

2020

Legal Controls of the Authority of the Target Company's Board of Directors in Responding to a Hostile Takeover: A comparative Study under Emirati and American Laws

Alaa Yakoob Yousif Dr.

Associate Professor of Commercial Law, College of Law - University of Sharjah, Anaimiy@sharjah.ac.ae

Follow this and additional works at: https://digitalcommons.aaru.edu.jo/sharia_and_law



Part of the [Commercial Law Commons](#)

Recommended Citation

Yousif, Alaa Yakoob Dr. (2020) "Legal Controls of the Authority of the Target Company's Board of Directors in Responding to a Hostile Takeover: A comparative Study under Emirati and American Laws," *مجلة جامعة الإمارات للبحوث القانونية UAEU LAW JOURNAL*: Vol. 84: Iss. 84, Article 3.
Available at: https://digitalcommons.aaru.edu.jo/sharia_and_law/vol84/iss84/3

This Article is brought to you for free and open access by Arab Journals Platform. It has been accepted for inclusion in *مجلة جامعة الإمارات للبحوث القانونية UAEU LAW JOURNAL* by an authorized editor. The journal is hosted on [Digital Commons](#), an Elsevier platform. For more information, please contact rakan@aarj.edu.jo, marah@aarj.edu.jo, u.murad@aarj.edu.jo.

Legal Controls of the Authority of the Target Company's Board of Directors in Responding to a Hostile Takeover: A comparative Study under Emirati and American Laws

Cover Page Footnote

Dr. Alaa Yaqoub Youssef Associate Professor of Commercial Law, College of Law - University of Sharjah
Anaimiy@sharjah.ac.ae

الاستحواذ تاركاً لمساهمي الشركة سلطة اتخاذ القرار، وهذا هو نهج القانون الإماراتي. الأمر الذي يثير التساؤل عن الاتجاه الراجح منها والأقدر على تحقيق أهداف التشريع المتمثلة بدعم الشركات التجارية وحمايتها، لا سيما في ضوء حداثة التنظيم القانوني للاستحواذ في دولة الإمارات العربية المتحدة.

الكلمات المفتاحية: الاستحواذ، الاستحواذ العدائي، مجلس الإدارة، الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

المقدمة

يعد التركيز الاقتصادي واحداً من ظواهر النشاط التجاري في عالم اليوم، فالمشروعات الصغيرة المتفرقة لا تملك إلا قدرات محدودة تجعلها غير مؤهلة للاستمرار والتطور، فكان ميل المشروعات نحو التجمع حلاً ناجحاً. ويعد الاستحواذ أحد الوسائل القانونية التي يتحقق من خلالها التركيز المنشود وذلك بحصول المستحوز على نسبة معينة مؤثرة من أسهم شركة أخرى، فإذا كان المستحوز شركة فإن الأثر الرئيس للاستحواذ سيكون تداخل شركتين بما يحمله هذا التداخل من مزايا، لعل من أهمها تعزيز القدرة التنافسية لكل منهما في السوق وخفض التكاليف في مقابل زيادة الأرباح، فتكون قيمة الشركتين مجتمعين أكبر من قيمة كل منهما منفردة، مع بقاء كل منهما محتفظة بشخصيتها الاعتبارية.

والاستحواذ بشكل عام يتم عن طريق شراء المستحوز لأسهم الشركة كلاً أو جزءاً بنسبة معينة بما يضمن له السيطرة عليها، وغالباً ما تقدم عروض الشراء بسعر يزيد على سعر السوق، ليكون حافزاً على قيام المساهمين بشكل جماعي ببيع أسهمهم للمستحوز، لذا فإن الشركات التي تقل القيمة السوقية لأسهمها عن قيمتها الحقيقية تكون الهدف الأمثل للاستحواذ. ومثل هذا التفاوت في القيمتين يحصل بسبب عدم استغلال أصول الشركة الاستغلال الأمثل بحيث تكون القيمة الحقيقية لموجودات الشركة وأصولها أكبر مما يظهر من

وإذا كان لمسلك القانون الإماراتي ما يبرره فإن مشكلة البحث تكمن في حداثة التنظيم التشريعي للاستحواذ في الدولة، إذ إنها تفتح الباب أمام تساؤلات كثيرة، لعل من أهمها مدى قدرة المساهمين على اتخاذ قرار مواجهة الاستحواذ، وما هي الضوابط القانونية لتدخل مجلس الإدارة في هذا القرار؟، وهل يجذب أن يميل التشريع الإماراتي عوضاً عن ذلك إلى جهة التشريع الأمريكي الذي له قدم السبق في تنظيم الاستحواذ؟.

أهمية البحث وهدفه:

يعالج البحث واحدة من أهم وأدق المسائل القانونية المتعلقة بالاستحواذ، فإحباط محاولة الاستحواذ سيف ذو حدين، فهو من جهة قد يفوّت على الشركة فرصة الاستفادة من قدرات المستحوذ الاقتصادية والإدارية ويفوّت على المساهمين فرصة الحصول على سعر عادل لأسهمهم بدلاً من القيمة السوقية المنخفضة، ومن جهة أخرى يمكن أن يكون إنقاذاً للشركة من مستحوذٍ مضارب. لذا فقد عمدت التشريعات إلى وضع تنظيم دقيق لهذه المسألة، ولم يغفل المشرع الإماراتي بدوره تنظيمها، الأمر الذي يستدعي دراسة هذا التنظيم المستحدث وبيان مدى نجاعته في تحقيق أهداف التشريع المتمثلة بدعم الشركات التجارية وحمايتها في الوقت نفسه، بما يعزز ما تتمتع به دولة الإمارات العربية المتحدة من مكانة تجارية متقدمة في العالم.

منهج البحث:

يقوم البحث على منهجين رئيسين؛ أولهما المنهج المقارن حيث يقارن بين القانونين الأمريكي والإماراتي، وحيث إن القانونين المذكورين تبني اتجاهين مختلفين تماماً، فإن المقارنة بينهما تمت على التوالي في جزأين لينتهي البحث إلى نتيجة هذه المقارنة في جزء ثالث. أما المنهج الثاني فهو المنهج التحليلي الذي يظهر بشكل رئيس في تحليل أحكام القانون الإماراتي لبيان مدى كفايتها لتحقيق الهدف المرجو منها. وفضلاً عن هذين المنهجين لا يخلو البحث من المنهج الوصفي كلما دعت الضرورة لعرض المفاهيم والآراء تمهيداً لتحليلها.

المطلب الأول مفهوم الاستحواذ العدائي

يتحدد مفهوم الاستحواذ بشكل عام بسيطرة شخص معين يشار إليه بالمستحوذ على شركة معينة يعبر عنها بالشركة المستهدفة بالاستحواذ. وتتحقق هذه السيطرة من خلال تملك المستحوذ أصولاً للشركة المستهدفة أو نسبة معينة من أسهمها تتيح له السيطرة على اتخاذ القرار فيها.^(١)

والاستحواذ بحسب التشريع الإماراتي منظم تنظيمياً مقتضباً في قانون الشركات التجارية الاتحادي النافذ رقم ٢ لسنة ٢٠١٥، إذ أحال المشرع في هذا القانون تنظيم الاستحواذ إلى القرارات التي تصدرها هيئة الأوراق المالية والسلع. وهكذا صدر قرار لرئيس مجلس إدارة الهيئة برقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٧ يخص قواعد الاستحواذ، وفيه يعرف الاستحواذ بأنه: "تملك الجهة المستحوذة الأوراق المالية من خلال الشراء و/ أو المبادلة أو أي اتفاق أو صفقة أو ترتيب خاص، وفقاً لشرط ونسب الاستحواذ المحددة في هذا القرار"^(٢).

والمستحوذ وفقاً للقرار المشار إليه يمكن أن يكون شخصاً طبيعياً أو شخصاً اعتبارياً، إذ ورد فيه تعريف المستحوذ مطلقاً، حيث يعرفه بأنه: "كل من يرغب في الاستحواذ على الأوراق المالية"^(٣)، أما الشركة المستهدفة بالاستحواذ ففضلاً عن كونها شركة تجارية، ينبغي أن تكون شركة مساهمة تم تأسيسها بالدولة، ويتعين أن تكون قد طرحت أسهمها في اكتتاب عام أو أدرجت أسهمها في سوق الأوراق المالية^(٤).

(١) هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣، ص ٢١.

طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، المجلد ١٠٠، العدد ٤٩٧، ٢٠١٠، ص ١٩٨.

(٢) انظر المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٧ بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة، ويشار إليه لاحقاً بقرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٣) انظر المادة الأولى من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٤) انظر تعريف الشركة المستهدفة بالاستحواذ في المادة الأولى من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

إدارة الشركة وأقلية المساهمين والعاملين فيها معه، لأنه يضمن عدم إثارة مخاوف إدارة الشركة والعاملين فيها بشأن سياسة المستحوذ المتعلقة بهم، لسبق اطلاعهم على أهداف المستحوذ وخطته المستقبلية^(٨).

أما الاستحواذ العدائي وعلى الرغم من وصفه بالعدائية إلا أنه ليس ضاراً بالضرورة بمصلحة الشركة المستهدفة به، فعدائية الاستحواذ قد لا تعني المعنى الحرفي لذلك، بل يمكن أن يحقق الاستحواذ العدائي مصلحة الشركة والمساهمين، فهو يتفادى المضاربات والتأثير على أسعار الأوراق المالية؛ لأن الإعلان والإفصاح عن الاستحواذ أو عن وجود مفاوضات بشأنه قد يؤدي إلى الإقبال على شراء الأسهم في سوق الأوراق المالية ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعاً لذلك، فإذا لم تتم الصفقة تهبط الأسعار، فيختل استقرار السوق وتتضرر مصالح المستثمرين. وقد تقف وراء تقديم عرض الاستحواذ بشكل فجائي ودون الاتفاق مع مجلس الإدارة أسباب معينة تبرره، كأن يكون المستحوذ أحد أعضاء مجلس الإدارة أو أحد المساهمين الرئيسيين في الشركة ولديه اطلاع تام على أحوالها^(٩).

