب عدم تنازع المصالح. وقد نص عليه المشرع البريطاني في قانون الشركات عام ٢٠٠٦م في المادة ١٧٥. ويتضح ذلك من خلال أن الاستشارة تلعب دوراً مهماً في تحديد مصير عرض الاستحواذ الهجومي. في مقابل أن مجلس الإدارة قد لا يرغب في دخول مستحوذ جديد لم يكن على وفاق معه ابتداء من خلال تقديم العرض الهجومي. وبالتالي، فقد يقوم المستحوذ الهجومي بتغيير مجلس الإدارة حال نجاحه في السيطرة على أغلبية الأسهم وحقوق التصويت. بينما مجلس الإدارة، إنما يرغب في الحفاظ على منصبه ومكافأته وتحقيق سياسة توسعية داخل الشركة الهدف ذاتها. ويحدث تنازع المصالح كنتيجة منطقية لمفهوم فصل الملكية عن الإدارة حيث قد يستغل الوكيل في هذه الحالة وهو مجلس الإدارة توافر المعلومات وتدفعها بشأن ثروة المساهمين وهم الملاك فيعمل لصالحه الشخصي في اتخاذ القرارات بالإبادة عنهم.

٤- يرتبط التزام مجلس الإدارة بتقديم واجب الاستشارة بواجب بذل التقدير المستقل بالنسبة للقرارات التجارية. وقد نص المشرع البريطاني على هذا الالتزام في المادة ١٧٣ من قانون الشركات البريطاني عام ٢٠٠٦م. وهو التزام طبيعي بما لمجلس الإدارة من توافر الخبرة المطلوبة والاحتراف في الإدارة في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وأي شرط يضيق من حرية مجلس الإدارة في هذا الصدد يعد قابلاً للإبطال (Roach, 2018). ويرتبط هذا الواجب بمبدأ حسن النية وأن تكون القرارات المتخذة في مصلحة الشركة<sup>(١٣)</sup>. وعلى ذلك، وفقاً لهذا التوجه، فإنه ينبغي على مجلس الإدارة تقديم الاستشارة اللازمة للمساهمين وفقاً لما يتمتع به من حرية في اتخاذ القرارات مراعيًا مصلحة الشركة ووفقاً لمبدأ حسن النية. خاصة في حالة عدم كفاءة السوق، فإن المعلومات المتوفرة

(11) Dawson International plc v Coats Paton plc and others (1989) BCLC 233.

(12) Rea Company (1986) BCLC 383.

(10) Fulham Football Club Ltd v Cabra Estates plc: CA 1994.

الخاصة لعروض الاستحواذ من خلال قانون الأوراق المالية عام ١٩٣٤م<sup>(١٣)</sup>. ثم أعقبه بتعديلات مهمة وردت في قانون ويليام عام ١٩٦٩م<sup>(١٤)</sup>. جدير بالذكر أن هذا القانون يضع الحد الأدنى من القواعد المنظمة للاستحواذ مثل وجوب الإفصاح من جهة ومبدأ التناسب في شراء الأسهم (Magnuson, 2009). وذلك من أجل أن يتسنى للمساهمين الإحاطة بالعرض علماً ولتحقيق أقصى درجات الشفافية من أجل اتخاذ أفضل قرار استثماري في هذا الصدد (Subramanian, 1998). ولقد نظم القانون الأخير بعض المسائل المرتبطة بالإفصاح عن عرض الاستحواذ كما في المادة ١٣. حيث تنص على أنه إذا أقدم المستحوذ على تقديم عرض الاستحواذ فيجب عليه أن يفصح عن أسبابه ومصدر تمويله وما إذا كان يسعى إلى تصفية الشركة الهدف أو أي تغييرات قد تطرأ على إستراتيجية الشركة. وذهبت المادة ١٤ من ذات القانون إلى فرض التزامات أخرى فيستطيع المساهم الذي قام بعرض أسهمه للبيع أن يقوم بالتراجع عن ذلك خلال سبعة أيام من العرض. بينما على المستحوذ أن يبقي عرضه مفتوحاً لمدة ٢٠ يوماً على الأقل. وإذا تم عرض مزيد من الأسهم فعلى المستحوذ العارض أن يقوم بالشراء وفقاً لقواعد التناسب حيث سيقوم بشراء جميع الأسهم المعروضة بنفس السعر مما سيحقق مبدأ العدالة بين المساهمين. هذا، ويلعب قضاء الولايات وقانونها المحلي دوراً مهماً في تشكيل القواعد القانونية ذات الارتباط. خاصة إذا ما ذكرنا قضاء ولاية ديلاوير كأحد أبرز العناصر الفعالة في هذا الشأن. ذلك بسبب أن الشركات الأمريكية عموماً مسجلة في هذه الولاية أكثر من غيرها (Fisch, 2000).

#### الفرع الأول: الإطار التشريعي الأمريكي المنظم لعرض الاستحواذ الهجومي

لم ينظم المشرع الأمريكي في قانونه الفيدرالي قانون تداول الأوراق المالية عام ١٩٣٤م عملية تنظيم العرض الهجومي أو استخدام التدابير الاحترازية ضده. وإنما نظم بعض القواعد المرتبطة في الإفصاح عن العرض كما هو في قانون ويليام عام

أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة والآخر عرض أعلى من شركة منافسة. إلا أن مجلس الإدارة قام بعمل توصية بقبول العرض الأول ورفض العرض الثاني المقدم من الشركة المنافسة. فحكم القضاء البريطاني أن مجلس الإدارة لم يخل بالتزاماته طالما أنه مكن المساهمين من الاطلاع الكامل على المعلومات المتعلقة بالعرض ومن دون تضليل لهم بمعلومات خاطئة فإن القرار النهائي يكون بيد المساهمين ولهذا يكون قد أوفى بالتزامه. وعلى ذلك، فإن التزام مجلس الإدارة في تقديم واجب الاستشارة بالنسبة للمساهمين يجب ألا يتضمن تضليلاً بالنسبة للمعلومات وفي فترة مناسبة لاتخاذ القرار الاستثماري من قبل المساهمين (Griffiths, 2005).

#### المبحث الرابع:

##### موقف المشرع الأمريكي وأسبابه

لقد سكت المشرع الأمريكي عن مدى جواز استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي. ولما كان الأصل في الأشياء الإباحة، فإن القضاء الأمريكي، خاصة محاكم ولاية ديلاوير، قد أجازت هذا الأمر مشروطاً بعدة شروط. فاشتراطت أولاً: أن يمثل العرض الهجومي خطراً على مصالح الشركة، وثانياً: أن تكون التدابير المستعملة لازمة ومتناسبة لصد هذا الخطر. ومن ثم انطلقت هذه المحاكم من هذا المفهوم وربطت هذا الجواز بقاعدة العمل التجاري المستقل وعدالة القرار التجاري. ذلك أن مجلس الإدارة تحت مظلة القانون الأمريكي يتمتع بصلاحيات أكثر مما هو عليه الحال في القوانين المقارنة الأخرى.

##### المطلب الأول: موقف المشرع الأمريكي

يعتبر موقف المشرع الأمريكي أحد المواقف البارزة في صدد الحديث عن عرض الاستحواذ الهجومي. ذلك أن للولايات المتحدة دوراً مهماً جداً في تبني عدد من النظريات المهمة في هذا الصدد والتي كانت إحدى دوافع المشرع الأمريكي لهذا التوجه. فالمشرع الأمريكي قد نظم القواعد

(13) Securities Exchange Act of 1934.

(14) The Williams Act 1968

ويجب على مجلس الإدارة أن يثبتوا بأنفسهم توفر هذين الشرطين إذا ما قام المساهمون بالاعتراض والظعن على قراراتهم (Welch, 2018). وهو ما أكدته محكمة ديلاوير في واقعة يونيتران إنكوربوريشن<sup>(15)</sup>:

١- أن يمثل عرض الاستحواذ الهجومي خطراً على مصالح الشركة: ويمثل عرض الاستحواذ الهجومي خطراً على مصالح الشركة من عدة نواح. فأولاً: قد يتمثل الخطر على مجلس الإدارة ذاته. فالعارض الهجومي لم يكن على وفاق وتراض مع مجلس الإدارة حينما أقدم على عرضه من خلال التقديم المباشر للجمعية العامة للمساهمين. ويحدث هذا الأمر من عدة أوجه، فالعارض الهجومي سوف يقدم عرضاً بأعلى من القيمة السوقية، وقد يتكبد نفقات إضافية في حالة استعمال مجلس الإدارة للتدابير الاحترازية والتي قد تعطيه قوة في التفاوض حتى يستطيع إقناع الجمعية العامة في البيع (Gaughan, 2013). وكتيجة لذلك قد لا يرغب العارض الهجومي حال نجاح استحواذه في الإبقاء على مجلس الإدارة. ثانياً: قد يشكل عرض الاستحواذ الهجومي خطراً على الشركة من ناحية اتباع سياسة الإحلال على الموظفين والعمال والتهديد بخسارة الوظائف الحالية لهم بسبب سياسة الإحلال التي قد يستخدمها المستحوذ الجديد (Cuomo, 1989). أو قد يكون الخطر متمثلاً في إرهاب كل من العارض الهجومي أو الشركة المهدف بالديون. وهذا يتمثل في مسألة مهمة وهي تمويل الاستحواذ بالدين فالعارض الهجومي سيقوم بتمويل نفسه من خلال الاقتراض من أجل تمويل صفقة الاستحواذ من ناحية وكما أن الشركة المهدف ستقوم برفع نسبة الدين كأحد التدابير الاحترازية من جهة أخرى (Proxmire, 1988).

٢- أن تكون التدابير لازمة لدرء خطر الاستحواذ الهجومي: كأن يشكل عرض الاستحواذ الهجومي خطراً على مجلس الإدارة مثلاً أو أن يشكل خطراً على العاملين في الشركة. فلا يتناسب لدرء هذا الخطر أن

١٩٦٩م. حيث تناول هذا الأخير كثيراً من المسائل المتعلقة بعروض الاستحواذ الجزئي وغيرها من الأمور المتصلة. الجدير بالذكر، أن قضاء ولاية ديلاوير قد طور من أحكام استخدام التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي كما سيلي بيانه لاحقاً.

### الفرع الثاني: جواز استعمال التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي

إن القوانين الفيدرالية لم تنظم مسألة جواز استعمال هذه التدابير بل إن سكوت المشرع الأمريكي يعني إباحته لها فهو قد نظم المسائل الخاصة في الإفصاح المتعلق بعروض الاستحواذ الهجومي عامة كما في قانون ويليام عام ١٩٦٩م. ولقد أباح القضاء الأمريكي استخدام التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي. وهذا بغض النظر عما إذا كانت التدابير سابقة أو لاحقة على تقديم عرض الاستحواذ الهجومي. وهذا بسبب التطبيق لمبدأ مهم وهو أن هذه التدابير تدخل من صميم أعمال مجلس الإدارة وإن بقيت كلمة الفصل النهائية في هذا الشأن للجمعية العامة للمساهمين على اعتبار أنها صاحبة الاختصاص الأصيل في تسيير شؤون الشركة المهمة والحاسمة من حيث التصديق على قرارات مجلس الإدارة من عدمها (Bainbridge, 2002). ومن ثم ربط القضاء الأمريكي أحوال استخدام التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي بقاعدتين مهمتين وهما قاعدة العمل التجاري المستقل وقاعدة عدالة العمل التجاري.