ومع ذلك فإن رفض مجلس الإدارة للاستحواذ العدائي على الشركة يمكن أن يكون مبرراً، فنجاح الاستحواذ يعني بطبيعة الحال سيطرة المستحوذ على الشركة، وقد لا تتناسب خطط المستحوذ مع أهداف الشركة وخطتها المستقبلية، وقد لا يكون عرض المستحوذ مناسباً بالنظر للقيمة الحقيقية لأسهمها. وهذا ما قد يعطي الحق للشركة باتخاذ إجراءات معينة لمواجهة محاولة الاستحواذ وإحباطها. وحيث إن مجلس الإدارة رفض الاستحواذ بصفته الممثل القانوني للشركة فإنه قد يسعى بهذه الصفة إلى تبني وسائل دفاعية لصدّه. وهو ما يدعو إلى التساؤل عن ماهية الوسائل الدفاعية المتاحة.

(٨) عمر ناطق مجي، مرجع سابق، ص ١٦٤؛ طارق محمود عبد السلام السالوس، مرجع سابق، ص ٣٢.

(٩) هاني سري الدين، مرجع سابق، ص ٥٢.

الشركة^(١٢)، أو برفع نصاب التصويت اللازم لاتخاذ القرار باشتراط تصويت تسعين أو خمس وتسعين بالمئة مثلاً من المساهمين على قرار الاستحواذ على الشركة^(١٣)، أو وضع قيود على حق التصويت للمساهم بأن تحدد الأصوات التي يتمتع بها المساهم الواحد بعدد معين إذا زادت نسبة مساهمته في الشركة عن حد معين، مما يحول دون سيطرته في حال ارتفعت نسبة مساهمته، ويتطلب مثل هذا الإجراء وجود نص في النظام الأساسي للشركة يسمح بإصدار الأسهم الممتازة أو بوضع القيود على حقوق التصويت^(١٤).

ومجلس الإدارة ملزمٌ في حال لجوئه إلى الوسائل القانونية المشار إليها باتباع الإجراءات القانونية التي نصّ عليها المشرع، وعلى وجه الخصوص الحصول على موافقة المساهمين. فزيادة رأس المال أو تخفيضه تتطلب مثلاً صدور قرار خاص من الجمعية العمومية؛ أي بأغلبية ثلاثة أرباع الأسهم الممثلة في الاجتماع^(١٥). وإصدار أسهم ممتازة يتطلب صدور قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح من رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع، واتباع شروط الإصدار والقواعد والإجراءات التي تنظمها بحسب ذلك^(١٦).

وإذا كانت الوسائل القانونية المشار إليها سابقاً تتطلب اتباع إجراءات قانونية معينة ولا سيما الحصول على موافقة مساهمي الشركة بنسبة معينة، فإن مجلس الإدارة قد يسعى إلى إحباط عرض الاستحواذ من خلال استعمال صلاحياته في إدارة النشاط المعتاد للشركة بإبرام اتفاقيات مع الغير يكون الهدف الرئيس منها التخلص من عرض الاستحواذ العدائي. وتتنوع صور هذه الاتفاقيات الدفاعية، فعلى سبيل المثال قد يبحث مجلس الإدارة عن

(١٢) تعد الأسهم الممتازة استثناء على الأسهم التي يفترض أن تكون جميعها أسهماً عادية تمنح حاملها حقوقاً متساوية. انظر المادة ٢٠٦ من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(13) Henry F. Johnson, Anti-Takeover Actions and defences: Business judgment or breach of duty, Villanova Law Review, Vol. 28, Issue 1, 1982, P. 71. Available at: https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2390&context=vlr_22/1/2020.

(١٤) انظر المادة ٢٢١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(١٥) انظر المواد ١٩٤، ٢٠٠، ٢٠٢، ٢٢٣، ٢٢٥، ٢٢٦، ٢٣٠ من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(١٦) انظر المادة ٢٠٦ من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

يمكن أن يقود الشركة إلى الإفلاس^(١٩).

وكما يتضح من ماهية الوسائل الدفاعية السالف ذكرها، فإن منها ما يعد سلاحاً ذا حدين، لأن استعماله قد يلحق الضرر بمصالح الشركة والمساهمين فيها، الأمر الذي يثير التساؤل عن مدى صلاحية مجلس الإدارة في رفض عملية الاستحواذ ابتداءً وبعده عدائياً، ومن ثم اتخاذ القرار بمواجهته بوحدة من الوسائل الدفاعية، وما هي الضوابط القانونية التي تحكم ذلك. وفي هذا الصدد تفرقت القوانين إلى اتجاهين، أحدهما يعطي لمجلس الإدارة صلاحية واسعة في التصدي للاستحواذ وإن لم تكن مطلقة. وأبرز القوانين التي تبنت هذا الاتجاه هو القانون الأمريكي، وثانيهما يجد من صلاحية مجلس الإدارة وإن لم ينفها بشأن قرار الاستحواذ على الشركة وتبني وسائل دفاعية ضده، مرجحاً جانب المساهمين فيها كجهة لاتخاذ القرار وهو الاتجاه الذي تبناه القانون الإماراتي، وكل من هذين الاتجاهين يضع ضوابط معينة ترسم حدود سلطة مجلس الإدارة. وفي المبحثين القادمين بيان لدور مجلس الإدارة وضوابط صلاحياته في مواجهة الاستحواذ العدائي في كل من القانون الأمريكي والقانون الإماراتي باعتبارهما محلاً لهذه الدراسة.

المبحث الأول

دور مجلس الإدارة في مواجهة الاستحواذ العدائي في القانون الأمريكي

يتمثل التنظيم القانوني الأمريكي للشركات التجارية بالقوانين الفدرالية فضلاً عن قوانين الولايات، ولعل أهم قانون فدرالي في ما يتعلق بالاستحواذ على الشركات التجارية هو قانون وليامز الذي صدر عام ١٩٦٨^(٢٠)، الذي جاء للحد من حالات الاستحواذ العدائي على الشركات التجارية، التي كانت توصف بأنها استحواذات قسرية، حيث يعمل المستحوذ على

(١٩) انظر في الوسائل الدفاعية المشار إليها: حسين محمد فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، بدون ناشر، بدون مكان أو سنة نشر، ص ٢٢٨-٢٤٣.

(٢٠) نسبة إلى السيناتور هاريسون ويليامز الذي تقدم بمشروع القانون إلى الكونجرس عام ١٩٦٥. حسين محمد فتحي، مرجع سابق، ص ١٩٦.

لإحباط الاستحواذ العدائي من جهة أخرى^(٢٣).

وفي ضوء غياب قانون فدرالي ينظم الوسائل الدفاعية فقد تولت الولايات هذا التنظيم. ويعد قانون ولاية ديلاوير الأكثر أهمية بين تلك القوانين. ذلك أن نسبة كبيرة من الشركات في الولايات المتحدة وحتى من خارج الولايات المتحدة يتم تأسيسها في ولاية ديلاوير^(٢٤)، بالنظر لأن قانون الشركات في هذه الولاية يتضمن العديد من المزايا للشركات المؤسسة فيها، فضلاً عن كونه من بين أكثر قوانين الشركات تقدماً في الولايات المتحدة^(٢٥)، وهو يعد

=تتعلق بمدى دستوريته على أساس من أن حماية المستثمر المحلي أولى بالرعاية من حماية حملة الأسهم غير المقيمين، لذا فقد تم وضع تشريعات جديدة يطلق عليها الفقه الجليل الثاني من التشريعات المضادة للاستحواذ، كتشريع واشنطن عام ١٩٨٧ الذي يمنع أي شخص يحاول الاستحواذ على الشركة من الاتفاق معها على تعامل تجاري مهم (كالاندماج) لمدة خمس سنوات من تاريخ حصوله على عشرة بالمئة أو أكثر من أسهمها بدون الحصول على موافقة مجلس الإدارة، وتشريع أريزونا عام ١٩٨٧ الذي يقيّد من حق المساهمين في التصويت على الاستحواذ العدائي.

Edgar v. MITE Corp. 457 U.S. 624 (1982), available at: <https://caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/457/624.html> 31/3/2020

Wilton Robinson, Poison Pills: Recent Negative Economic Effects Justify Repealing the Related Legislation and Increasing Shareholder Ownership Rights, the journal of business, entrepreneurship and the law, Vol.9, issue 1,2016, P.7. Available at: <https://digitalcommons.pepperdine.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1135&context=jbel> 25/3/2020

Lucian Arye Bebchuk, Allen Ferrell, Federalism and takeover law: The race to protect managers from takeovers, National bureau of economic research, July, 1999, p, 16-17. Available at: <https://www.nber.org/papers/w7232.pdf> 26/3/2020.

(23) Matteo Gatti, The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does It Make? Fordham Journal of Corporate and Financial Law, Vol. 20, No. 1, 2014, P, 81-83. Available at:

<https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1398&context=jcfl>

Lucian Arye Bebchuk, Allen Ferrell, Op, Cit, p, 13.

(٢٤) تجدر الإشارة إلى أنه يحق لكل ولاية أن تضع تنظيماً قانونياً للشركات التجارية التي يتم تأسيسها في تلك الولاية وللشركاء الحق في اختيار الولاية التي يؤسسون فيها شركتهم وإن لم يكن نشاط الشركة الرئيس في تلك الولاية، واختيار الشركاء يقع بطبيعة الحال على الولاية التي يمنحهم قانونها أفضل المزايا. ووفقاً للموقع الرسمي لولاية ديلاوير فإن ٥٠٪ من الشركات الأمريكية المدرجة أسهمها في سوق الأوراق المالية مؤسسة في ولاية ديلاوير، من بينها ٦٤٪ من الشركات المدرجة على قائمة Fortune 500.

https://corplaw.delaware.gov/wp-content/uploads/sites/87/2017/05/arabic_translation.pdf

(25) What is the best state to incorporate in, September, 18, 2019? Available at:

<https://www.incnow.com/blog/2019/09/18/best-state-to-incorporate/> 26/3/2020.

المطلب الأول

الأصل حق مجلس الإدارة في الدفاع ضد الاستحواذ العدائي

على الرغم من أن إدارة شركة المساهمة وسلطة اتخاذ القرار فيها بحسب القانون الأمريكي مشتركة بين مجلس الإدارة ومساهمي الشركة، إلا أن الأصل هو إعطاء الحق لمجلس إدارة الشركة لاتخاذ القرار المبدئي بشأن الاستحواذ، تأسيساً على أن إدارة شؤون الشركة وتسيير أعمالها هي من اختصاص مجلس الإدارة^(٢٨)، فإذا لم يحظ عرض الاستحواذ بموافقة المجلس فلا يُقدم للمساهمين للتصويت عليه، وللمجلس أن يتخذ ما يراه من إجراءات وأساليب دفاعية من أجل منع الاستحواذ العدائي وإحباطه.

إلا أن سلطة مجلس الإدارة ليست مطلقة، إذ إن مدى صحة ما يتخذه من إجراءات ومدى إلزامها للشركة وللمساهمين محكوم بحسب القواعد العامة بقاعدة القرار التجاري السليم، ومن يدعي مسؤولية مجلس الإدارة عليه أن يثبت أن القرار الذي اتخذته ليس قراراً سليماً. فإذا تبين أن القرار قرار تجاري سليم تنتفي حينها مسؤولية مجلس الإدارة بغض النظر عن النتائج التي تترتب على هذا القرار^(٢٩)، وحتى إذا كان من بين الدوافع لاتخاذ القرار رغبة مجلس الإدارة في البقاء في مناصبهم، ما لم تكن هذه الرغبة هي الدافع الوحيد^(٣٠). وحتى يعد قرار المجلس قراراً تجارياً سليماً يجب أن يستوفي جانبيين؛ جانب العناية والحرص المطلوبين وجانب الإخلاص، ويتحقق الأول بأن يتخذ المجلس قراره عن بيّنة فيما يتعلق بالنتائج المتوقعة

(٢٨) وفق الفقرة الأولى من المادة ١٤١ من قانون الشركات لولاية ديلاوير بحسب آخر التعديلات حتى تاريخ ٢٥/٢/٢٠٢٠.

(29) David S. White, Auctioning the corporate bastion: Delaware readjusts the business judgment rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holding Inc. SMU law review, Vol. 40, Issue 4, 1986, p, 1121-1122. Available at:

<https://scholar.smu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2646&context=smulr> 20/2/2020

Bernard S. Sharfman, The importance of the business judgment rule, Journal of law and business, Vol. 14, Issue 1, 2017, P, 38. Available at:

https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2590&context=fac_publications 26/3/2020.

(30) Johnson v. Trueblood, 629 F.2d 287 (3d Cir. 1980), cert. denied, 450 U.S. 999 (1981), mentioned in: Henry F. Johnson, OP, Cit, P. 56-57..

معياراً وسطياً في حالات الاستحواذ العدائي⁽³⁵⁾، فهو يرفع مستوى العناية عن القدر المحدد في معيار القرار التجاري السليم دون أن يمنع مجلس الإدارة من اتخاذ القرار. وتتلخص وقائع القضية في قيام شركة ميسا Mesa في العام ١٩٨٥ بتقديم عرض نقدي لشراء ٣٧٪ من أسهم شركة أنوكال، وحيث إن لديها فيها ما نسبته ١٤٪ من الأسهم فتستكون لها السيطرة وبنسبة ٥١٪ على أسهم الشركة. وقد رفض مجلس إدارة شركة أنوكال هذا العرض العدائي، مبيناً أن هذا العرض غير ملائم بسبب السمعة السيئة لشركة ميسا بالنظر لسياسات الابتزاز التي تتبعها، حيث تشتري أسهم الشركات بنسبة معينة وتهدها بالاستحواذ الكامل عليها إذا لم تقم الشركة المستهدفة بشراء أسهمها منها بسعر يفوق سعر السوق. وكإجراء دفاعي عمد مجلس إدارة شركة "أنوكال" إلى اتخاذ آلية تقديم عرض ذاتي في حال نجاح الاستحواذ لشراء الشركة أسهمها المتبقية بسعر يفوق السعر الذي عرضته "ميسا" باستثناء أسهم الأخيرة باعتبارها أيضاً من المساهمين، وذلك من أجل إحباط عرضها ومنعها من شراء الأسهم⁽³⁶⁾. فأقامت شركة "ميسا" الدعوى على إدارة شركة "أنوكال" محاولة التوصل إلى إبطال قرار العرض الذاتي. وقد أقرت المحكمة العليا لديلاوير بأن الصلاحيات التي يتمتع بها مجلس الإدارة في إدارة الشركة وتسيير شؤونها وفقاً للفقرة الأولى من المادة ١٤١ من قانون الشركات لولاية ديلاوير⁽³⁷⁾ تشمل سلطة اتخاذ الوسائل الدفاعية ضد الاستحواذ العدائي من أجل حماية المساهمين وحماية كيان الشركة من التهديد أياً كان مصدره. ثم طبقت المحكمة المعيار الخاص الآنف الذكر فوجدت أن قرار مجلس الإدارة كان قراراً سليماً من حيث إن الاستحواذ يمثل تهديداً لمصلحة الشركة ومن حيث تناسب الوسائل الدفاعية معه، وذلك في ضوء

(35) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d 946(1985). Available at: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/493-a-2d-946-9.html>

(36) مثل هذا الإجراء يقضي على خوف المساهمين من أن المستحوذ بعد نجاح الاستحواذ يشتري الأسهم المتبقية بأقل من سعرها مما يدفعهم إلى بيع أسهمهم للمستحوذ حتى لو لم يكونوا راغبين بالبيع، فإذا لم تكن هذه الخشية موجودة فلن يحصل المستحوذ العدائي على النسبة التي يرغب بالحصول عليها.

Brian D. Wenger, OP, Cit, P, 1455.

(37) Delaware general corporation law, title 8, (includes all acts effective as of February 25, 2020): available at: <https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf> 26/3/2020.

المطلب الثاني منع مجلس الإدارة من استخدام وسائل دفاعية ضد الاستحواذ استثناءً

إذا كان الأصل وفقاً للقانون الأمريكي هو حق مجلس الإدارة في استخدام الوسائل الدفاعية من أجل إحباط الاستحواذ، فإن السوابق القضائية الأمريكية وضعت استثناءً على هذا الأصل. فالمحكمة العليا في ديلاوير وضعت مبدأً قضائياً مفاده أن الاستحواذ على الشركة متى كان حتمياً، فليس لمجلس الإدارة أن يتخذ أي وسائل دفاعية مضادة للاستحواذ، بل عليه في هذه الحالة أن يسعى للحصول على أعلى سعر لأسهم الشركة المستهدفة لحماية لمصالح المساهمين فيها.

وقد تجسد هذا المبدأ في سابقة عرفت بقضية ريفلون Revlon⁽⁴²⁾، وتمثل وقائع هذه القضية في قيام شركة بانترى برايد Pantry Pride بتقديم عرض عدائي للاستحواذ على شركة ريفلون بسعر ٤٧,٥ دولاراً للسهم الواحد، ثم قامت برفعه إلى ٥٣ دولاراً، وقد كان هذا العرض مرفوضاً من قبل مجلس الإدارة لأن المبلغ المعروض كان أقل من القيمة الحقيقية لأسهم الشركة؛ ولأن شركة بانترى برايد ستقوم بتمويل الاستحواذ عن طريق الاقتراض الذي تخطط لتغطيته من خلال بيع أسهم الشركة بسعر أعلى. فقامت ريفلون باتخاذ إجراءات دفاعية فاشترت خمسة ملايين سهم من أسهمها البالغة ثلاثين مليوناً، كما قامت بخطة لتغيير الحقوق الأساسية لمساهميها ومنحتهم حق استبدال كل سهم بسندات تصدرها الشركة بقيمة ٦٥ دولاراً للسند تستحق بعد سنة بفائدة قدرها ١٢٪. ولكن هذا الحق يفعل فقط في حال استحواذ شخص على ٢٠٪ من أسهم الشركة. وبالنظر لإصرار شركة بانترى برايد على الاستحواذ وسعيها له فقد تبين لمجلس الإدارة أن الاستحواذ على الشركة بات وشيكاً فعمد إلى اتخاذ وسائل دفاعية أخرى تمثلت بالبحث عن فارس أبيض؛ أي مستحوذ جديد يفوت

(42) Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc., 506 A. 2d 173 (del. 1986), available at: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1986/506-a-2d-173-1.html> 4/3/2020.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