### الفرع الثالث: شروط استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي

إن استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي ليس مباحاً على إطلاقه تحت مظلة القانون الأمريكي كما فسرتة محاكم ولاية ديلاوير. على سند من القول وأنه يجب توفر شرطين مهمين يقيدان هذا الاستعمال وهما أن يمثل عرض الاستحواذ الهجومي خطراً على مصالح الشركة وأن يكون استعمال التدابير الاحترازية لازماً لدرء هذا الخطر.

(15) *Unitrin, Inc. v American General Corp* 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

١- إن الجمعية العامة لدى اتخاذها قراراً استثمارياً بالبيع فإنها حتىماً ستراعي مسألة البيع على الأجل القصير وفقاً لمسألة فروقات الأسعار وذلك بسبب أن عرض الاستحواذ بشكل عام سيكون وفقاً لسعر أعلى من القيمة السوقية (Nyombi, 2015). فالجمعية العامة يحكمها أغلبية المساهمين والمساهم المؤسسي يشكل جزءاً كبيراً من هذه الأغلبية حتىماً كصناديق الاستثمار وصناديق التأمينات والتي بدورها تميل أكثر للاستثمار قصير الأجل (Richard, Ramsay and Malcolm, 2005). والتي من شأنها التأثير على المصلحة الجماعية والاستثمارات طويلة الأجل للشركة.

٢- إن تطبيق نظرية المصلحة الجماعية للشركة يستلزم مراعاة مجلس الإدارة لمصلحة جميع أصحاب المصالح المرتبطين بها وليس مصلحة الملاك حصراً. وأصحاب المصالح يعرفون بأنهم الذين يرتبطون مع الشركة بموجب علاقة عقدية ويتأثرون بعلاقاتها وهم على فئات على رأسهم الدائنون والموردون والموظفون والمساهمون أنفسهم (Fairfax, 2006). وعلى ذلك، تقوم هذه النظرية على تصور مهم قائم على أن الربح هو نتيجة من وراء إستراتيجية الشركة وليست الدافع من الإدارة حيث تجب في هذا الشأن الموازنة بين أصحاب المصالح المختلفة (Freeman, Wicks and Parmar, 2004).

٣- إن تقرير مصير العرض وتركه بيد الجمعية العامة للمساهمين من شأنه التركيز على الربح وتعظيم رأس المال بسبب أن الجمعية العامة يحكمها أغلبية المساهمين. واستعمال الدفاعات من شأنه عرقلة هذه الفرصة.

#### الفرع الثاني: حماية أقلية المساهمين

لعل المشرع الأمريكي أراد تفعيل حماية أقلية المساهمين من خلال استعمال مجلس الإدارة للتدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي. لاسيما وأن المشرع الأمريكي لا يعترف بمسألة العرض الاستحواذ الإلزامي كما هو الحال لدى المشرع البريطاني (McCahery et al., 2002). وتكون حماية الأقلية في

يقوم مجلس الإدارة مثلاً ببيع جميع أصول الشركة لرد هذا الخطر. بل إنه في مثل هذه الحالات فإن مجلس الإدارة قد أوقع الشركة في مخاطر تفوق مخاطر عرض الاستحواذ الهجومي وتقوم مسؤولية مجلس الإدارة بالتالي أمام الجمعية العامة للمساهمين.

#### المطلب الثاني: أسباب المشرع الأمريكي

لقد اعتنق المشرع الأمريكي مسألة وهي إجازة اتخاذ التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي لعدة أسباب مهمة. لعل أهمها نظرية المصلحة الجماعية للشركة. ومن ثم فإن التدابير الاحترازية تلعب دوراً مهماً في عرض الاستحواذ الهجومي. وفيما يبدو للكاتب أنهما في مقدمة الأسباب التي دعت المشرع الأمريكي لإجازة استعمال التدابير الاحترازية.

#### الفرع الأول: المصلحة الجماعية للشركة

تتعلق نظرية المصلحة الجماعية من حيث أصلها في بيان الهدف الذي أسست من أجله الشركة بشكل عام. وفي ضوء ذلك فإنه يجب على مجلس الإدارة العمل من أجل تحقيق هذه الأهداف التي من أجلها أنشئت الشركة. وتتنازع في هذا السبيل نظريتان مهمتان جداً وهما نظرية الملاك وتعظيم رأس مال الشركة ونظرية المصلحة الجماعية للشركة (Keay, 2010). وتعرف نظرية الملاك على أن الغرض من إدارة الشركة هو تعظيم رأس المال والأرباح وأن ذلك يعود بالنفع على الجميع وهو بدوره يكون الالتزام الأوحده لمجلس الإدارة باعتباره وكياً عن الملاك في إدارة أموالهم (Rhee, 2017). بينما تتجه نظرية المصلحة الجماعية في إدارة الشركة أن الشركة في حد ذاتها عبارة عن مجموعة من الروابط العقدية وينبغي على مجلس الإدارة أن يوفق بين هذه المصالح المشتركة فهي تدعو للموازنة (Jackson, 2011). وعلى ذلك، ولما كان القرار النهائي بشأن عروض الاستحواذ الهجومي مرتبطاً بالجمعية العامة والتي يحكمها قانون أغلبية المساهمين. فإن ارتباط النظرية الجماعية بالتدابير الاحترازية يرتكز في عدة أمور كالتالي:

الشأن خصوصاً في الحكمين الشهيرين (أونيكال) و(ريفلون) بخصوص مسؤولية مجلس الإدارة واستعمال التدابير الاحترازية خاصة فيما يتعلق بمفهوم السيطرة.

**الفرع الأول:** ارتباط نظرية سمو مجلس الإدارة بالمسؤولية  
تفترض قاعدة سمو مجلس الإدارة أن الشركة ما هي إلا مجموعة من الروابط العقدية اتحدت في الشركة من أجل رفع كفاءة عوامل الإنتاج والنشاط التجاري الخارجي. ويفترض على مجلس الإدارة من أجل تحقيق هذه الغاية أن تكون له الكلمة العليا في هذا الشأن كما يفترض أن يقوم بدور مهم يتمثل في التوفيق بين هذه الروابط العقدية المختلفة وتبقى كلمة الفصل لدى مجلس الإدارة (Bainbridge, 2008) وهو ما أكدته محكمة ولاية ديلاوير في واقعة غورمان<sup>(16)</sup>.

وتعتمد هذه النظرية كآلية لإصدار القرار الاستشاري على ركنين أساسيين هما ركن الصلاحية والمسؤولية أي الصلاحية في اتخاذ القرارات الاستشارية المصيرية الحاسمة وتلك المتعلقة بأعمال الإدارة اليومية (Bainbridge, 2001). وفي هذا تأكيد أن المشرع الأمريكي لم يفترض نظرية سمو المساهمة وتعظيم الأرباح على سند من القول أن هذه الأخيرة تفترض القول الفصل للجمعية العامة في مثل هذه المسائل (Coates, 1999).

**الفرع الثاني:** قاعدة العمل التجاري المستقل كمييار لمسؤولية مجلس الإدارة

تقوم قاعدة العمل التجاري المستقل على فرضية مؤداها أن القرارات التي يتخذها مجلس إدارة الشركة صحيحة وأن القضاء بدوره يمتنع عن مراقبة القرارات والأعمال التجارية لمجلس الإدارة (Branson, 2002). ويتضح ذلك كالتالي:

١- إن قاعدة العمل التجاري المستقل ترتبط بثلاثة واجبات اتتمانية لازمة لضمان العمل واتخاذ القرارات الاستشارية بشأن الشركة من قبل مجلس الإدارة وهي واجبات بذل العناية، وواجب الولاء للشركة وواجب حسن النية (Bainbridge, 2004). وهو ما أكدته محكمة ديلاوير في

هذه الحالة من خلال تحديد مصير العرض سيكون بيد الجمعية العامة للمساهمين والتي يحكمها قانون الأغلبية. فقد يرغب المساهمون الأقلية في البيع أو بدخول مستحوذ جديد في الشركة من جهة، ولا تتوفر لهم الحماية اللازمة كما هي لدى عرض الاستحواذ الإلزامي والذي يعد من أهم أهدافه هو تفعيل حق الخروج من الشركة من خلال عدم رغبة المساهمين الأقلية في البقاء في الشركة مع مستحوذ جديد قد لا تتوافق أهدافهم سوية (Schuster, 2013). وليس من بين قواعد المشرع الأمريكي تنظيم مسألة العرض الإلزامي ومن ثم فإن كفاءة حق الخروج في مواجهة مستحوذ جديد لا يتصور تحقيقها إلا من خلال دفع المستحوذ الهجومي في حال استعمال التدابير الاحترازية إلى تسوية أوضاع المساهمين الأقلية.

**المطلب الثالث:** مسؤولية مجلس الإدارة كما تبناها المشرع الأمريكي والتوجهات القضائية

تختلف مسؤولية مجلس الإدارة تحت مظلة التشريع الأمريكي بشكل عام في إدارة الشركة عما هو مقرر في غيره من التشريعات الأخرى. على سند من القول أن مركز مجلس الإدارة يعلو غيره من مراكز أعضاء الشركة وعلى رأسهم المساهمون. فمجلس الإدارة يختص باتخاذ القرارات المصيرية وغيرها والتي تخص الأنشطة التجارية والاقتصادية اليومية كما تقتضيها نظرية فصل الملكية عن الإدارة. ومن هذا المنطلق انطلقت نظرية تسمى بسمو مجلس الإدارة في الولايات المتحدة الأمريكية. وعلى هذا الأساس والمنوال يستطيع مجلس الإدارة توظيف التدابير الاحترازية لصد عروض الاستحواذ الهجومي. إلا أن هذا الاستعمال ليس على إطلاقه وإنما يخضع للرقابة القضائية ومقيد باستعمال قاعدة العمل التجاري المستقل. وترتبط قاعدة العمل التجاري بعدد من الواجبات الاتتمانية المرتبطة بها كواجب الولاء وواجب عدم تنازع المصالح. سيما وأن المشرع البريطاني افترض مسبقاً تنازع المصالح لدى مجلس الإدارة فغل يده عن استعمال التدابير الاحترازية واكتفى بمجرد واجب النصح والاستشارة المقدمة للمساهمين في هذا الصدد. وقد اختلفت توجهات قضاء ولاية ديلاوير في هذا

(16) *Gorman v. Salamone, C.A. No. 10183-VCN* (Del. Ch. July 31, 2015).

انتقل العبء على مجلس الإدارة لينفي بدوره هذه الأمور وليثبت عدالة القرار التجاري (Johnson, 2013). وفي حالة عدم قدرة المساهم المدعي في إثبات دعواه، فإنه بالتالي لا يتصور قيام المسؤولية من قبل مجلس الإدارة في هذا الصدد. وهو ما أكده قضاء ولاية ديلاوير في حكم (سيرون)<sup>(١٧)</sup>. وعلى ذلك فإن قرينة صحة القرارات لم تنتقض. وعلى ذلك تحقق قاعدة العمل التجاري المستقل جملة من الفوائد أهمها أن يعمل مجلس الإدارة بكل حرية في اتخاذ القرارات الاستثنائية، وإبعاد الخوف من الوقوع تحت طائلة المسؤولية في مواجهة المساهمين، ولتخفيف العبء على المحاكم في هذا الصدد من خلال رفع معيار المسؤولية وتشديد عبء الإثبات (Taylor, 1998).

### الفرع الثالث: ارتباط قاعدة العمل التجاري بالتدابير

#### الاحترافية ضد عرض الاستحواذ الهجومي

وترتبط قاعدة العمل التجاري باستعمال التدابير الاحترافية في عدد من الأمور وفقاً لما سبق:

- ١- تحديد معيار أداء عمل مجلس الإدارة بعناية الرجل الحريص، والعمل وفقاً لمصلحة الشركة ودون تعارض المصالح.
- ٢- إن تعريف مصلحة الشركة مهم جداً في هذا الصدد، فمجلس الإدارة يوظف التدابير الاحترافية مراعيًا مصلحة الشركة ككل من حيث عدم مراعاة مصلحة معينة بحد ذاتها ووضعها فوق اعتبار بقية المصالح كمصلحة المساهمين مثلاً (Tomasich, Bottomley and Mcqween, 2002). خاصة فيما يتعلق بمصلحة الدائنين والتي يجب على الجمعية العامة للمساهمين جنباً إلى جنب مع مجلس الإدارة مراعاتها وفقاً للقرارات التي تتعلق بالشركة بشكل عام لأنها مصلحة تتعلق بالحالة الائتمانية للشركة (Langton and Trotman, 1999). والقرارات المتعلقة بالتدابير الاحترافية من قبل مجلس الإدارة.
- ٣- كذلك هو الحال فيما يتعلق بمسألة تنازع المصالح، حيث يعرف تنازع المصالح بأنه التزام يقع على عاتق مجلس الإدارة يترتب عليه أن يتعد مجلس الإدارة من أية

واقعة (آرانسون) من أن قاعدة العمل التجاري المستقل تمنح مجلس الإدارة حرية اتخاذ القرارات الاستثنائية والتي من غير المتصور إمكانية عرقلتها من خلال الدعاوى المختلفة من قبل المساهمين متى ما كانت القرارات قد اتخذت بحسن نية ولمصلحة الشركة<sup>(١٨)</sup>.

٢- وقد اعترض البعض على هذه القاعدة حيث يرى هذا الاتجاه أن القاعدة تحمي مجلس الإدارة طالما كان عملهم يتم وقرارتهم تتخذ وفقاً لمبدأ حسن النية الشهيرة (Gevurtz, 2000). إلا أن هذه القاعدة لا تخلق حصانة لمجلس الإدارة الشركة، فعضو مجلس الإدارة الذي يحصل عنده تنازع في المصالح لدى اتخاذ قرار استثماري، أو عضو مجلس الإدارة غير الحريص الذي يتخذ قرارات ليس مبنية على المعلومات المتاحة لديه، فلا تشملهم هذه الحماية (Peeples, 1985).

٣- وبناء على ما تقدم وهدياً به، ولما كان الأصل العام عدم إمكانية مقاضاة مجلس الإدارة عن الأخطاء التي قد تقع بموجب أعمال الإدارة والقرارات الاستثنائية في هذا الصدد. إلا أنه أمكن على سبيل الاستثناء مقاضاتهم وإثبات مسؤوليتهم إذا أثبت المساهم المدعي أن القرارات الاستثنائية لم تتخذ بموجب حسن النية. وهو ما أكده قضاء ولاية ديلاوير في واقعة (بريم)<sup>(١٩)</sup>، حيث أكد القضاء أن القاعدة لا تحمي عضو مجلس الإدارة الذي لديه تنازع مصالح، وأهمل واجب الولاء وواجب الحرص في أداء عمله ووقع في الخطأ الجسيم الذي يتنافى مع مقتضيات العمل التجاري.

٤- وحيث إن قاعدة العمل التجاري قرينة مفترضة في مجلس الإدارة. فإنه يستوجب على المساهم المدعي بخطأ مجلس الإدارة ومخالفته للواجبات الائتمانية المرتبطة بقاعدة العمل التجاري أن يثبت الخطأ من جانب مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات الاستثنائية وأن هذا الخطأ كان جسيماً مصاحباً لمخالفة حسن النية وتنازع مصالح ومن غير ولاء للشركة. فإذا نجح المساهم المدعي في الإثبات

(19) *Citron v. Fairchild Camera and Instrument Corp.*, 569 A.2d 53, 64 (Del. 1989).

(17) *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 n.6 (Del. 1984).

(18) *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 264 n.66 (Del. 2000).

وعدم تنازع المصالح أن يقوم بحماية هذه المصالح. إلا أنه يشترط أن يبذل مجلس الإدارة العناية اللازمة في بيان إذا ما كان العرض يشكل خطراً على مصالح الشركة وأن تكون التدابير الاحترازية لازمة لدرء هذا الخطر. وتخص حالة السيطرة فيما يتعلق بمسألة سيطرة مجلس الإدارة على الشركة حينما تكون الشركة مهددة بخطر الاستحواذ الهجومي (Cahill and Wink, 1990).

٢- توجه ريفلون<sup>(٢١)</sup>: يقوم هذا التوجه على اعتبار مهم يختلف عن سابقه وهي حالة انتقال السيطرة. ويقصد بانتقال السيطرة تلك الحالة المتمثلة بدخول مستحوذ جديد كنتيجة مترتبة على الاستحواذ. فيجب على مجلس الإدارة البحث عن أعلى العروض إعمالاً لمسألة تعظيم الأرباح والاستثمارات قصيرة الأجل (Gilson and Kraakman, 1990). لذا ركز هذا التوجه من أجل إعماله على مسألتين أو لاهما: العمل من أجل تعظيم الأرباح على المدى القصير<sup>(٢٢)</sup>. وثانيهما: إذا عمل مجلس الإدارة وفقاً لهذا الواجب الأخير والمتعلق بتعظيم الأرباح فإن قرينة العمل التجاري المستقل لن تكون مفترضة بل يجب على مجلس الإدارة أن يثبتها لدى رفع الدعوى أمام القضاء<sup>(٢٣)</sup>. والعلة في ذلك أن العمل وفقاً لتعظيم الاستثمارات قصيرة الأجل سيتقل السيطرة في الشركة مما سيقلب بدوره مجلس الإدارة إلى مضارين على الشركة بدلاً من كونهم حراساً يحمون مصالحها (Furlow, 2009). وقاعدة العمل التجاري المستقل إنما قررت من أجل إعطاء مجلس الإدارة الفرصة من أجل أن يعمل ويتخذ قرارات استثمارية بشكل أفضل لا أن يخاطر بمصلحة الشركة والمساهمين.

### المبحث الخامس:

#### موقف المشرع الكويتي وأسبابه

إن المشرع الكويتي لا يعيش بمعزل عن التشريعات المقارنة. فهو بكل تأكيد يتأثر بالتوجهات العالمية في القانون التجاري لاسيما قانون هيئة أسواق المال. فالكويت حديثة التجربة في هذا المجال.

صفقات أو معاملات تحمل مصلحة شخصية لأي عضو في مجلس الإدارة من شأنها التأثير على مصلحة المساهمين (Shaw, 1990). ويتحقق تنازع المصالح في حال خوف مجلس الإدارة من أن يقوم المعارض الهجومي حال نجاح استحواذه باستبداهم وبالتالي ضياع مناصبهم. إلا أن المشرع الأمريكي أجاز استعمال التدابير الاحترازية ومن ثم ربطها بقاعدة العمل التجاري المستقل. فالأصل هو صحة التدابير الاحترازية ومن ثم عدم تنازع المصالح فيها إلى أن يثبت العكس.

### الفرع الرابع: توجهات قضاء ولاية ديلاوير فيما يخص

#### مسؤولية مجلس الإدارة من استعمال التدابير الاحترازية

توجه قضاء ولاية ديلاوير لتقييم عملية استعمال التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي إلى توجيهين أساسيين. التوجه الأول يخص تقييم مسألة عدم انتقال السيطرة من خلال عرض الاستحواذ الهجومي وكذا فيما يخص حالة حماية أقلية المساهمين وهو المعروف بتوجه (يونيكال). أما في الحالة الثانية فقد توجه القضاء في ولاية ديلاوير لحالة معينة تخص عملية انتقال السيطرة من خلال عرض الاستحواذ الهجومي ويسمى بتوجه (ريفلون). الجدير بالذكر أن كلا من التوجهين اختلفا في تطبيق قاعدة العمل التجاري المستقل. وستقوم بتبيين كلا التوجهين كالتالي:

١- توجه يونيكال<sup>(٢٤)</sup>: يرتبط توجه يونيكال في المقام الأول إلى حالة معينة وهي تخص حالة عدم انتقال السيطرة على الشركة. وتقاس وفقاً لقاعدة العمل التجاري المستقل في تحديد صحتها وهي أن يعمل مجلس الإدارة وفقاً لواجب الولاء للشركة وبذل العناية وعدم تنازع المصالح. وحيث قام مجلس الإدارة في شركة يونيكال برفض عرض الاستحواذ الهجومي المقدم من شركة ميسا بيتروليوم في هذه الواقعة حماية لأقلية المساهمين في الشركة. وأن في قبول العرض إضراراً بمصالح الشركة ككل وأنه يتوجب على مجلس الإدارة من خلال واجب الولاء وبذل العناية

(21) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 179 (Del. 1986).

(22) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 179 (Del. 1986).

(23) *Ibid.*

(20) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

- يجب على مقدم العرض أن يعامل جميع مساهمي الشركة محل العرض من الفئة ذاتها معاملة عادلة<sup>(٢٦)</sup>.
- يقوم مقدم العرض بتقديم عرضه لمساهمي الشركة محل العرض مباشرة، على أن يتاح لكل مساهم الخيار ببيع أسهمه لمقدم العرض أو الاحتفاظ به<sup>(٢٧)</sup>.
- يجب على مجلس إدارة الشركة محل العرض تزويد مساهميها بالمعلومات والتوصيات الكافية لتمكينهم من التوصل إلى قرار من أجل قبول العرض أو رفضه<sup>(٢٨)</sup>.
- يجب على مجلس إدارة الشركة محل العرض تفادي أي تعارض للمصالح عند تقديمهم توصيات مساهمي الشركة بخصوص أي عرض استحواذ<sup>(٢٩)</sup>.

وكذا هو الحال، فقد تطرق المشرع في عدة مواضع أخرى لمسؤولية مجلس الإدارة والواجبات الائتمانية في هذا الصدد كما هو منظم وفقاً لقانون الشركات الكويتية عام ٢٠١٦م. فقد نص في المادة على حقوق والتزامات مجلس الإدارة وكذا حقوق التزامات الجمعية العامة في هذا الصدد بالنسبة لشركات المساهمة العامة والتي تكون محلاً للإدراج بالهيئة ومن ثم تطبق قواعد الاستحواذ عليها إذ إن المشرع الكويتي قصر التنظيم بالنسبة لمسائل الاستحواذ على الشركات المدرجة فقط. أما بالنسبة لالتزامات وواجبات مجلس الإدارة والجمعية العامة فقد توزع التنظيم فيما بين قانون الشركات وأسواق المال.

#### الفرع الثاني: عدم جواز استعمال التدابير الاحترازية ضد عروض الاستحواذ الهجومي

لقد تبنى المشرع الكويتي ذات الموقف الذي تبناه المشرع البريطاني في تقنين المدينة. ونص على ذات الشروط والأحوال المترتبة من حيث المنع والجواز. ويبدو أن الأمر أقرب إلى مسألة الاقتباس التشريعي في هذا الصدد. فالمشرع الكويتي في هذا المجال حديث فقانون أسواق المال صدر في عام

وقد استعانت في هذا الصدد بالتجربة البريطانية والتي نقلت تأثيرها للاتفاقية الأوروبية. وعلى هذا المنوال، توجه المشرع الكويتي إلى تبني قاعدة حياد مجلس الإدارة في عدم جواز استعمال أية تدابير احترازية. واكتفى بالواجب الاستشاري المقدم للجمعية للمساهمين. ومن أجل ضمان جودة الاستشارة قام بربطها بعدد من الواجبات الائتمانية. وعلى ذلك، فإن القرار النهائي يثبت للجمعية العامة للمساهمين في شأن تحديد مصير العرض. إلا أن هذا الأمر لا يعني عدم إمكانية توظيف الجمعية العامة للمساهمين أنفسهم هذه التدابير. وحسب قانون الأغلبية، فإن القرارات التي تتخذ في الجمعية العامة قد يشوبها الشك في مراعاة مصلحة هؤلاء الأغلبية من حيث مراعاة كبار المستثمرين وعدم الاكتراث لمصلحة الأقلية ومن جهة الأخرى الإخلال كذلك بالاستثمارات طويلة الأجل.