الفرصة على شركة بان تري، وبالفعل تقدمت شركة فورستمان لتل Forstmann Little بعرض منافس بسعر ٥٦ دولاراً للسهم، فقامت شركة بان تري برايد برفع السعر المعروف من قبلها إلى ٢٥, ٥٦ دولاراً. على إثر ذلك قام مجلس إدارة ريفلون باتخاذ المزيد من الوسائل الدفاعية بالاتفاق مع الفارس الأبيض شركة فورستمان لتل على أن تبيعه بعض أصول الشركة المستهدفة في حال استحوز أي شخص على ٤٠٪ من أسهم الشركة. وضمّنت اتفاقهما رسوم إنهاء وشرطاً بعدم التفاوض مع مستحوز آخر، فكان من شأن هذه الوسائل الدفاعية أن ترجح كفة شركة فورستمان لتل على الرغم من أن أعلى سعر عرضته كان ٢٥, ٥٧ دولاراً بينما عرضت بان تري برايد ٥٨ دولاراً. وبسبب ذلك أقامت شركة بان تري برايد الدعوى على كل من شركة ريفلون وفورستمان لتل مطالبة بإبطال الاتفاق بينهما. فكان أن قضت المحكمة العليا في ديلاوير لصالح شركة بان تري برايد وأبطلت الاتفاق المشار اليه مبينة أنه: "عندما رفعت شركة بان تري برايد سعر العرض إلى ٥٠ دولاراً ثم إلى ٥٣ دولاراً للسهم الواحد فقد تبين أن الاستحواذ أصبح حتمياً... وسيتحول التزام مجلس الإدارة من الحفاظ على كيان الشركة إلى زيادة قيمة الشركة عند البيع مراعاة لمصلحة المساهمين". وقد أصبح هذا الحكم قاعدة قانونية تحدد واجبات مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ في ظروف مماثلة أطلق عليه "واجبات ريفلون" (٤٣).

ولا يقتصر تطبيق "واجبات ريفلون" على الحالة التي يتم فيها بيع الشركة أو الاستحواذ الكامل عليها، بل يشمل أيضاً الحالة التي يتم فيها الاستحواذ على حصة مسيطرة من أسهم الشركة. إذ يتعين على مجلس الإدارة أن يسعى للحصول على أفضل قيمة للأسهم تحقيقاً لمصلحة المساهمين بغض النظر عن خطط الشركة طويلة المدى، لأن الشركة وإن بقيت محتفظة بشخصيتها القانونية وبقي فيها بعض مساهميها بعد الاستحواذ إلا أنهم سيصبحون أقلية ويصبح وجودهم في الشركة في ضوء قانون الأغلبية شكلياً، وهكذا فإن العبرة في تطبيق "واجبات ريفلون" بحسب حكم المحكمة هي مدى انتقال السيطرة على الشركة إلى

(43) David S. White, Op, Cit, p, 1117-1120.

المستحوذ من عدمه^(٤٤).

أما إذا لم يكن من شأن الاستحواذ الجزئي أو الاندماج المتفق عليه السيطرة على الشركة، فلا محل لتطبيق "واجبات ريفلون" أي ضرورة البحث عن السعر الأعلى، ويبقى لمجلس الإدارة الحق في اتخاذ وسائل دفاعية والمضي قدماً في تطبيق خطة الشركة. كما لو أن مجلس إدارة الشركة المستهدفة اتفق مع شركة أخرى على أن تمتلك حصة غير مهيمنة في الشركة المستهدفة مقابل تملك الأخيرة بالمقابل حصة غير مهيمنة في الشركة الأخرى، أي الاستحواذ بصيغة أسهم مقابل أسهم^(٤٥).

وقد أعادت المحكمة العليا في ديلاوير التأكيد على كل من الأصل والاستثناء في القضايا اللاحقة، ومن بين تلك القضايا القضية المعروفة بقضية بارامونت Paramount^(٤٦)، وتتلخص وقائعها في أن شركة تايم Time (المستهدفة بالاستحواذ) كانت قد اتفقت مع شركة وارنر Warner على الاندماج، وبموجب هذا الاتفاق سيصبح لمساهمي شركة وارنر ما يقارب من ٦٢٪ من رأس مال الشركة الجديدة الناتجة عن الدمج. وتم الاتفاق على أن أعضاء مجلس إدارة شركة تايم سيكونون أعضاء في مجلس إدارة الشركة الجديدة. وقبل تاريخ الإغلاق قدمت شركة بارامونت عرضاً منافساً للاستحواذ على شركة تايم. وقد اعتبر مجلس إدارة شركة تايم هذا العرض غير ملائم مفضلين عليه الاندماج مع شركة وارنر بالنظر للزيادة

(44) Paramount communication Inc. v. QVC Network, inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994). Available at:

<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1994/637-a-2d-34-5.html> 12/2/2020

في هذه القضية تبني مجلس إدارة شركة بارامونت Paramount وسائل دفاعية من خلال اتفائه مع شركة Viacom على الاندماج، على الرغم من أن شركة QVC قدمت عرضاً لشراء ٥١٪ من أسهمها بـ ٨٠ دولاراً وهي قيمة تزيد على العرض الذي قدمته شركة فياكوم بـ ١٠ دولارات، ومع ذلك رفض المجلس العرض مبنياً أنه ليس في مصلحة الشركة لأن فيه شروطاً كثيرة وأن التوجهات التجارية لشركة فياكوم أفضل من شركة QVC، فذهبت المحكمة إلى أنه كان على مجلس الإدارة أن يسعى للحصول على أعلى قيمة ممكنة للمساهمين وذلك بالاتفاق مع شركة QVC صاحبة العرض الأعلى.

(45) In re Santa Fe Pacific Corp., 669 A.2d 59 (Del. 1995) available at:

<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1995/224-1995-3.html> 15/2/2020

(46) Paramount communication Inc. v. Time Inc. 571 A.2d 1140 (Del. 1989). Available at: <https://www.leagle.com/decision/19891711571a2d114011705> last visit 4/3/2020.

تفوق سلطة مجلس الإدارة في إدارة الشركة وفي وضع خطتها الاستراتيجية على المدى الطويل. ويرى الفقه الأمريكي في هذه القضية أيضاً ميلاً واضحاً تجاه مجلس إدارة الشركة باعتبار أن له الأولوية في اتخاذ القرار، والمحكمة بإشارتها إلى ثقافة الشركة وأصلتها فإنها تشير إلى أن للشركة مصالحها الخاصة التي قد لا تكون بالضرورة متطابقة مع مصلحة المساهمين، وعلى مجلس الإدارة أن يسعى لتحقيق مصلحة الشركة^(٤٨).

المبحث الثاني

دور مجلس الإدارة في مواجهة الاستحواذ العدائي

في القانون الإماراتي

بيننا سابقاً أن المشرع الإماراتي نظم الاستحواذ على الشركات التجارية في قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥، فضلاً عن "الأحكام والقرارات المنظمة لقواعد وشروط وإجراءات عمليات الاستحواذ الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع"^(٤٩). ومن خلال تحليل ما ورد في القواعد المذكورة يتبين أن القانون الإماراتي يتبنى بحسب الأصل اتجاه المساهمين فيما يتعلق بالجهة ذات الصلاحية في إحباط الاستحواذ العدائي، باعتباره قاعدة حياد مجلس الإدارة كأصل، إلا أن ذلك لا يعني عدم منح مجلس الإدارة أي سلطة، فللمجلس دوره أيضاً باعتباره الجهة التي تتولى تسيير شؤون الشركة؛ الأمر الذي يقتضي تحديد الضوابط لسلطة مجلس الإدارة في هذا الشأن. بناءً على ذلك فقد تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين؛ يبحث الأول منهما في أن الأصل حياد مجلس الإدارة تجاه الاستحواذ العدائي، ويتناول الثاني ضوابط تدخل مجلس الإدارة في الاستحواذ العدائي استثناءً.

(48) Clement Smadja, Hostile takeovers and director's duties: from Delaware to Brussels, what's best for shareholders? A master degree thesis, McGill University, 2008, P, 63. Available at: <https://www.mcgill.ca/library/find/escholarship/12/12/2019>.

(٤٩) انظر المادة ٢٩٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي. وقرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٨ بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة، والقرار رقم (٦٢/ر.ت) لسنة ٢٠١٧ بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

أولاً: حظر اتخاذ قرار يؤثر على الوضع المالي للشركة:

قد يعتمد مجلس الإدارة من أجل إحباط الاستحواذ غير المرغوب فيه إلى جعل الشركة أقل جاذبية للمستحوذ فيصرف النظر عن شراء أسهمها والسيطرة عليها. والوسائل الدفاعية في هذا الفرض قد تقوم على تخفيض القيمة الحقيقية لأسهم الشركة، بزيادة ديون الشركة مثلاً؛ أو إجراء تغييرات على الهيكل المالي للشركة مما يجعلها أقل قيمة، كما لو تم بيع أحد الأصول المهمة للشركة كأحد مصانعها المهمة. فلا يكون الاستحواذ في هذه الفروض مجدياً.

وعلى النقيض من القانون الأمريكي الذي يميز لمجلس الإدارة اتخاذ الوسائل الدفاعية طالما كانت متناسبة مع التهديد الذي يمثله الاستحواذ، فإن القانون الإماراتي يحظر على مجلس الإدارة اتخاذ مثل هذه الإجراءات. إذ تنص المادة التاسعة عشرة من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ على أنه: "يجب على الأشخاص المعنيين في الشركات المستهدفة بالاستحواذ بذل العناية الكافية والالتزام بمراعاة تحقيق مصالح الشركة المستهدفة بالاستحواذ والحفاظ على مسار أعمالها وأنشطتها، والامتناع عن اتخاذ أي إجراء من شأنه التأثير على الوضع المالي للشركة أو أنشطتها..."^(٥٢).