#### المطلب الأول: موقف المشرع الكويتي

إن الكويت حديثة التجربة في هذا المجال فالقانون تم تشريعه في عام ٢٠١٠م<sup>(٣٠)</sup> ولائحته التنفيذية في عام ٢٠١٥م<sup>(٣١)</sup>. وجزير بالذكر أن القانون إنما يتطور بأحد أمرين، إما يتطور بشكل تلقائي وذاتي نظراً للأخطاء التي طرأت عليه في تنفيذه والثغرات التي تم اكتشافها في الواقع العملي، وإما أنه يتطور استجابة لتغيرات السوق المختلفة ومتطلباتها أو بالنظر في القوانين المنظمة لعملية العرض الهجومي واستعمال التدابير في هذا الصدد.

#### الفرع الأول: الإطار التشريعي المنظم لعمليات الاستحواذ الهجومي في الكويت

نجد أن المشرع قد تطرق لعمليات الاستحواذ الهجومي بالتنظيم في كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية عام ٢٠١٥م لقانون هيئة أسواق المال عام ٢٠١٠م. فقد نص كتاب الاستحواذ والاندماج على مجموعة مبادئ:

(٢٤) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠م بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته.

(٢٥) قرار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٥م بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠م بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته.

(٢٦) كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية ٢٠١٥م 1-3-2.

(٢٧) كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية ٢٠١٥م 1-3-3.

(٢٨) كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية ٢٠١٥م 1-3-7.

(٢٩) كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية ٢٠١٥م 1-3-8.

اتخاذ أي من التصرفات المشار إليها بشرط موافقة الجمعية العامة للمساهمين، أو في الأحوال التي نشأ فيها التزام الشركة باتخاذ تلك التصرفات قبل تقديم العرض<sup>(٣٠)</sup>. فحاكي ذات الاستثناءات المنصوص عليها لدى المشرع البريطاني. بل وأعطت اللائحة التنفيذية دوراً مهماً لمجلس الإدارة في هذا الصدد وهو الدور الاستشاري حيث نصت على: "يجب على مجلس إدارة الشركة محل العرض تزويد مساهميها بالمعلومات والتوصيات الكافية لتمكينهم من الوصول إلى قرار من أجل قبول العرض أو رفضه". ونص في الفقرة التي تليها على أنه: "يجب على أعضاء مجلس إدارة الشركة محل العرض تبادي أي تعارض للمصالح عند تقديمهم توصيات بخصوص أي عرض استحواذ"<sup>(٣١)</sup>.

#### المطلب الثاني: أسباب المشرع الكويتي

فيما يبدو أن المشرع الكويتي قد حاكى التشريع البريطاني من خلال قانون أسواق المال. فالقانون الكويتي في هذا الصدد هو قانون ناشئ حديث يحتاج إلى محاكاة غيره من التشريعات. لكن قد تكمن خطورة في هذه المحاكاة فالنظام التشريعي بالنسبة للمملكة المتحدة وبالنسبة لسوق الأوراق المالية هو سوق متطور جداً. وكذلك ارتباط التشريع البريطاني بالتشريع الأوروبي بهدف تحقيق التعاون الاقتصادي فيما بين دول أعضاء الاتحاد الأوروبي الأعضاء. وآية ذلك، أن من أهداف الاتفاقية هو تسهيل عمليات الاستحواذ والاندماج من خلال تقرير حق المساهمين لفرصهم الاستثنائية ومنع مجلس الإدارة من اتخاذ أية تدابير احترازية إلا بإذنتهم. كذلك. فيما يبدو أن للمشرع الكويتي غاية أخرى وهي حماية كبار المستثمرين والمساهمين في الجمعية العامة من خلال تمكين الجمعية العامة من اتخاذ القرار في شأن عرض الاستحواذ الهجومية دون ثمة أي تقرير لبعض المبادئ المهمة في حماية أقلية المساهمين والتي نص عليها التشريع الأوروبي ككفالة حق التخارج.

٢٠١٠م ولائحته التنفيذية في عام ٢٠١٥م. وتطورات السوق بشكل عام والتماشي مع التشريع والملائمة معه تستدعي التقليد في هذا الصدد. فتناول المشرع الكويتي في قانون أسواق المال في اللائحة التنفيذية مسألة العرض الهجومية وقيد مجلس الإدارة من توظيف أية تدابير احترازية في هذا الصدد من شأنها أن تعيق فرصة المساهمين في تحديد مصير عرض الاستحواذ الهجومية. ولقد قرر المشرع الكويتي كأصل عام مبدأ الحظر على مجلس الإدارة من خلال منعه من القيام بأية تصرفات قد تخل بفرصة المساهمين في تحديد مصير العرض الهجومية. حيث نص على جملة من التصرفات المحظورة. وبالنظر إلى التصرفات المحظورة على مجلس الإدارة أثناء تقديم العرض نجد النص عليها كالتالي: "لا يجوز للشركة محل العرض القيام - خلال فترة العرض أو المفاوضات الأولية بشأن تقديم عرض - بأي مما يلي:

- إصدار أسهم جديدة في حدود رأس المال المصرح به أو إصدار أو منح خيارات تتعلق بهذه الأسهم.
  - إصدار هذه الأسهم. إصدار أي أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم.
  - التصرف في أي أصول ذات قيمة مؤثرة.
  - إبرام عقود خارجة عن إطار النشاط العادي للشركة.
  - اتخاذ أي إجراء من شأنه أن يؤدي إلى عدم قبول العرض أو حرمان المساهمين من فرصة اتخاذ قرار بشأنه.
  - تحميل الشركة بأي التزامات مادية مؤثرة، إلا في حدود تمكينها من تمويل وممارسة أنشطتها العادية".
- بما يعني أن قانون أسواق المال ولائحته التنفيذية قد تبنت ذات الموقف لدى التشريع البريطاني وبالضرورة هو نفسه الموقف لدى المشرع الأوروبي.

#### الفرع الثالث: إجازة استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومية

أعقبت اللائحة التنفيذية في هذا الشأن استثناءً مهماً بعد تقريرها مبدأ الحظر وضرورة التزام مجلس الإدارة لدور الحياد في شأن عروض الاستحواذ الهجومية. فنصت على: "ولا تخل القيود المفروضة بشأن هذه المادة بحق الشركة محل العرض في

(٣٠) كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية ٢٠١٥م 3-16-1.

(٣١) كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية لسنة ٢٠١٥م

### الفرع الأول: محاكاة التشريع البريطاني

لقد تأثر المشرع الكويتي في كثير من أحكامه خاصة في المجال التجاري بالتشريع البريطاني. فنقل الكثير من التجربة البريطانية لتكون له محل انطلاقة ينطلق منها. ففي كثير من أحكام قوانين الشركات وأسواق المال تأثر كبير بهذا التوجه. نورد منها على سبيل المثال أحكام عرض الاستحواذ الإلزامي كآلية لحماية أقلية الشركات المدرجة. فنظم عرض الاستحواذ الإلزامي في المادة ٧٤ من قانون هيئة أسواق المال<sup>(٣٢)</sup>. لكن المحاكاة التشريعية تستلزم أن تكون التجربة المنقولة تتماثل أو تتشابه من حيث المعطيات في البيئة التشريعية والاقتصادية. وهو الأمر الذي قد يتسبب في سوء التنظيم. خاصة وأن للمشرع البريطاني أسباب في تبنى حياد مجلس الإدارة ومنع استعمال التدابير الاحترازية. وبيان ذلك كالتالي:

١- لقد تأثر المشرع البريطاني بنظرية سمو المساهمة وتعظيم رأس المال كهدف من إدارة الشركة. الأمر في مثله لا يتضح بالنسبة للمشرع الكويتي، فقد نص في كتاب حوكمة الشركات من اللائحة التنفيذية عام ٢٠١٥م لقانون هيئة أسواق عام ٢٠١٠م في القاعدة التاسعة منه على ضرورة احترام مصلحة أصحاب المصالح. حيث نص على أنه: "يتعين على الشركة أن تضع النظم والسياسة التي تكفل مصلحة حماية حقوق أصحاب المصالح"<sup>(٣٣)</sup>. وكذا نص المشرع الكويتي في قانون الشركات لسنة ٢٠١٦م في المادة ١٨٦ على أنه: "تضع الجهات الرقابية المعنية قواعد حوكمة الشركات الخاضعة لرقابتها، بما يحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح إدارة الشركة والمساهمين فيها، وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها، كما تبين الشروط الواجب توفرها في أعضاء مجلس الإدارة المستقلين". ومن خلال هذا التوجه يتضح أن المشرع الكويتي يميل الكفة إلى نظرية المصلحة الجماعية في إدارة الشركة. ثم هو يتراجع

ويقرر نظرية سمو المساهمة في شأن عرض الاستحواذ الهجومي من خلال منع مجلس الإدارة من توظيف أية تدابير احترازية إلا بموافقة الجمعية العامة للمساهمين.

٢- لقد نقل المشرع الكويتي نظرية الحياد المستمدة من المشرع البريطاني والذي بدوره نقلها للمشرع الأوروبي. إلا أن نظرية الحياد مرتبطة كما تم بيانه بمجموعة من المبادئ التي نصت عليها الاتفاقية الأوروبية بشأن الاستحواذ والاندماج عام ٢٠٠٤م. ولم يتم بدوره المشرع الكويتي بنقل كل تلك المبادئ والتي من أهمها حق تخارج الأقلية في حال إذا بلغت حصة المستحوذ ٩٠٪ فيجوز للأقلية طلب إخراجهم من الشركة فرضاً على المستحوذ المسيطر.

٣- ارتبطت نظرية حياد مجلس الإدارة بضرورة إنشاء سوق أوروبية مشتركة في شأن البضائع والخدمات والأشخاص، وهو الأمر الذي لا يتوفر على مستوى الخليج العربي أو الوطن العربي بشكل عام. فلمسألة حياد مجلس الإدارة أهمية إقليمية ذات أثر اقتصادي عال. وهو تسريع عملية إعادة هيكلة الشركات من خلال تسهيل عمليات الاستحواذ العابر للحدود حيث إنه قد ينتج تأخير في الفصل في عروض الاستحواذ الهجومي.

### الفرع الثاني: محاباة كبار المستثمرين

إن في تطبيق نظرية الحياد تفضيلاً لمصالح كبار المستثمرين من خلال تقرير مصير الاستحواذ بيد الجمعية العامة للمساهمين. فإن فيه عدم احترام لرأي الأقلية (الشحومي، ٢٠١٥م). وأية ذلك من خلال التالي:

١- إن في عدم إجراء أية تدابير احترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي من خلال عدم إجازة اتخاذ تدابير احترازية ضد العروض الهجومي وجعل القرار منفرداً بيد المساهمين عدم احترام لحقوق الأقلية. حيث إن الجمعية العامة يحكمها قانون الأغلبية، واتخاذ القرار فيها فإنه قد يخدم مصالح الأغلبية وحدها في شأن العرض الهجومي وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تعسف الأغلبية الذي لا يراعي مصلحة الشركة كجماعة (المطيري، ٢٠١٣م).

(٣٢) قانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠م بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية المادة ٧٤.

(٣٣) كتاب حوكمة الشركات من اللائحة التنفيذية عام ٢٠١٥م القاعدة ٩.

- ٢- حتى في الاستثناء الذي أجازته المشرع الكويتي بجواز اتخاذ الشركة للتدابير وبشكل مسبق على تقديم العرض الهجومي وبموافقة الجمعية العامة يشوبه بعض الانتقادات. فإن هذا الأمر من شأنه الإضرار بحقوق أقلية المساهمين (الشحومي، ٢٠١٥م). حيث من المعلوم أن قاعدة الأغلبية في اتخاذ القرارات في الجمعية العامة العادية وغير العادية هي الطريقة في قيادة الشركة. بيد أن الأغلبية قد تتعسف في هذا السياق وتوجه قرارات الشركة ليس لخدمة الأخيرة بل لخدمة أنفسهم مما يدخلنا في دوامة تعسف الأغلبية (الملحم، ٢٠١٥م). ويكون ذلك السماح لمجلس الإدارة في عرقلة أي عروض أو إحباطها خاصة تلك التي لا تتوافق مع مصلحة الأغلبية. فالأغلبية إنما انحرفوا في استخدام حقهم وتطبيق مبدأ ديمقراطية الشركة. فهذا الأخير إنما يهدف إلى الإدارة عبر ما تراه أغلبية حملة الأسهم. وفيما يصب ويخدم مصلحة الشركة. إلا أن تقرير هذا الأمر كحق من الحقوق قد يشوبه التعسف والاستغلال الأمر الذي يجعله ينقلب من حق إلى سيف مسلط على رقاب الشركة جمعاء. ومن جهة أخرى، فإن تعسف الأغلبية إنما يعتبر إخلالاً بمبدأ المساواة فيما بين المساهمين فالتعسف قد يقصد منه حماية مصالح الأغلبية أو الإضرار بمصالح الأقلية (أحمد، ١٩٨٦م). ويتضح من هذا الأمر في تبرير قاعدة الحياد أن المشرع الكويتي هنا يميل إلى حماية مصالح كبار المستثمرين.
- ٣- لقد نقل المشرع الكويتي أحكام الاستحواذ الهجومي من المشرع البريطاني كما أسلفنا. وقد نقل المشرع البريطاني تأثيره للمشرع الأوروبي والذي قرر قواعد مهمة في هذا السبيل. وربط ما بين أحكام الاستحواذ الهجومي بمجموعة من المبادئ أهمها تلك التي تتعلق بحقوق أقلية المساهمين كالاستحواذ الإلزامي وتجاوز الأقلية. غير أن المشرع الكويتي لم يلتفت لهذه الأخيرة ولم يدرجها ضمن الأحكام المنظمة لعمليات الاستحواذ.
- ٤- ولا يعني هذا الأمر عدم إمكانية إجراء التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي إطلاقاً في ضوء قاعدة الحياد. فإن الجمعية العامة وكما أسلفنا هي صاحبة الاختصاص الأصيل في إدارة الشركة من خلال اتخاذ القرارات المهمة والمصيرية. إلا أنه لمجلس الإدارة مراعاة بحسب الأصل للمصلحة الجماعية للشركة، وهو ما قد لا يتوفر لدى الجمعية العامة للمساهمين والتي يحكمها قانون الأغلبية فإن التركيز سيكون أكثر للبيع وفقاً لفروقات الأسعار على الأجل القصير.
- ٥- قد يقول قائل، إن الأقلية متى ما ارتأت تعسفاً من قبل الجمعية العامة في حقوقهم تقرير حق الخروج من الشركة من خلال بيع نصيبهم. وإن عرض الاستحواذ الهجومي إنما قدم بشكل أعلى من القيمة السوقية. هذا التصور صحيح إلى حد ما، إلا أنه مردود عليه في ناحية أن الأقلية قد تكون لها إستراتيجية بعيدة الأجل وقد تريد تفعيل حقها في البقاء. وهو ما لا يتوافر دون استعمال للتدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي.
- ٦- يستطيع أقلية المساهمين، وقبل اللجوء إلى الدعاوى القضائية والتظلم من القرارات الصادرة عن الجمعية العامة والتي تحجف بحقوقهم. ويعرف تعسف الأغلبية بأنه: "الاستعمال المغالي فيه والزائد في إبان استعمال الحق، مما يترتب عليه المساس بحقوق الغير، سواء أكان التعسف إيجابياً من أي باتخاذ قرارات نقيض مصلحة الشركة، تهدف منه الأغلبية إلى تحقيق مزية خاصة على حساب فئة الأقلية. والتضحية بمصالحهم. أو كان التعسف سلبياً برفض اتخاذ القرار من قبل الأغلبية وعدم التصويت. رغبة منهم في إعاقه أو عرقلة اقتراح أو مشروع قدمه الأقلية" (تارديس، ٢٠١٤م). حيث تبطل قرارات الجمعية العامة متى ما انطوت على غش من الأغلبية أو قصد الإضرار بمصالح الأقلية وليس لمصلحة الشركة.
- ٧- يستطيع الأقلية قبل تحريك أية دعوى قضائية كدعوى المسؤولية أو دعوى المساهم المشتقة التظلم من

العرض بخصوص أي عرض استحواذ<sup>(٣٧)</sup>. في الوقت نفسه الذي ألزم المشرع الكويتي عضو مجلس الإدارة أن يكون مالكا بصفة شخصية للأسهم أو أن يكون من يمثله مالكا للأسهم حيث نصت المادة ١٩٣ فقرة ٣ على: "يجب أن تتوافر في من يرشح لعضوية مجلس الإدارة الشروط التالية: فيما عدا أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، يجب أن يكون مالكا بصفة شخصية أو يكون الشخص الذي يمثله مالكا لعدد من أسهم الشركة. وإذا فقد عضو مجلس الإدارة أياً من الشروط المتقدمة أو غيرها من الشروط الواردة في هذا القانون أو القوانين الأخرى زالت عنه صفة العضوية من تاريخ فقدان ذلك الشرط"<sup>(٣٨)</sup>.

ومن هنا يظهر أن المشرع الكويتي يهدف من خلال هذا الشرط إلى تحقيق واجب الولاء للشركة وبذل العناية اللازمة من خلال جعل عضو مجلس الإدارة مساهماً في الشركة من حيث الأصل أو يتم انتخابه من قبل المساهمين أنفسهم. ومن ثم عاد المشرع الكويتي ليفترض بشكل مسبق تنازع المصالح في عضو مجلس الإدارة من خلال غل يده عن استعمال أية تدابير احترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي وهو ما لا يتلاءم مع وجهة نظرنا.

**المطلب الثاني: مسؤولية مجلس الإدارة كما تبناها المشرع الكويتي، وتوجهت في ذلك أحكام القضاء**  
يعتبر اختصاص المجلس في إدارة الشركة اختصاصاً أصيلاً بقوة القانون، ولذلك لا يصح أن تكون قرارات الجمعية العامة سالبة لهذا الاختصاص وجوهه (أبو زيد، ١٩٨٨م). وكذا مما يعاب على المشرع الكويتي أنه ناقض مفهوم فكرة الوكالة في إدارة الشركة. فما هو مستقر عليه تطبيق مبدأ فصل الملكية عن الإدارة. ورغم ذلك، فالمشرع الكويتي ضمن للمساهمين التأثير على قرارات الشركة فلم يعزلهم بشكل كامل عن إدارتها وذلك من خلال ضمان حق الرقابة في الجمعيات العامة.

(٣٧) كتاب الاستحواذ والاندماج من اللائحة التنفيذية ٢٠١٥م المادة ١-٣-٨.

(٣٨) قانون الشركات الكويتي عام ٢٠١٦م المادة ١٩٣.

القرارات التي تصدرها الجمعية العامة<sup>(٣٩)</sup>. "ويكون حق المساهم في التظلم متى كان حاضراً وأثبت اعتراضه أو كان غائباً بعذر مقبول أو منع من الحضور من مجلس الإدارة أو من دائني الشركة ما دام القرار قد وقع مخالفاً للقانون أو النظام الأساسي للشركة أو على خلاف شروط القرض بالنسبة لحملة السندات" (أبو زيد، ١٩٨٥م).

وقد اشترط قانون الشركات الكويتي في المادة ٢٢٠<sup>(٤٠)</sup> بالنسبة للتظلم من قرارات الجمعية العامة للمساهمين حتى يثبت للأقلية هذا الحق ما نسبته ١٥٪ شريطة عدم سبق الموافقة منهم على القرار المتظلم منه. ولما كان الحال هنا هو تظلم الأقلية على القرارات المحجفة بشأن عرض استحواذ هجومي، فمجال الحديث هو الاعتراض الصادر من الأقلية بالنسبة للشركات المدرجة فقد اشترطت المادة ٧٣ من قانون أسواق المال حصة لا تقل عن ٥٪ ولا تزيد على ٣٠٪ حتى تستطيع الأقلية تقديم تظلمها على قرارات الجمعية العامة التي انطوت على إجحاف بحقهم<sup>(٤١)</sup>.

### الفرع الثالث: تنازع المصالح

لقد افترض المشرع الكويتي سلفاً في مجلس الإدارة قرينة تنازع المصالح. ويتضح ذلك من خلال اللائحة التنفيذية حين إيرادها للالتزام بالإدارة بالدور الاستشاري. فقد نصت اللائحة على: "يجب على مجلس إدارة الشركة محل العرض تفادي أي تعارض للمصالح عند تقديمهم توصيات لمساهمي الشركة محل

(٣٤) يعد التظلم من القرارات الصادرة عن الجمعية العامة شرطاً لقبول الدعوى أمام القضاء. فقد اتجهت محكمة النقض المصرية "ولما كان الثابت بالأوراق لم يتقدموا بالتظلم إلى اللجنة المنصوص عليها في المادة ٥٠ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٢/٩٥ قبل رفع الدعوى الأمر الذي يتعين معه الحكم بعدم قبول الدعوى لعدم سبق التظلم فهذه الأسباب حكمت المحكمة بعدم قبول الدعوى شكلاً لعدم سابقة التظلم وألزمت رافعها بالمصروفات" محكمة القضاء الإداري الدائرة السابعة دعوى رقم "٣٦٦٦٦" لسنة ٦٠.

(٣٥) قانون الشركات الكويتي عام ٢٠١٦م المادة ٢٢٠.

(٣٦) قانون هيئة أسواق المال الكويتي عام ٢٠١٠م المادة ٣٧.

٢- إن عضو مجلس الإدارة بصفته وكيلًا عن المساهمين يتمتع عن الاستفادة من المعلومات الداخلية للشركة كما جاء في نص المادة ١٩٥ من قانون الشركات الكويتي<sup>(٤٣)</sup>. وهذا حظر عام يتمتع معه عضو مجلس الإدارة الاستفادة معه من المعلومات الداخلية للشركة<sup>(٤٤)</sup>. وقد تأكد هذا الحظر في اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال عام ٢٠١٥م في كتاب الاستحواذ والاندماج (الحبيبي، ٢٠١٢م). وكل هذه القيود المفروضة إنها وضعت لتحقيق غاية وهي أن يتصرف مجلس الإدارة وفقاً لما تتطلبه مصلحة الشركة. وهذه أحد الآثار اللازمة لنظرية الوكالة في إدارة الشركة (الحبيبي، ٢٠١٢م). وبكل تأكيد، فإن تقدير هذا الأمر هو من المسائل التي تختص بها محكمة الموضوع، لكن القاضي لا يتدخل في المسائل الفنية بل يقف عند حد التأكد من عدم الانحراف في استخدام السلطة من قبل مجلس الإدارة (بريري، ٢٠٠٢م).