كما تنص المادة العشرون في فقرتها الرابعة من القرار المذكور على أنه: "يحظر على مجلس إدارة ومديري الشركة المستهدفة بالاستحواذ والمجموعة المرتبطة بها والمستشارين المشاركين في عملية الاستحواذ من تاريخ العلم بوجود عرض/ عرض محتمل أو من تاريخ الإعلان عن نية الاستحواذ أيها أسبق وحتى انتهاء فترة سريان العرض القيام بأي من الآتي: ٢... - القيام بأعمال أو تصرفات يكون من شأنها المساس بشكل جوهري بأصول الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو زيادة التزاماتها المالية أو إعاقة تطوير نشاط الشركة المستهدفة بالاستحواذ مستقبلاً، وذلك كله ما لم تكن هذه الأعمال أو التصرفات قد تمت في إطار الأعمال المعتادة لمباشرة نشاط الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وفي تاريخ سابق على الإعلان عن نية الاستحواذ."

(٥٢) انظر: البند ١ من الفقرة ثانياً من المادة ١٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

ما كان من شأن تلك الأعمال والتصرفات إلحاق الضرر بالشركة أو بمصلحة خاصة بهم^(٥٥). ويدخل ضمن التأثير على الوضع المالي للشركة "اتخاذ قرار بزيادة رأس المال أو إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم إذا كان من شأن هذه الزيادة جعل الاستحواذ مرهقاً أو مستحيلاً^(٥٦)". ذلك أن زيادة رأس المال تتطلب من المستحوذ أن يشتري عدداً أكبر من الأسهم ليصل إلى النسبة التي تمكنه من السيطرة على الشركة وبخلاف ذلك يصبح الاستحواذ عديم الجدوى. وإذا كان المجلس قد اتخذ قراراً بإصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم فإنها وعلى الرغم من أن علاقة حاملها بالشركة علاقة مدين بدائن إلا أنها قابلة لأن تضاف إلى رأس المال فيفقد المستحوذ بذلك النسبة المسيطرة التي حققها.

وحظر هذا التصرف كسابقه محدد بمدى زمني معين، فبحسب نص البند الأول المذكور أعلاه لا يحظر التصرف إذا كان "قبل ثلاثين يوماً على الأقل من تاريخ الإعلان عن نية الاستحواذ". والقرار في هذا البند وضع من جديد مدىً زمنياً مغايراً لما ورد في مقدمة الفقرة وفي عجز البند الثاني منها. وبحسب رأي الباحثة يتعين توحيدها جميعاً فلا يحظر التصرف إذا كان متخذاً قبل العلم بعرض الاستحواذ أو الإعلان عنه أيها أسبق، فعلة الحظر في جميع هذه الأحوال هي أن يكون التصرف وسيلة دفاعية لإحباط عرض الاستحواذ. فإذا لم يكن التصرف محظوراً فإنه يخضع من حيث إلزامه للشركة من عدمه لأحكام القواعد العامة، وهذا يستلزم من مجلس الإدارة أن يراعي أحكام القانون ونظام الشركة، كوجوب أن يصدر بزيادة رأس المال أو إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قرار خاص من الجمعية العمومية بأغلبية ثلاثة أرباع الأسهم الممثلة في الاجتماع^(٥٧).

(٥٥) تجدر الإشارة إلى أن بإمكان الشركة والمساهمين والغير أن يتمسك بأحكام القواعد العامة لمساءلة أعضاء مجلس الإدارة عما يرتكبونه من أعمال غش أو إساءة استعمال السلطة أو مخالفة للقانون ولنظام الشركة أو خطأ في الإدارة. انظر الفقرة الأولى من المادة ١٦٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(٥٦) انظر البند الأول من الفقرة الرابعة من المادة ٢٠ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٥٧) انظر المواد ١٩٤، ٢٠٠، ٢٢٣، ٢٢٥، ٢٢٦، ٢٣٠ من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

الالتزام بأي ترتيب أو اتفاق أو تفاهم - بشكل رسمي أو غير رسمي ومهما كانت طبيعته - قد يكون حافزاً لأي شخص للاحتفاظ أو التعامل أو الامتناع عن التعامل في الأوراق المالية ذات العلاقة للشركة المستهدفة بالاستحواذ".

ويمكن أن نورد على هذا النص عدداً من الملاحظات؛ أولها أن النص واسع جداً من حيث طبيعة الاتفاق المحظور، فالعلة في الحظر بحسب النص هي أن يكون الاتفاق هو الدافع وراء شراء أو بيع الأوراق المالية أو الاحتفاظ بها، وبحسب رأي الباحثة فإن العلة في حظر أي اتفاق يتعين أن تكون مرتبطة بمدى تحقيقه مصلحة الشركة من عدمها. كما أن النص من جانب ثانٍ واسع من حيث أطراف الاتفاق، فإذا كان الطرف الأول هو مجلس الإدارة بصفته الممثل القانوني للشركة المستهدفة بالاستحواذ فإن الطرف الثاني يمكن أن يكون الغير، ويمكن أن يكون أحد مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو مجموعة من العاملين في هذه الأخيرة. ذلك أن من صور اتفاقات الفارس الأبيض أن يتمثل هذا الفارس في عدد من العاملين في الشركة ممن يتمتعون بثقة إدارتها، حيث يتم تمليكهم نسبة من أسهم الشركة بحيث إذا تم التصويت على عرض الاستحواذ يقوم هؤلاء بالتصويت ضده مما يؤدي إلى إحباطه^(٦١). وجدير بالإشارة أن التشريعات التي سبقت القانون الإماراتي في تبني مدرسة المساهمين ولا سيما القوانين الأوربية^(٦٢) لا تحظر جميع اتفاقات الفارس الأبيض لأن منها ما يحقق مصلحة المساهمين كالبحت عن صاحب عرض منافس وحثه على تقديم عرضه، لأن مثل هذا الاتفاق من شأنه أن يرفع مقابل الأسهم التي يحصل عليه المساهمون. لذا فإن هذه السعة في وصف الاتفاق قد لا تجد مبرراً قانونياً لها. من جانب ثالث يتعارض النص بحظره الاتفاق على ترتيب تعويض مع نص المادة الحادية والعشرين من ذات القرار التي تنظم أحكام رسوم الإنهاء وهي في حقيقتها اتفاق على ترتيب تعويض للمستحوذ على النحو الذي سيأتي ذكره في المطلب الثاني.

(٦١) حسين محمد فتحي، مرجع سابق، ص ٢٢٩-٢٢٣.

(٦٢) انظر الفقرة الثانية من المادة ٩ من توجيه الاتحاد الأوربي الخاص بالاستحواذ الصادر عام ٢٠٠٤.

مصلحة المساهمين تقتضي أحياناً عدم التمسك بقاعدة الحياد، كما في حالة السماح لمجلس الإدارة بالتوصية بعرض منافس. ونعرض لكل من هذين الجانبين في الفقرتين الآتيتين:

أولاً: التزام مجلس الإدارة بتزويد المساهمين بالمعلومات:

لعل من أهم الانتقادات التي وجهت لفكرة منح المساهمين سلطة اتخاذ القرار بشأن الاستحواذ العدائي أن المساهمين لا يحظون بالمعلومات الكافية لاتخاذ القرار، سواء تلك المتعلقة بالشركة المستهدفة وقيمتها الحقيقية أو تلك الخاصة بالمستحوذ، إذ لا يحرص المساهمون ولاسيما ذوو المساهمات الصغيرة على حضور اجتماعات الجمعية العمومية أو الاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها، بخلاف مجلس الإدارة المطلع على جميع المعلومات الخاصة بالشركة بحكم توليه تسيير نشاطها والقادر على اتخاذ القرار بحكم خبرته. إلا أن الفقه المؤيد لقرار المساهمين يرى أنه يمكن تجاوز ذلك بفرض التزام على مجلس الإدارة بتزويد المساهمين بالمعلومات وتقديم المشورة لهم فيما يتعلق بعرض الاستحواذ⁽⁶⁵⁾.

وتنفيذاً لهذا الالتزام يتعين على مجلس الإدارة تزويد جميع المساهمين دون تمييز بينهم بالمعلومات التي تعينهم على اتخاذ قرارٍ مستنير⁽⁶⁶⁾. وهذه المعلومات تتمثل في إعلام المساهمين بوجود نية للاستحواذ العدائي على الشركة، يستوي في ذلك أن تكون النية مؤكدة باستلام الشركة إشعاراً بذلك من قبل المستحوذ، أو وجود تصرفٍ يدل عليها مثل محاولة إبرام اتفاق معين مع الشركة، أو تداول كميات غير اعتيادية من الأوراق المالية بل حتى لو كان الأمر مجرد شائعات عن الاستحواذ⁽⁶⁷⁾. فإذا تم تقديم عرض الاستحواذ فيتعين على مجلس الإدارة إخطار المساهمين خلال مدة أربعة عشر يوماً من تاريخ استلام العرض⁽⁶⁸⁾. ويقدم لهم المعلومات التي

(65) Lucian Arye Bebchuk, the Case against Board Veto in Corporate Takeovers, the University of Chicago Law Review, Vol.69, 2002, P, 999-1001. Available at: www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2002.Bebchuk.ChicLR.Board-veto.8.21.pdf 28/2/2020

(66) انظر الفقرة السابعة من المادة ٢٠ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(67) انظر الفقرة الثانية من المادة ٢٣ قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(68) انظر المادة ٣١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

وينبغي أن تكون التوصية مسببة^(٧٦). وللمجلس الاستعانة بمستشار قانوني ومستشار مالي لتقديم التوصية المناسبة بشأن الاستحواذ، كما أن لهيئة الأوراق المالية والسلع أن تلزم الشركة المستهدفة بتعيين مستشار قانوني وآخر مالي ليقدمتا توصيتهما، وفي الحالتين يلزم المجلس بأن يطلع المساهمين على تلك التوصيات^(٧٧).