#### الفرع الثاني: الواجبات الائتمانية محل الارتباط

لقد ربط المشرع الكويتي امتناع مجلس الإدارة في استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومي بعدد من الواجبات الائتمانية وكذلك هو الحال بالنسبة للواجب الاستشاري من قبل مجلس الإدارة للمساهمين. ويتضح ذلك من خلال التالي:

١- عدم تنازع المصالح: فإن المشرع من خلال وضع تقرير مصير العرض بيد المساهمين وحدهم. كأنه قد افترض تنازع المصالح من قبل مجلس الإدارة وأنه سيقوم برفض العرض فقط حماية لمناصبهم في الشركة. فلعل واجب الولاء هو الأكثر ارتباطاً في هذا المقام. وهو يقتضي القيام بأعمال الإدارة من غير تنازع مصالح وبحسن نية (الملحم، ٢٠١٦م). وكذا نص

الفرع الأول: مسؤولية مجلس الإدارة كما تبناها المشرع الكويتي مما لا شك فيه أن المشرع الكويتي اقتفى أثر التوجه العالمي في فصل الملكية عن الإدارة. ذلك من خلال ما يسمى بالوكالة في إدارة الشركة. إذ تعبر فكرة الوكالة عن أن الشخص الاعتباري لا جسده يمكنه من التعبير عن إرادته، فيكون الوكيل المنفصل عنه في التكوين معبراً عن إرادة هذا الأخير (وصفي، ١٩٥٩م). وحيث أورد في ذلك القضاء الكويتي على "انتخاب رئيس مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة بالافتراء السري لرئاسة الشركة، ويمثلها لدى الغير، وتنفيذ قرارات مجلس الإدارة مقيداً بتوصيات نظير مكافآت تحدد بنسبة من الربح إن وجدت، يدل على أن رئيس مجلس الإدارة لا يعد عاملاً، إذ يباشر سلطاته من خلال نيابة قانونية"<sup>(٤٥)</sup>. وبيان ذلك كالتالي:

١- فقد نص المشرع الكويتي في قانون الشركات على ما يلي: "ويذلل مدير الشركة ومجلس إدارتها عناية الرجل الحرص في ممارسة سلطاتهم وواجباتهم"<sup>(٤٦)</sup>. والوكالة في هذا الصدد على قسمين، إما وكالة بأجر أو وكالة بلا أجر وقد تطلب المشرع الكويتي في بذل كليهما عناية الرجل المعتاد في إدارة شؤونه كما تنص قواعد القانون المدني<sup>(٤٧)</sup>. ومن المعلوم أن إدارة الشركة تعتبر من قبيل الوكالة بأجر<sup>(٤٨)</sup>. وفيما يبدو أن المشرع الكويتي إنما استثنى القيام بأعمال الشركة، ليرفع درجة العناية التي يمارسها مجلس الإدارة لكونها تتحدد وفقاً لمعيار الرجل الحرص بناء على التصرف بعقد الوكالة الذي يربط ما بين مجلس الإدارة والمساهمين في إدارة شؤون الشركة. وتعليلاً لهذا المسلك، فالشركة كمشروع اقتصادي تحتاج خبرة وكفاءة عالية ومن شأن ذلك منع المغامرين من عديمي الخبرة من دخول مجلس الإدارة (الشمري، ١٩٨٥م).

(٣٩) الطعن رقم ٩٢/٢٣ م تجاري، جلسة ١٤/٢/١٩٩٤م، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، القسم الثالث، المجلد الثالث، يوليو ١٩٩٩م ص ٤٠.

(٤٠) القانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦م بإصدار قانون الشركات الكويتي. مادة ٢١.

(٤١) القانون المدني الكويتي مادة ٧٠٥.

(٤٢) القانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦م بإصدار قانون الشركات الكويتي.

مادة ١٩٨.

(٤٣) قانون الشركات الكويتي ٢٠١٦م ١٩٥.

(٤٤) فهد الحبيبي، مسؤولية أعضاء مجلس إدارة شركة المساهمة عن

قرارات مجلس الإدارة: دراسة مقارنة. رسالة دكتوراه مقدمة لجامعة

القاهرة، كلية الحقوق، ٢٠١٢م، ص ١٢٢.

أصابها ضد مجلس الإدارة (بربري، ٢٠٠٦م). فقد نص  
المشرع الكويتي في قانون الشركات في عجز المادة (٢٠١)<sup>(٤٧)</sup>.  
وبيان ذلك كما يلي:

١- إن القضاء الكويتي قد قرر في أحكامه الأساس حيث  
أكد على: "أن الشركة باعتبارها شخصاً قانونياً تستطيع  
- كما هو الحال بالنسبة للمساهمين والغير - رفع دعوى  
المسؤولية في مواجهة رئيس وأعضاء مجلس الإدارة في  
جميع الأحوال التي تترتب فيها أضرار مباشرة للشركة  
ناجمة عن أعمال الغش والإدارة وإساءة استعمال السلطة  
والمخالفة للقانون أو نظام الشركة أو نتيجة الخطأ في  
الإدارة"<sup>(٤٨)</sup>.

٢- ومن أهم الأضرار التي تصيب الشركة والتي تكون  
أساساً لهذه المسؤولية هو الإهمال الجسيم في الإدارة أو  
التعسف في استخدام السلطة أو سمعتها المالية الائتمانية  
(رضوان، ١٩٧٨م). وقد نص قضاء التمييز على: "إن  
صنوف الضرر الأدبي إنما جاءت على سبيل المثال لا  
الحصر وأن التعويض جاز عن الضرر الأدبي في شتى  
مظاهره. ولما كان ذلك وكانت الطاعنة قد طلبت  
القضاء لها بالتعويض عن الضرر الأدبي على سند من  
قيام المطعون ضدها بطبع وتوزيع المصنفات التي تنفرد  
الطاعنة بحق طبعها وتوزيعها قد أدى إلى تشويه سمعتها  
لتداول منتج رديء ليس أصلياً وبتقنيات أقل جودة

قانون الشركات حيث يلتزم العضو بالامتناع عن أي  
عمل من شأنه الإضرار بمصالح الشركة المالية  
والأدبية"<sup>(٤٩)</sup>. كما نص على عدم جواز أن يكون لمجلس  
الإدارة مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في العقود  
والصفقات التي تبرم مع الشركة ولحسابها. والحظر  
يسري على كل تصرف يبرمه العضو لمصلحته أو  
لحسابه ويمتد ليشمل أيضاً كل تصرف يبذله الغير  
لمصلحة العضو ذاته (الحبيبي، ٢٠١٢م). وبالتالي  
يرتبط هذا الواجب بالتدابير الاحترازية ضد عرض  
الاستحواذ الهجومي من خلال توظيف هذه التدابير  
وتوجيهها لمصالح شخصية وليس لمصلحة الشركة.

٢- عدم جواز منافسة الشركة: لقد حظر المشرع الكويتي  
على مجلس الإدارة اشتراك رئيسه أو أحد أعضائه أو  
المدير في شركة مشابهة منافسة لشركته"<sup>(٥٠)</sup>. وتنص المادة  
١٩٧ من القانون المدني الكويتي على مبدأ حسن النية  
وشرف التعامل في تنفيذ العقود. ووجه الارتباط هنا في  
التدابير الاحترازية، هو أن يستغل عضو مجلس الإدارة  
بحكم منصبه توافر هذه المعلومات ويقوم بتقديم عرض  
استحواذ صديق بحكم جمعه لأكثر من منصب في أكثر  
من مجلس إدارة كما نصت عليه المادة ١٩٥ من قانون  
الشركات الكويتية. حيث حصرت العدد في خمس  
مجالس إدارة شركات.

### الفرع الثالث: مسؤولية مجلس الإدارة كما تبناها القضاء الكويتي

لو أعطي لمجلس الإدارة دوراً أكبر في استخدام تدابير  
احترازية. ثم تبين للمساهمين أن مجلس الإدارة قد أحل  
باستخدامه هذه الوسائل على الشكل غير الصحيح. فأولاً:  
تمتلك الشركة ذاتها، كأثر لازم لتطبيق مبدأ الشخصية  
المنفصلة، الحق في رفع دعوى الشركة عن أي ضرر لحق بها أو

(٤٧) قانون الشركات الكويتي ٢٠١٦م ٢٠١ وتنص على ما يلي: "رئيس  
مجلس الإدارة وأعضاؤه مسؤولون تجاه الشركة والمساهمين والغير  
عن جميع أعمال الغش وإساءة استعمال السلطة، وعن كل مخالفة  
للقانون أو لعقد الشركة، وعن الخطأ في الإدارة. ولا يجوز دون  
إقامة دعوى المسؤولية اقتراح من الجمعية العامة بإبراء ذمة مجلس  
الإدارة، ولا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة الاشتراك في الإدارة. إذا لم  
توجه الدعوة لاجتماع الجمعية من قبل مجلس الإدارة لأي سبب من  
الأسباب في الحالات التي يتعين فيها على المجلس دعوة الجمعية  
للاجتماع. وتحل الوزارة محل مجلس الإدارة في اتخاذ الإجراءات  
اللازمة لعقد الاجتماع، ولها أن تترأس الاجتماع، ما لم تنتخب  
الجمعية أحد المساهمين لهذا الغرض".

(٤٨) تمييز رقم ٢٠٠٣/٩٩٣ تجاري جلسة ١٤/١/٢٠١٦م، المستحدث،  
المكتب الفني لمحكمة التمييز، أبريل ٢٠٠٦م ص ١٣٣.

(٤٥) القانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦م بإصدار قانون الشركات  
الكويتي. مادة ١٧٩.

(٤٦) قانون الشركات الكويتي ٢٠١٦م مواد ١٩٧ و ١٩٩.

هذه الدعوى هي المسؤولية التقصيرية حيث تقوم أركانها على الخطأ والضرر وعلاقة السببية، ذلك على أساس أن مجلس الإدارة هو وكيل عن الشركة وليس لكل مساهم على منفرداً (الحبيبي، ٢٠١٢م) ويتصور هنا أن مساهماً أو مجموعة من المساهمين قد وقع عليهم ضرر معين بحيث يتصور أن المجلس قد قام بعمل أو امتنع عن عمل قد رتب ضرراً عليهم. وقد أورد قانون الشركات الكويتي هذا الحق للمساهمين حيث نص في المادة ٢٠٤ عليه<sup>(٥١)</sup>.

### الخاتمة

فيما يبدو أن اقتفاء المشرع الكويتي لموقف المشرع البريطاني لا يصلح. فالمشرع البريطاني مرتبط بالتشريع الأوروبي والذي أتت لائحة الاستحواذ في شأنه على هذه المبادئ من أجل تسريع عمليات إعادة هيكلة رأس المال من خلال تسهيل عمليات الاستحواذ والاندماج تمهيداً لإنشاء السوق الأوروبية المشتركة. وهو ما لا يقتضي معه الحال ذات الأمر في البيئة التشريعية في الكويت. ثم إن منع مجلس الإدارة من استخدام التدابير الاحترازية ضد العرض الهجومي في حقيقته يخل بمصالح الشركة. قد يضر بحقوق أقلية المساهمين واعتبارات المصلحة الجماعية في إدارة الشركة. بخلاف الحال، فإن تمكين مجلس الإدارة من اتخاذ التدابير الاحترازية من شأنه أن يراعي المصلحة الجماعية للشركة على خلاف الحال إذا ترك القرار للجمعية العامة فإن المساهم سوف يفكر فقط في استثماراته قصيرة الأجل غير مكترث بمصير الشركة. بل إن الأدهى من ذلك أن المشرع فرض مجموعة واجبات ائتمانية تحكم عمل مجلس الإدارة كواجب عدم تنازع المصالح. كذلك أعطى المشرع للمساهمين إمكانية مقاضاة مجلس الإدارة عن

وكان الحكم المطعون فيه وبعد أن سجل ثبوت خطأ المطعون ضدها من واقع الحكم الجزائي النهائي الصادر ضد تابعها لما نسب إليه من اعتداء على حقوق الطاعنة بنسخ المصنفات المملوكة حق لها ووضع علامتها التجارية عليها انتهى رغم ذلك إلى القضاء برفض طلبها التعويض عن الضرر الأدبي على سند تقديمها الدليل المثبت لما لحقها من أضرار فإنه يكون معيماً مما يستوجب تمييزه لهذا الوجه. وحيث إنه وبالبناء على ما تقدم فإنه لما كانت الشركة المستأنف ضدها بأداء مبلغ ٥٠٠١ على سبيل التعويض المؤقت عن الضرر المادي والأدبي جراء فعل الأخيرة وترى المحكمة القضاء لها بمبلغ ألفي دينار تعويضاً نهائياً يكفي لجبر الأضرار الأدبية التي لحقت بها متمثلة فيما أصابها من ضرر نتيجة الإساءة إلى سمعتها"<sup>(٥٢)</sup>.