ثانياً: التوصية بعرض منافس:

يعد أسلوب "الفارس الأبيض" واحداً من الأساليب الدفاعية التي يلجأ إليها مجلس الإدارة للتخلص من عرض استحواذ عدائي غير مرغوب فيه. وإذا كان الأصل أن صلاحيات مجلس الإدارة في مواجهة الاستحواذ محكومة بقاعدة الحياد بحسب القوانين التي تتبنى اتجاه خيار المساهمين ومنها القانون الإماراتي إلا أن البحث عن عرض منافس أو فارس أبيض لا يخلو من جوانب إيجابية، فقد يكون فرصة للمساهمين للحصول على عرض أفضل. لذا فقد أثير نقاش فقهي عمّا إذا كان يفضّل أن يمنح مجلس الإدارة صلاحية البحث عن عرض منافس استثناء من قاعدة الحياد. وبهذا الشأن من الفقه من يرى بأنه يحق لمجلس الإدارة البحث عن عرض منافس دون الحاجة إلى الرجوع إلى الجمعية العمومية للمساهمين، ولا يعد ذلك متعارضاً مع قاعدة الحياد، ذلك أن العلة وراء هذه القاعدة هي تحقيق مصلحة المساهمين، والعرض المنافس يحقق هذه المصلحة إذ يرفع قيمة أسهمهم. وإذا كان من واجبات مجلس الإدارة أن يسعى إلى تحقيق غرض الشركة وهو الربح فإن بحثه عن عرض منافس يتوافق مع واجبات المجلس ولا يعد خرقاً لها^(٧٨). وفي ذات السياق يرى فقه آخر أنه مع الإقرار بأن قبول عرض من عدمه أمر يترك لخيار المساهمين إلا أن مجلس الإدارة هو الأقدر

(٧٦) انظر المادة ٣١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٧٧) انظر البند ١ من الفقرة الأولى من المادة ١٩ والمادة ٣١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ. وانظر الملحق رقم ٢ من القرار الإداري رقم (٦٢/ر.ت) عام ٢٠١٧ بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

(78) Federico M. Mucciarelli, White knight and black knight, does the search for competitive bids always benefit the shareholder of target companies? **European company and financial review** Vol. 3 Iss. 4 (2006), P, 415. Available at: https://www.researchgate.net/publication/44707066_White_knights_and_black_knights

أن يسمح لمجلس الإدارة بأن يوصي بعرض معين ولا يحظر عليه ذلك بداعي التمسك بقاعدة الحيادة، والفيصل بعد ذلك هو مدى تحقيق العرض لمصلحة المساهمين من عدمه.

من جانب آخر في النص القانوني المذكور محاولة محمودة لتحديد مجلس الإدارة مع السماح له بالتوصية بعرض معين، بأن يُستبعد العرض إذا كان للشركة المستهدفة صلة بأعضاء مجلس إدارة مقدم العرض المنافس. وذلك لتفادي مراعاة المجلس لمصلحته الشخصية على حساب المساهمين. إلا أن النص في الوقت ذاته يكتنفه الغموض، فما هي الصلة التي يمكن أن تربط الشركة المستهدفة بالمستحوذ المحتمل التي من شأنها أن تستبعد عرضه؟ فهل يشمل ذلك الصلة التجارية بسبق التعامل معه مثلاً؟. بحسب ظن الباحثة يتطلب النص توضيحاً لطبيعة هذه الصلة بأن تكون اتفاقاً بين مجلس إدارة الشركة المستحوذ ومقدم العرض يضمن تقديم مزايا معينة للطرفين، كوعد بتولي إدارة الشركة بعد الاستحواذ عليها، فمثل هذه الاتفاقات والشروط تعد دليلاً كافياً على مراعاة المجلس لمصالحه على حساب مصالح المساهمين.

وإذا كان القانون الإماراتي يضع قيوداً على النحو المتقدم على سلطة مجلس الإدارة في استعمال وسيلة "الفارس الأبيض"، فإنه أجاز من جهة أخرى الاتفاق على "رسوم الإنهاء"، التي تتمثل بمبلغ مالي محدد تلتزم الشركة المستهدفة بالاستحواذ بأدائه في حال "تسببها في وقوع حدث معين من شأنه إيقاف العرض أو التسبب في فشله، ويشمل ذلك على سبيل المثال لا الحصر، توصية مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ بقبول عرض منافس أعلى"^(٨١). والتكيف القانوني لرسوم الإنهاء المشار إليها هو أنها شرط جزائي تلتزم الشركة المستهدفة بأدائه للمستحوذ في حال تسببت في فشل العرض. إلا أن التساؤل يثار عما إذا كان الاتفاق على مثل هذه الرسوم يعد اتفاقاً على "فارس أبيض" بإعطاء مستحوذ معين شروطاً تفضيلية بها يتعارض مع مصلحة المساهمين ولا سيما أنها تلزم الشركة بقبول العرض الأدنى أو دفع التعويض.

للإجابة عن هذا التساؤل ذهبت المحاكم الأمريكية إلى أن تلك الرسوم تعد مقبولة طالما كانت معقولة لأنها تهدف إلى حماية الاتفاق والتأكيد على جديته، أما إذا كانت مبالغاً فيها فإن

(٨١) انظر الفقرة الأولى من المادة ٢١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

الاتفاق قد يتعرض للإبطال، وقد اعتبرت المحكمة أن ما يزيد على ٣٪ من قيمة العرض يخضع لتدقيق المحكمة^(٨٢). ولم يغفل القانون الإماراتي ذلك إذ قيّد هذه الرسوم بكونها لا تزيد على نسبة ٢٪ من قيمة العرض، و"يجب على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ ومستشارها المالي التأكيد للهيئة كتابياً بأن تلك الرسوم لمصلحة مالكي الأوراق المالية". وفضلاً عن ذلك يجب أخذ موافقة الهيئة قبل الاتفاق على رسوم الإنهاء^(٨٣).

المبحث الثالث

تقييم اتجاها القانونين الأمريكي والإماراتي

تبين فيما سبق أن القانونين الأمريكي والإماراتي يتبنيان اتجاهاً متضادين، فالقانون الأمريكي يجعل الأصل سلطة مجلس الإدارة في اتخاذ الإجراءات الدفاعية من أجل إحباط أي استحواذ عدائي، بينما يأخذ القانون الإماراتي بقاعدة حياد مجلس الإدارة والحد من سلطته في مواجهة الاستحواذ تاركاً القرار بيد مساهمي الشركة ومرجحاً كفتهم. وكما افترقت التشريعات إلى هذين الاتجاهين فإن الفقه بدوره انقسم إلى فريقين في تقييمه للاتجاهين ودعمه لأحدهما، ولكل من الفريقين حججه، وهو ما نعرضه في المطلبين الآتيين يليهما مطلب ثالث مخصص لرأي الباحثة.

المطلب الأول

الاتجاه المرجح لسلطة مجلس الإدارة

يرى جانب في الفقه أن مجلس إدارة الشركة هو الجهة الأقدر على اتخاذ القرار عندما يقدم للشركة عرض استحواذ^(٨٤). فله أن يوافق على الاستحواذ فينتقل الأمر إلى المساهمين لإتمام الاستحواذ، أو أن يقرر استعمال الوسائل الدفاعية المتاحة وإحباط الاستحواذ. فيرجح على

(82) In Re Toys "R" US, Inc., 877 A.2d 975 (Del. Ch. 2005), available at: <https://www.courtlistener.com/opinion/1476991/in-re-toys-r-us-inc/>

(٨٣) انظر الفقرتين الثانية والثالثة من المادة ٢١ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(٨٤) تالياً بيان المتبنين لهذا الجانب الفقهي في إطار الحجج التي عرضها كل منهم.

هذا النحو الاتجاه الذي تبناه القانون الأمريكي، مبيّناً بأن هذا التوجه ينسجم مع فلسفة قانون الشركات ومع الواقع العملي لها، مستنداً إلى حجج عديدة، نعرض أهمها فيما يأتي:

أولاً: وفقاً لهذا الاتجاه لا تقتصر فلسفة الشركة والهدف من وجودها على تحقيق مصالح المساهمين المتمثلة بالأرباح، لأن الشركة كيان اقتصادي يتجاوز في أهدافه مصلحة المساهمين المالية، فهذا الكيان له مسؤولية مجتمعية، وتتسع دائرة المصالح التي يهدف إلى تحقيقها. لذلك لا يمكن أن يسند أمر اتخاذ القرار بشأن الاستحواذ إلى المساهمين، فقرارهم سيكون مبنياً على مصالحهم الآنية فقط، في حين أن منح مجلس الإدارة سلطة اتخاذ القرار يضمن تحقيق قدر من التوازن بين المصالح. إذ يأخذ بنظر الاعتبار مجمل المصالح المتعلقة بالشركة كمصلحة المساهمين ومصالح العاملين فيها ومصالح المستهلك بالحفاظ على مستوى المنتجات التي تنتجها الشركة. ومثل هذه المصالح يجب أن تغلب بطبيعة الحال على مصلحة المساهمين⁽⁸⁵⁾. وأكثر من ذلك يذهب بعض من الفقه⁽⁸⁶⁾ إلى أن الاستحواذ العدائي يمكن أن يلحق الضرر بالاقتصاد الوطني ما لم يتم إحباطه، لأنه قد يؤدي إلى استحواذ شركة أجنبية على شركة وطنية، كما حصل في بريطانيا التي تتبنى مبدأ حياد مجلس الإدارة، حيث استحوذت شركة كرافت الأمريكية Kraft Inc. على شركة كادبوري الانجليزية Cadbury PLC، وبعد أن تعهدت بأن تبقي مصنع الشركة في بريطانيا مفتوحاً قامت باتخاذ قرار بغلقه بعد أسبوع واحد من نجاح عملية الاستحواذ، مما تسبب في تسريح العاملين في ذلك المصنع⁽⁸⁷⁾. وهو ما يدعو إلى تأييد اتخاذ الوسائل الدفاعية ووضع مزيد من القيود أمام الاستحواذ.