٣- لقد قرر المشرع الكويتي عدم سقوط دعوى المسؤولية الاقتراع بإبراء الذمة الذي يقدمه في الجمعية العامة لمجلس الإدارة وذلك لأنه لم يكن معلوماً حقيقة أفعال مجلس الإدارة أو إساءة الأغلبية تعسفها في استعمال السلطة"<sup>(٥٣)</sup>. وقد نص قضاء محكمة التمييز على: "تحسباً لما قد يصدر من الجمعية العامة من قرارات بسقوط دعوى المسؤولية قبل أعضاء مجلس الإدارة من دون علم منهم بحقيقة ما اقترفه المجلس أو أحد أعضائه من خطأ يستوجب المسؤولية أو نتيجة لتدخل منه أو مجاملة حيث تسبب الأغلبية إلى الأقلية، وما قد يحمله من إبراء بذمة مجلس الإدارة. فلا مساع مع القول بأن الإبراء يحول دون رفع الدعوى، إذا تم كشف مجلس الإدارة عن جميع والتصرفات التي قام بها، بما في ذلك التصرفات المخالفة، إذا في ذلك تخصيص لعموم الذي وردت عباراته عامة مطلقة، بحيث يشمل الاقتراع على إبراء الذمة".

٤- ويوجد أيضاً دعوى المساهم المشتقة وهي متى صدر من مجلس الإدارة خطأ تسبب في ضرر للمساهم. فأساس

(٥١) قانون الشركات الكويتي ٢٠١٦م مادة ٢٠٤ وتنص على التالي: "لكل مساهم أن يرفع دعوى المسؤولية منفرداً نيابة عن الشركة في حالة عدم قيام الشركة برفعها، وفي هذه الحالة يجب اختصام الشركة ليحكم لها بالتعويض إن كان له مقتض. ويجوز للمساهم رفع دعواه الشخصية بالتعويض إذا كان الخطأ أُلحق به ويقع، ا ضرر باطلاً كل شرط في عقد الشركة يقضي بغير ذلك".

(٤٩) الطعن بالتمييز رقم ٩١٨/٢٠٠٦ تجاري/٣.

(٥٠) الطعن رقم ٩٦/٨١ تجاري، جلسة ٢٩/٣/١٩٩٨م، مجلة القضاء والقانون، مايو ٢٠٠١م، السنة ٢٦، الجزء ١، ص ص ٢٣٠-٢٣٤.

## المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

## (١) الكتب والأبحاث العلمية

أحمد، عبدالفضيل محمد (١٩٨٦م). حماية الأقلية من القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعيات العامة: دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي. المنصورة: مكتبة دار الجلاء الجديدة.

بربري، أحمد محمود مختار (٢٠٠٦م). المعاملات التجارية. ط ٢، القاهرة: دار النهضة العربية.

تارديس، خليل فيكتور (٢٠١٤م). تعسف أقلية المساهمين في التصويت في الجمعية العامة لشركة المساهمة. (بدون ناشر).

الحيني، فهد (٢٠١٢م). مسؤولية أعضاء مجلس إدارة شركة المساهمة عن قرارات مجلس الإدارة: دراسة مقارنة. رسالة دكتوراه مقدمة لجامعة القاهرة، كلية الحقوق.

حلمي، خالد سعد زغلول (٢٠١٠م). التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي (مع دراسة أثر الأزمة العالمية على أسواق المال العربية).

الكويت: مجلس النشر العلمي جامعة الكويت.  
رضوان، أبو زيد (١٩٧٨م). شركات المساهمة والقطاع العام. القاهرة: دار الفكر العربي.

رضوان، أبو زيد (١٩٨٨م). الشركات التجارية. القاهرة: دار الفكر العربي.

السالوس، طارق محمود عبدالسلام (٢٠١٠م). العروض العامة للشراء بقصد الاستحواذ. القاهرة: دار النهضة العربية.

السيد، نهاد أحمد إبراهيم (٢٠١٤م). الاستحواذ على الشركات التجارية. القاهرة: دار النهضة العربية.

الشحومي، محمد خليفة (٢٠١٧م). النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركة المساهمة العامة في القانون الكويتي والمصري والفقهاء المقارن. القاهرة: دار النهضة العربية.

الأخطاء التي تصدر منهم أثناء إدارة الشركة متى كان هناك ضرر وعلاقة سببية بين الخطأ والضرر.

لكل ما تقدم من البحث، فإننا نوصي بالتالي:

١- تعديل المادة ٣-١-١٦ من كتاب الاستحواذ والاندماج من القرار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٥م بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠م بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتداولها ليكون النص كالتالي: "ويستطيع مجلس إدارة الشركة أن يستخدم وسائل الدفاع قبل أن يكون العرض حالاً أو بعد تقديمه متى كان العرض العدائي يشكل خطراً على مصالح الشركة شريطة أن يتناسب الدفاع مع درء خطر العرض".

٢- إضافة نص صريح لكتاب الاستحواذ والاندماج في أن مجلس الإدارة يعمل للمصلحة الجماعية الشركة وقت تقديم عروض الاستحواذ. وهو ما شأنه أن تتم مراعاة مصلحة أصحاب المصالح المختلفة من جهة، ومن جهة أخرى مراعاة الاستثمارات طويلة الأجل وحماية حقوق أقلية المساهمين.

٣- نقل لصريح تطبيق قاعدة العمل التجاري المستقل المستمدة من قضاء ولاية ديلاوير في القانون الكويتي لإتاحة الفرصة لمجلس الإدارة حتى يعمل بكل أريحية في سبيل اتخاذ القرارات الاستشارية للشركة.

٤- نقل فكرة سمو مجلس الإدارة في استعمال التدابير الاحترازية ضد عرض الاستحواذ الهجومية وربطها بقاعدة العمل التجاري المستقل.

٥- تطبيق أحكام المصلحة الجماعية بشكل صريح في القانون الكويتي، حتى يتسنى لمجلس الإدارة العمل بموازنة فيما بين تعظيم أرباح المساهمين والعمل على مصلحة أصحاب المصالح المختلفة من دائنين وموردين وموظفين وزبائن.

٦- نقل فكرة المصلحة الجماعية من خلال سلوك مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات الاستشارية.

٧- نقل الأفكار المستمدة من قضاء ديلاوير في أحكام يونيكال وريفلون لتكون محلاً للتطبيق في الكويت.

- القرار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٥ م بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ م بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتها.

### (٣) مجموعة الأحكام القضائية

- الطعن رقم ٩٦/٨١ تجاري، جلسة ٢٩/٣/١٩٩٨ م، مجلة القضاء والقانون، مايو ٢٠٠١ م، السنة ٢٦.
- تمييز الطعن رقم ٩٦/٨١ تجاري، جلسة ٢٩/٣/١٩٩٨ م، مجلة القضاء والقانون، مايو ٢٠٠١ م، السنة ٢٦، الجزء ١، ص ص ٢٣٠-٢٣٤.
- الطعن رقم ٩٩٣/٢٠٠٣ تجاري جلسة ١٤/١/٢٠٠٦ م، المستحدث، المكتب الفني لمحكمة التمييز، أبريل ٢٠٠٦ م.
- الطعن رقم ٩٢/٢٣ م تجاري، جلسة ١٤/٢/١٩٩٤ م، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، القسم الثالث، المجلد الثالث، يوليو ١٩٩٤ م.

### ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

#### (1) Statutes

- City Code 2016.
- Company Act 2006.
- European Directive on Takeover Bids (2004/25/EC).
- Securities Exchange Act 1934.
- The Williams Act 1968.

#### (2) Cases

- *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 n.6 (Del. 1984).
- *Bamford v Bamford* [ 1970] Ch. 212.
- *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 264 n.66 (Del. 2000).
- *Citron v. Fairchild Camera and Instrument Corp.*, 569 A.2d 53, 64 (Del. 1989).
- *Dawson International plc v Coats Paton plc and others* (1989) BCLC 23.
- *Fulham Football Club Ltd v Cabra Estates plc: CA* 1994.
- *Gorman v. Salamone, C.A. No. 10183-VCN (Del. Ch. July 31, 2015).*
- *Re a Company* (1986) BCLC 38.
- *Revlon*, 506 A.2d at 182.
- *Unitrin, Inc. v American General Corp* 651 A.2d 1361 (Del. 1995).
- *Unocal Corp v Mesa Petroleum Co* 493 A.2D 946 Del. 1985.

الشرقاوي، محمود سمير (١٩٨٠ م). المشروع متعدد القوميات والشركة القابضة كوسيلة لقيامه. مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، ع (٣٦٢)، سنة (٦٦)، ص ص ١٤٠-٢٤٢. الشمري، طعمة (١٩٨٥ م). مجلس إدارة الشركة المساهمة. ط ١، الكويت: مؤسسة الكويت للتقدم العلمي.

الصغير، حسام الدين (٢٠٠٤ م). النظام القانوني لاندماج الشركات. الإسكندرية: دار الفكر العربي.

محبوب، جابر، والدريعي، سامي، والهندياني، خالد (٢٠١٢ م). حق الملكية في القانون الكويتي: دراسة مقارنة. ط ٣، الكويت: جامعة الكويت.

المصري، حسني (١٩٨١ م). شركات الاستثمار. القاهرة: دار النهضة العربية.

المطيري، نورة (٢٠١٧ م). التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية حقوق أقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي. القاهرة: دار النهضة العربية.

الملحم، أحمد عبدالرحمن (٢٠١٥ م). قانون الشركات الكويتي والمقارن. ط ٢، ج (٢)، الكويت: مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت.

منصور، مصطفى سلامة (١٩٦٥ م). حق الملكية في القانون المدني الكويتي. القاهرة: مكتبة سيد عبدالله وهبة.

مؤمن، طاهر شوقي (٢٠٠٦ م). الاستحواذ على الشركة: دراسة نظرية وتطبيقية. القاهرة: دار النهضة العربية.

وصفي، مصطفى كمال طه (١٩٥٩ م). المسؤولية المدنية لأعضاء مجلس الإدارة في شركة المساهمة العامة.

رسالة دكتوراه بجامعة فؤاد الأول، كلية الحقوق.

#### (٢) القوانين

- القانون المدني الكويتي رقم ٦٧ لسنة ١٩٨٠ م.
- القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ م بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته.
- القانون رقم ١ بشأن إصدار قانون الشركات الكويتي لسنة ٢٠١٦ م.