(85) Martin Lipton, Takeover bids in the target's boardroom, the business lawyer, Vol 35, November 1979, P,105-106. Available at: https://www.jstor.org/stable/40686275?readnow=1&refreqid=excelsior%3A31a57e0b899a0536ab47a774c17bef7b&seq=6#page_scan_tab_contents 20/3/2020.

وانظر أيضاً في عرض هذه الآراء :

Matteo Gatti, Op, Cit, P, 99.

(86) Curtis J. Milhaupt, OP, Cit, P, 238-239.

(87) Elizabeth Rigby & Brooke Masters, Kraft is censured on bid for Cadbury, FIN. TIMES (London), May 27, 2010, available at: <https://www.ft.com/content/b50837d8-68f2-11df-910b-00144feab49a>

المطلب الثاني الاتجاه المرجح لحياد مجلس الإدارة

على خلاف الاتجاه الأول فإن من الفقه من يرفض إطلاق يد مجلس الإدارة في اتخاذ الوسائل الدفاعية في مواجهة الاستحواذ^(٩١)، ويؤيد مبدأ حياد مجلس الإدارة وترك القرار بيد مساهمي الشركة. ويسوق لتأييد مذهبه العديد من الحجج، وأهمها ما يأتي:

أولاً: إن منح مجلس الإدارة صلاحية اتخاذ الوسائل الدفاعية يثير بشكل واضح مشكلة تعارض المصالح. فوضع العقوبات أمام الاستحواذ وإجباطه يحقق لمجلس الإدارة ميزة البقاء في مناصبهم والحفاظ على المزايا المترتبة على هذه المناصب^(٩٢)، حتى لو لم يكن من شأن ذلك تحقيق مصلحة المساهمين في رفع قيمة أسهمهم^(٩٣). ويعزو أحد الباحثين وجود قوانين تتبنى هذا التوجه ولاسيما في إطار القانون الأمريكي إلى المنافسة بين الولايات، فمن يتخذ قرار تأسيس الشركة في ولاية معينة أو إعادة تأسيسها في ولاية أخرى هم مديرو الشركة، وبطبيعة الحال سيختار المديرون الولاية التي يحقق لهم قانونها أكبر مزايا ممكنة، ومن بين تلك المزايا صد الاستحواذ العدائي^(٩٤). وقد أثبت الواقع العملي أن الوسائل الدفاعية استخدمت في الكثير من الحالات فقط من أجل إبقاء أعضاء مجلس الإدارة غير الكفوئين في مناصبهم مما أدى في نهاية المطاف إلى انهيار شركات ضخمة مثل شركة إنرون Enron ووردكوم WorldCom^(٩٥)، كما خسرت شركات أخرى فرصة الاستجابة لاستحواذ يمكن أن يزيد من

(٩١) تالياً بيان المتبين لهذا الجانب الفقهي في إطار الحجج التي عرضها كل منهم.

(92) William Magnuson, Op, Cit, p, 206.

(93) Nicholas F. Carlinea, Scott C. Linnb, and Pradeep K. Yadavb, Extreme Actions of Incumbent CEOs To Frustrate Hostile Takeover Bids, July 31, 2017, p, 30. Available at: https://www.ifrogs.org/PDF/CONF_2017/Carline_Linn_Yadav_2017.pdf 31/3/2020.

William Magnuson, OP, Cit, P, 239.

(94) Lucian Arye Bebchuk, Allen Ferrell, OP, Cit, P, 6-8.

(٩٥) كانت شركة انرون على حافة الإفلاس عندما تم تقديم عرض للاستحواذ عليها، وبدلاً من الاستجابة للعرض والاستفادة من الفرصة قامت الشركة بمجابهته واستبدلت رئيسها التنفيذي فقط بآخر وانتهى بها الحال إلى الإفلاس. وبالمثل فإن شركة ووردكوم واجهت استحواذاً عدائياً تصدى له مجلس الإدارة على أساس أن سعر العرض أقل من القيمة الحقيقية =

القرارات المصيرية في الشركة من خلال التصويت في الجمعية العمومية. والموافقة على الاستحواذ في حقيقته إنما هو بيع للشركة، لأن نجاحه يعتمد على بيع أغلب مساهمي الشركة أسهمهم للمستحوذ، ومثل هذا القرار ينبغي أن يبقى بيد المساهمين⁽⁹⁹⁾. لأنه شأن يخص المساهمين، فكما أن المساهم لا يستشير مجلس الإدارة في بيع أسهمه في أي وقت يشاء فليس لمجلس الإدارة أن يتدخل عندما يكون هناك عرض لشراء الأسهم، باعتبار ذلك هو الوجه المقابل للبيع⁽¹⁰⁰⁾.

بناءً على ما تقدم فإن هذا الجانب من الفقه يقترح تحديد سلطة مجلس الإدارة في اتخاذ القرار⁽¹⁰¹⁾، بأن يقتصر دوره على ما يقوم به الوكيل من تفاوض وإبداء للرأي لصالح الموكل على أن يكون القول الفصل بيد المساهمين⁽¹⁰²⁾.

المطلب الثالث

رأي الباحثة

بعد بيان آراء الفقه في كل من الاتجاهين القانونيين يتضح أن لكل منهما حججه المعتمدة، إلا أنه بحسب رأي الباحثة لا يمكن الأخذ بأي من الاتجاهين بشكل مطلق، وهذا في الواقع ما ذهب إليه القانونان محل المقارنة، فالقانون الأمريكي لم يطلق يد مجلس الإدارة في مواجهة الاستحواذ العدائي بل وضع ضوابط معينة، وإن كانت له صلاحية ذلك بحسب الأصل، وبالمقابل لم يترك القانون الإماراتي الأمر بشكل كامل بيد المساهمين، بل وضع ضوابط معينة تحكم تدخل مجلس الإدارة المحدود. بناءً على ذلك تؤيد الباحثة منهجاً وسطاً يميل إلى مبدأ حياد مجلس الإدارة ويرجع موقف القانون الإماراتي بهذا الشأن. والسند في هذا الترجيح هو أن مبدأ الحياد يتفق مع أحكام قانون الشركات، فصلاحيات مجلس الإدارة تقف عند حد

(99) Robert B. Thompson D. Gordon Smith, toward a new theory of the shareholder role: 'sacred space' in corporate Takeovers, Texas Law Review, Vol. 80, December 2001, P. 51. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=280896 2/4/2020

(100) Henry F. Johnson, op, Cit, P. 61, 74.

(101) Nicholas F. Carlinea, Scott C. Linnb, and Pradeep K. Yadavb, OP, Cit, p, 30

(102) Wilton Robinson, Op, Cit, P, 17.

[الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائني]

المساهمين منفردين. ويتعين على مجلس الإدارة أن يقوم بواجب الإفصاح لتمكين المساهمين من اتخاذ القرار. فضلاً عن ذلك يمكن للمساهمين تحقيق مصلحة الشركة ابتداءً، وكبديل عن اتخاذ الوسائل الدفاعية من قبل مجلس الإدارة بأن يضعوا في نظام الشركة الأساسي قيوداً على الاستحواذ عليها، كمنح مساهمي الشركة حق استرداد الأسهم التي يتم بيعها للغير، فلا يكون بإمكان الغير أن يسيطر على الشركة. وتجدر الإشارة أخيراً إلى أن هيئة الأوراق المالية والسلع تقوم بدور رقابي مهم، حيث ينبغي على المستحوذ الحصول على موافقتها قبل التقدم بالعرض^(١٠٥)، وهو مسلك محمود إذ يمكن من خلاله تلافي أي أضرار محتملة للاستحواذ ولاسيما في الحالات التي تطمح فيها شركة أجنبية إلى السيطرة على شركة وطنية.

(١٠٥) انظر المادتين ٢٨-٢٩ من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

٢- من اللازم تقييم عرض الاستحواذ تقييماً دقيقاً مبنياً على مدى تحقيقه لمصلحة الشركة. وقد تفرقت القوانين إلى اتجاهين رئيسين بشأن الجهة صاحبة السلطة في اتخاذ قرار مواجهة الاستحواذ، أحدهما يعطي الصلاحية لمجلس الإدارة بأن يتخذ إجراءات دفاعية هدفها الحفاظ على استقلال الشركة وإحباط الاستحواذ، ويمثل هذا الاتجاه القانون الأمريكي، والآخر يجعل السلطة بيد المساهمين ويتبنى مبدأ حياد مجلس الإدارة، فلا يحق لهذا الأخير أن يتخذ إجراءات دفاعية في مواجهة الاستحواذ، وقد أخذ القانون الإماراتي بهذا الاتجاه.

٣- كل من الاتجاهين وضع ضوابط معينة تحد من صلاحية الجهة صاحبة السلطة في صدّ الاستحواذ. فالقانون الأمريكي ومن خلال السوابق القضائية وضع معياراً خاصاً لتفعيل سلطة مجلس الإدارة وهو أن يمثل الاستحواذ تهديداً للشركة، وأن تتناسب الوسائل الدفاعية التي تبناها مجلس الإدارة مع هذا التهديد. أما القانون الإماراتي فقد وضع من جهته ضوابط لتدخل مجلس الإدارة في عملية الاستحواذ، بحيث يكون تدخله لصالح المساهمين لا لصدّ الاستحواذ، بأن يفصح لهم عن جميع البيانات التي تجعل قرارهم قراراً مستنيراً، وأن يوصي بعرض منافس في حال وجوده.

التوصيات:

انتهت الباحثة إلى ترجيح مبدأ حياد مجلس الإدارة أي النهج الذي سار عليه القانون الإماراتي بالنظر لكونه ينسجم مع المبادئ التي يقوم عليها قانون الشركات التجارية في الدولة، ومن أجل تحقيق حماية مثلى للشركة ومساهميها توصي الباحثة بالآتي:

- ١- تنظيم أحكام الاستحواذ الموضوعية ضمن قانون الشركات التجارية الاتحادي، لأهمية هذه الأحكام وأثرها على المراكز القانونية في الشركة، على أن يتولى القانون الفرعي الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع تنظيم الجوانب الإجرائية.
- ٢- إعادة صياغة الفقرة الرابعة من المادة العشرين من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع المتعلق بالاستحواذ، التي تتناول تحديد التصرفات المحظور على مجلس الإدارة إتقانها تجسيداً

مراجع البحث

أولاً: باللغة العربية:

أ- الكتب:

- ١- حسين محمد فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، بدون ناشر، بدون مكان أو سنة نشر.
- ٢- سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ - دراسة مقارنة-، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦.
- ٣- طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠.
- ٤- محمد خليفة الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، بدون مكان نشر، ٢٠١٨.
- ٥- هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣.

ب- الأبحاث:

- ١- طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، المجلد ١٠٠، العدد ٤٩٧، ٢٠١٠.
- ٢- عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة- كلية الحقوق، العدد ٤٣، ٢٠٠٨.
- ٣- عمر ناطق يحيى، النظام القانوني للاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك- كلية القانون والعلوم السياسية، المجلد السادس، العدد ٢١، ٢٠١٧.

[د. آلاء يعقوب يوسف]

ج- القوانين:

- ١- قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠١٥.
- ٢- قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (١٨ / ر.م) لسنة ٢٠١٧ بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة.
- ٣- الملحق رقم ٢ من القرار الإداري رقم (٦٢/ ر.ت) عام ٢٠١٧ بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

ثانياً: باللغة الانجليزية

أ- الأبحاث والمقالات

- 1- Bernard S. Sharfman, The importance of the business judgment rule, Journal of law and business, Vol. 14, Issue 1, 2017. Available at: https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2590&context=fac_pubs
- 2- Brian D. Wenger, Business judgment rule: A benchmark for evaluating defensive tactics in the storm of hostile takeovers, Villanova Law Review, Vol. 31, Issues 5, 1986. Available at:
- 3- Clement Smadja, Hostile takeovers and director's duties: from Delaware to Brussels, what's best for shareholders? A master degree thesis, McGill University, 2008. Available at: <https://www.mcgill.ca/library/find/escholarship>
- 4- Curtis J. Milhaupt, the evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets, Harvard International law journal, Vol 52, No. 1, 2011. Available at: https://works.bepress.com/curtis_milhaupt/16/
- 5- David S. White, Auctioning the corporate bastion: Delaware readjusts the business judgment rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holding Inc. SMU law review, Vol. 40, Issue 4, 1986. Available at: <https://scholar.smu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2646&context=smulr20/2/2020>
- 6- Elizabeth A. Adolff, The business judgment rule and Anti-takeover defensive tactics: Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., St. John's law review, Vol. 62, No. 4, 1988. Available at: <https://scholarship.law.stjohns.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2003&context=lawreview>
- 7- Elizabeth Rigby & Brooke Masters, Kraft is censured on bid for Cadbury,

- FIN. TIMES (London), May 27, 2010, available at:
<https://www.ft.com/content/b50837d8-68f2-11df-910b-00144feab49a>
- 8- Federico M. Mucciarelli, White knight and black knight, does the search for competitive bids always benefit the shareholder of target companies? **European company and financial review** Vol. 3 Iss. 4 (2006). Available at:
- 9- Henry F. Johnson, Anti-Takeover Actions and defences: Business judgment or breach of duty, *Villanova Law Review*, Vol. 28, Issue 1, 1982. Available at:
<https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2390&context=vlr>
<https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2571&context=vlr>
https://www.researchgate.net/publication/44707066_White_knights_and_black_knights
- 10- Justin Iantosca, Corporate Board Authority in takeover bids: A comparative Analysis of the EU and US approaches, Master thesis, faculty of law, university of Lund, 2007 .Available at:
<http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOId=1555161&fileOId=1563567>
- 11- Kenneth J. Martin, John J. McConnell, Corporate performance, corporate takeovers and management turnover, *The Journal of finance*, Vol. XLVI, No. 2, June 1991. Available at:
<https://krannert.purdue.edu/faculty/mcconnell/publications/PublicationsPDFS/Corporate...Turnover%20JF%201991%20V46%20N2%20671-687.pdf>
- 12- Lewis S. Black, Jr., Why corporation choose Delaware, 2007. Available at:
https://corpfiles.delaware.gov/whycorporations_web.pdf
- 13- Lucian Arye Bebchuk, Allen Ferrell, Federalism and takeover law: The race to protect managers from takeovers, *National bureau of economic research*, July, 1999. Available at:
<https://www.nber.org/papers/w7232.pdf>
- 14- Lucian Arye Bebchuk, the Case against Board Veto in Corporate Takeovers, *the University of Chicago Law Review*, Vol.69, 2002. Available at:
www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2002.Bebchuk.ChicLR.Board-veto.8.21.pdf
- 15- Martin Lipton, Takeover bids in the target's boardroom, *the business lawyer*, Vol 35, November, 1979. Available at:
https://www.jstor.org/stable/40686275?read-now=1&refreqid=excelsior%3A31a57e0b899a0536ab47a774c17bef7b&seq=6#page_scan_tab_contents
- 16- Matteo Gatti, The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does It Make? *Fordham Journal of Corporate and*

- Financial Law, Vol. 20, No. 1, 2014. Available at: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1398&context=jcfl>
- 17- Michal Barzuza, the State of State Antitakeover Law. Virginia Law Review, Vol. 95, 2009. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1532427
- 18- Nicholas F. Carlinea, Scott C. Linnb, and Pradeep K. Yadavb, Extreme Actions of Incumbent CEOs to Frustrate Hostile Takeover Bids, July 31, 2017. Available at: https://www.ifrogs.org/PDF/CONF_2017/Carline_Linn_Yadav_2017.pdf 31/3/2020
- 19- Robert B. Thompson D. Gordon Smith, toward a new theory of the shareholder role: 'sacred space' in corporate Takeovers, Texas Law Review, Vol. 80, December 2001. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=280896
- 20- Ronald Gilson, Reinier Kraakman, standard for defensive tactics: is there substance to proportionality review? The business lawyer, Vol. 44, 1989. Available at: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2149
- 21- Ronald J. Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33Stan. L. Rev.819 (1981). Available at: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/983
- 22- Thomas W Bates and David Becher, Bid Resistance by Takeover Targets: Managerial Bargaining or Bad Faith? Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA), Vol. 52, No,3, 2017. Available at: <https://asu.pure.elsevier.com/en/publications/bid-resistance-by-takeover-targets-managerial-bargaining-or-bad-f>
- 23- What is the best state to incorporate in, September, 18, 2019. Available at: <https://www.incnow.com/blog/2019/09/18/best-state-to-incorporate/>
- 24- William Magnuson, Takeover regulation in the United States and Europe: An institutional Approach, Pace Internayional law review, Vol, 21, 2009. Available at: <https://scholarship.law.tamu.edu/facscholar/758/>
- 25- Wilton Robinson, Poison Pills: Recent Negative Economic Effects Justify Repealing the Related Legislation and Increasing Shareholder Ownership Rights, the journal of business, entrepreneurship and the law, Vol.9, issue 1,2016. Available at: <https://digitalcommons.pepperdine.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1135&context=jbel>

ب- السوابق القضائية:

- 1- Edgar v. MITE Corp. 457 U.S. 624 (1982), available at: <https://caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/457/624.html>
- 2- Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d 946(1985). Available at: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/493-a-2d-946-9.html>
- 3- Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc., 506 A. 2d 173 (del. 1986) , available at: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1986/506-a-2d-173-1.html>
- 4- Paramount communication Inc. v. QVC Network, inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994). Available at: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1994/637-a-2d-34-5.html>
- 5- In re Santa Fe Pacific Corp., 669 A.2d 59 (Del. 1995) available at: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1995/224-1995-3.html>
- 6- Paramount communication Inc. v. Time Inc. 571 A 2.d 1140 (Del. 1989). Available at: <https://www.leagle.com/decision/19891711571a2d114011705>
- 7- In Re Toys" R" US, Inc., 877 A.2d 975 (Del. Ch. 2005), available at: <https://www.courtlistener.com/opinion/1476991/in-re-toys-r-us-inc/>

ج- القوانين:

- 1- Delaware general corporation law, title 8, (includes all acts effective as of February 25, 2020): available at: <https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf> 26/3/2020
- 2- European Directive 2004/25/EC
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0025>