- Fisch, J. (2000). The peculiar role of the Delaware courts in the competition for corporate charters. *University of Cincinnati Law Review*, 68, 1061-1100.
- Fischel, D. (1998). Efficient capital market theory, the market for corporate control, and the regulation of cash tender offers. *Texas Law Review*, 57, 1-45.
- Freeman, E., Wicks, A., & Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and "The Corporate Objective Revisited". *Organization Science*, 15, 364-369.
- Furlow, C. (2009). Reflections on the Revlon doctrine. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 11, 519-572.
- Gilson, R., & Kraakman, R. (1990). What triggers Revlon. *Wake Forest Law Review*, 25, 37-59.
- Grossman, S., & Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Habersack, M. (2018). Non-frustration rule and mandatory bid rule: Cornerstones of European takeover law? *European Company and Financial Law Review*, 15, 1-40.
- Jarrell, G. (1985). The wealth effects of litigation by targets: Do interests diverge in a merge? *The Journal of Law and Economics*, 28, 151-177.
- Jensen, M., & Fama, E. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Johnson, L. (2013). Unsettledness in Delaware corporate law: Business judgment rule, corporate purpose. *Delaware Journal of Corporate Law*, 38, 405-451.
- Jones, T. (1980). Corporate social responsibility revisited, redefined. *California Management Review*, 22, 59-67.
- Julian, F., & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40, 163-181.
- Keay, A. (2010). Shareholder primacy in corporate law: Can it survive? Should it survive? *European Company and Financial Law Review*, 7, 369-413.
- Keay, A., & Adamopoulou, R. (2012). Shareholder value and UK companies: A positivist inquiry. *European Business Organization Law Review*, 13, 1-29.
- Kershaw, D. (2007). The illusion of importance: Reconsidering the UK's takeover defence prohibition. *International and Comparative Law Quarterly*, 56, 267-307.
- Knudsen, J. S. (2005). Is the single European market an illusion? Obstacles to reform of EU takeover regulation. *European Law Journal*, 11, 507-524.
- Koppes, R., Ganske, L., & Haag, C. (1999). Corporate governance out of focus the debate over classified boards. *The Business Lawyer*, 54, 1023-1055.
- Kotler, H. (1952). Treasury stock: A corporate anomaly. *Cleveland State Law Review*, 1, 9-22.
- Langton, R., & Trotman, L. (1999). Defining 'the best interests of the corporation': Some Australian reform proposals. *Flinders Journal of Law Reform*, 3, 163-181.
- (3) Academic Articles**
- Armour, J., & Skeel, D. (2007). Who, writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation. *Georgetown Law Journal*, 95, 1727-1794.
- Bainbridge, S. (2001). Director primacy in corporate takeovers: Preliminary reflections. *Stanford Law Review*, 55, 719-818.
- Bainbridge, S. (2002). The board of directors as nexus of contracts. *Iowa Law Review*, 88, 1-34.
- Bainbridge, S. (2004). The business judgment rule as abstention doctrine. *Vanderbilt Law Review*, 57, 83-130.
- Black, B. (1989). Bidder overpayment in takeovers. *Stanford Law Review*, 14, 597-660.
- Branson, D. (2002). The rule that isn't a rule: The business judgment rule. *Valparaiso University Law Review*, 36, 631-654.
- Budenov, Y. (2016). Protection of minority shareholders: Mandatory bid or partial bid rule. *SSRN Electronic Journal*, 1-27.
- Cahill, D., & Wink, S. (1990). Time and time again the board is Paramount: The evolution of the Unocal standard and the Revlon trigger through Paramount V. Time. *The Notre Dame Law Review*, 66, 159-210.
- Chrispas, N. (2015). A critique of shareholder primacy under UK takeover law and the continued imposition of the Board Neutrality Rule. *International Journal of Law and Management*, 57(4), 235-264.
- Clemens, R. (1987). Poison debt: The new takeover defense. *The Business Lawyer*, 42, 747-760.
- Coates, J. (1999). Measuring the domain of mediating hierarchy: How contestable are U.S. public corporations? *The Journal of Corporation Law*, 24, 837-867.
- Cremers, M., Nair, V., & Peyer, U. (2008). Takeover defenses and competition: The role of stakeholders. *Journal of Empirical Legal Studies*, 5, 791-818.
- Crossan, K. (2011). The effects of a separation of ownership from control on UK listed firms: An empirical analysis. *Managerial and Decision Economics*, 293-304.
- Cuomo, J. (1989). State regulation of hostile takeovers: The constitutionality of third generation business combination statutes and the role of the courts. *St. John's Law Review*, 64, 107-131.
- Dawson, S., Pence, R., & Stone, D. (1987). Poison pill defensive measures. *The Business Lawyer*, 42, 791-817.
- Fairfax, L. (2006). The rhetoric of corporate law: The impact of stakeholder rhetoric on corporate norms. *Journal of Corporation Law*, 31, 675-718.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88, 288-307.

- Schuster, E-P. (2013). The mandatory bid rule: Efficient, after all? (United Kingdom, European Union). *Modern Law Review*, 67, 529-563.
- Seretakis, A. (2012). Hostile takeovers and defensive mechanisms in the UK and the US: A case against the US regime. *SSRN Electronic Journal*, 245-379.
- Shaw, B. (1990). Resolving the conflict of interest in management buyouts. *Hofstra Law Review*, 19, 143-170.
- Stokka, S. (2013). Defence tactics in hostile takeovers: An analysis of the rules imposed on the pursued target. *Southampton Student Law Review*, 3, 1-28.
- Stout, L. (1990). Are takeover premiums really premiums? Market price, fair value, and corporate law. *The Yale Law Journal*, 99, 1235-1296.
- Subramanian, G. (1998). A new takeover defense mechanism: Using an equal treatment agreement as an alternative to the poison pill. *Delaware Journal of Corporate Law*, 23, 375-422.
- Taylor, M. (1998). Tender offers and the business judgment rule. *University of Miami Business Law Journal*, 7, 171-199.
- Thanassoulis, J., & Somekh, B. (2016). Real economy effects of short-term equity ownership. *Journal of International Business Studies*, 47, 233-254.
- Tsagas, G. (2014). A long-term vision for UK firms? Revisiting the target director's advisory role since the takeover of Cadbury's PLC. *Journal of Corporate Law Studies*, 14, 241-275.
- Weston, J. F., & Chung, K. S. (1990). Takeovers and corporate restructuring: An overview. *Business Economics*, 25, 6-11.
- White, A. (2012). Reassessing the rationales for the takeover bids directive's board neutrality rule. *European Business Law Review*, 5(23), 789-807.
- Yallapragada, R. (2014). Stock buybacks: Good or bad for investors? *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 12, 193-197.
- Lowry, J. (1992). Poison pills in U.S. corporations: A re-examination. *May Journal of Business Law*, 337-341.
- MacKinnon, G. (2002). Asset sales and takeover threats. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 42, 765-777.
- Magnuson, W. (2009). Takeover regulation in the United States and Europe: An institutional approach. *Pace International Law Review*, 21, 205-240.
- Matheson, J., & Olson, B. (1992). Corporate law and the long term shareholder model of corporate governance. *Minnesota Law Review*, 76, 1313-1513.
- Mitchell, R., O'Donnell, A., & Ramsay, I. (2005). Shareholder value and employee interests: Intersections between corporate governance, corporate law and labor law. *Wisconsin International Law Journal*, 23, 171-207.
- Mukwiri, J. (2013). Takeovers and incidental protection of minority shareholders. *European Company and Financial Law Review*, 10, 432-460.
- O'Sullivan, N., & Wong, P. (1999). Board composition, ownership structure and hostile takeovers: Some UK evidence. *Accounting and Business Research*, 29, 139-155.
- Okanigbuan, F. (2019). Corporate takeovers and shareholder protection: UK takeover regulation in perspective. *Manchester Student Law Review*, 2, 267-292.
- Papadopoulos, T. (2008). The European Union directive on takeover bids: Directive 2004/25/EC. *International and Comparative Corporate Law Journal*, 6, 13-103.
- Paredes, T. (2004). The firm and the nature of control: Toward a theory of takeover law. *SSRN Electronic Journal*, 103-178.
- Payne, J. (2011). Minority shareholder protection in takeovers: A UK perspective. *European Company and Financial Law Review*, 8, 146-173.
- Peeples, R. (1985). The use and misuse of the business judgment rule in the close corporation. *Notre Dame Law Review*, 60, 456-509.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-266.
- Proxmire, W. (1988). What's right and wrong about hostile takeover? *Wisconsin Law Review*, 1, 353-363.
- Rhee, R. (2008). A legal theory of shareholder primacy. *Minnesota Law Review*, 102, 1951-2017.
- Ryngaert, C. (2007). Cross-border takeover regulation: A transatlantic perspective. *European Company and Financial Law Review*, 4, 434-459.
- Sappideen, R. (2008). Explaining securities markets efficiency. *Capital Markets Law Journal*, 3, 326-342.
- Sappideen, R. (2011). Focusing on corporate short-termism. *Singapore Journal of Legal Studies*, 1, 412-431.

#### (4) Reports

Report of the high level group of company law experts on issues relating to takeover bids. (2002) (The Winter Report).

#### (5) Workshop

Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). A stakeholder approach to strategic management. *Darden Business School Working Paper No. 01-02*.

#### (6) Books

Bainbridge, S. (2008). *The new corporate governance in theory and practice*. Oxford University Press.

Brunner, R. (2004). *Applied mergers and acquisitions*. Wiley.

Chiu, I., & McKee, M. (2015). *The law on corporate governance in banks*. Edward Elgar Publishing.

Corelli, A. (2016). *Analytical corporate finance*. Springer.

- McCahery, J., Moerland, P., Renneboog, L., & Raaijmakers, T. (2002). *Corporate governance regimes: Convergence and diversity*. Oxford University Press.
- Miller, R. L. (2012). *Cengage advantage books: Fundamentals of business law today: Summarized cases* (9th ed.). South-Western College.
- Roach, L. (2018). *Company law* (5th ed.). Oxford University Press.
- Ruback, R. (1998). An overview of takeover defenses. In A. J. Auerbach (Ed.). *Mergers and acquisitions*. University of Chicago Press.
- Skeel, D. (2001). *Debt's dominion: A history of bankruptcy law in America*. Princeton University Press.
- Tomasic, R., Bottomley, S., & McQueen, R. (2002). *Corporations law in Australia* (2nd ed.). The Federation Press.
- van Frederikslust, R. A. I., Ang, J. S., & Sudarsanam, P. S. (2007). *Corporate governance and corporate finance: A European perspective*. Routledge.
- Welch, E. (2018). *Folk on the Delaware general corporation law 2019: Fundamentals*. Wolters Kluwer Law & Business.
- Davies, P., Schuster, E-P., & van de Walle de Ghelcke, E. (2010). The takeover directive as a protectionist tool? In Ulf U. Bernitz and Wolf-Georg W. Ringe (Eds.). *Company law and economic protectionism: New challenges to European integration*. Oxford University Press.
- Easterbrook, F., & Fischel, D. (1991). *The economic structure of corporate law*. Harvard University Press.
- Gevurtz, F. (2000). *Corporation law*. West Academic Publishing.
- Gorzala, J. (2010). *The art of hostile takeover defence*. Diplomica Verlag.
- Griffiths, A. (2005). *Contracting with companies (contemporary studies in corporate law)*. Hart Publishing.
- Gupta, M. (2010). *Contemporary issues in mergers and acquisitions*. Himalaya Publishing House.
- Koulouridas, A. (2008). *The law and economics of takeovers; An acquirer's perspective*. Hart Publishing.
- Mallin, C. (2010). *Corporate governance* (3rd ed.). Oxford University Press.