

الحماية القانونية للدائن العادي للشركة المستهدفة بالاستحواذ بالاستدانة: دراسة مقارنة في القانون الإماراتي والقانونين الإنجليزي والأمريكي

د. آلاء يعقوب يوسف

أستاذ القانون التجاري المشارك

كلية القانون، جامعة الشارقة، الإمارات

الملخص

الاستحواذ بالاستدانة صيغة من الصيغ التي يتم بها الاستحواذ على الشركات التجارية، وأهم ما يميّزها أن المستحوذ يمول الاستحواذ بقرض يحصل عليه من جهة تمويل معينة، ويخطط لأن يتم وفاء الدين من الأرباح التي تحققها لاحقاً الشركة المستهدفة بالاستحواذ. ويسعى في الوقت ذاته وبعده صيغ إلى أن تتحمل ذمة الشركة المستهدفة بالاستحواذ الدين، بأن تصبح هي المدين أو أن يتم ضمان الدين بأصولها.

فإذا كان الوضع المالي للشركة مستقرّاً يتم سداد الدين من الأرباح المتحققة، أما إذا عجزت الشركة عن تحقيق أرباح وتسبب دين الاستحواذ بإفلاس الشركة، فإن الضرر يلحق في نهاية المطاف بالدائنين العاديين للشركة، لأن الممول يتقدم عليهم في استيفاء دين الاستحواذ كونه ديناً مضموناً، وهنا مردُّ الحاجة إلى إحاطة الدائنين بحماية قانونية.

وقد تفرّقت الاتجاهات التشريعية في هذا الخصوص بين من يتبنى مبدأ الحماية السابقة على الاستحواذ الذي يصل إلى حد حظر الاستدانة كالقانون الإنجليزي، وبين من يتبنى نهج الحماية اللاحقة للاستحواذ وبعده وقوع الضرر، كما هو الحال مع القانون الأمريكي، وقد تبني المشرع الإماراتي نهجاً قريباً من نهج القانون الإنجليزي.

وقد تم تقسيم البحث وفقاً لذلك إلى مبحثين يتقدمهما مبحث تمهيدي يبيّن مفهوم الاستحواذ بالاستدانة، حيث يتناول المبحث الأول مناهج الحماية القانونية لدائن الشركة المستهدفة في القوانين المقارنة، ويتناول الثاني الحماية القانونية لدائن الشركة المستهدفة في القانون الإماراتي. وتمت الدراسة باتباع المنهجين المقارن والتحليلي. وانتهى البحث إلى أن كلا من اتجاهي الحماية لا يخلو من منافع للنقد، ومع ذلك فإنه من المناسب ترجيح الحماية السابقة مع استثناءات تحقق التوازن، فلا إفراط في حماية طرف على حساب التفريط بمصالح طرف آخر.

كلمات دالة: التركيز الاقتصادي، شركة المساهمة العامة، المستحوذ، القانون المقارن، تمويل الاستحواذ.

المقدمة

الاستحواذ بالاستدانة صيغة من الصيغ التي يتم بها الاستحواذ على الشركات التجارية، وأهم ما يميّزها كما يتضح من تسميتها أن المستحوذ لا يمول الاستحواذ من ماله الخاص، بل يسعى إلى الحصول على قرض من جهة تمويل معينة، كأن تكون مصرفاً أو مؤسسة تمويل معينة. وعلى الرغم من أن المستحوذ هو المنتفع الرئيس من مبلغ القرض، إذ يتحقق له بهذا المبلغ الاستحواذ على الشركة، إلا أنه يخطط لأن يتم وفاء الدين من الأرباح التي تحققها لاحقاً الشركة المستهدفة بالاستحواذ.

وإذا توقف الأمر عند هذا الحد فلا تثار أي إشكالية قانونية أو عملية، فالمستحوذ بعد استحواذه على الشركة يصبح مساهماً رئيساً فيها، ويحق له الحصول على أرباح الشركة بنسبة مساهمته فيها، وله بعد ذلك التصرف بالأرباح بالطريقة التي يشاء، إلا أن الاستحواذ بالاستدانة لا يتم بهذه الصورة، فالمستحوذ يسعى بعدة صيغ إلى أن تتحمل ذمة الشركة المستهدفة بالاستحواذ الدين، بأن تصيح هي المدين أو أن يتم ضمان الدين بأصولها. فإذا كان الوضع المالي للشركة مستقراً وتمكن المستحوذ بإدارته الجديدة للشركة من أن يزيد من أرباحها، فيتم سداد الدين من الأرباح المتحققة.

وإذا عجز عن ذلك ولم تف الأرباح بالدين، وتسبب ذلك بإفلاس الشركة، فلن يخسر أكثر مما قدمه في رأسمال الشركة، إذا كان قد قدم شيئاً. وحيث إن دين الاستحواذ الذي قدمته جهة التمويل مضمون بأصول الشركة، فإن الضرر سيلحق في نهاية المطاف الدائن العادي للشركة، إذ لن يتبقى من أصول الشركة ما يستوفي به حقه بعد تقدم جهات التمويل عليه، وهنا مرد الحاجة إلى الحماية القانونية للدائن.

مشكلة البحث

اختلفت القوانين المقارنة في المنهج المعتمد لحماية دائني الشركة المستهدفة بالاستحواذ بالاستدانة، بين من يتبنى مبدأ الحماية السابقة على الاستحواذ إلى الحد الذي يصل إلى حظر الاستحواذ بالاستدانة، كما هو شأن القانون الإنجليزي، ومنها من يأخذ بمنهج الحماية اللاحقة للاستحواذ التي تظهر أهميتها عند إفلاس الشركة وفي إطار قانون الإفلاس تعززها السوابق القضائية، وهذا هو منهج القانون الأمريكي.

أما المشرع الإماراتي فقد تبنى مبدأ الحماية السابقة ولم يخل من قواعد تعزز الحماية اللاحقة، وقد وردت هذه الأحكام في إطار القواعد العامة، على الرغم من أنه خص الاستحواذ بقانون فرعي يتمثل بقرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 18/ر.م لسنة 2017.

فهذا الأخير لم ينظم الاستحواذ بالاستدانة بشكل مباشر، بل وردت الإشارة إليه عرضاً، وجاءت هذه الإشارة مشوبة بالغموض وعدم التكامل مع قانون الشركات، الأمر الذي يظهر الحاجة إلى تعديل تلك القواعد ووضع قواعد خاصة ملائمة تراعي خصوصية الاستحواذ بالاستدانة، وتحيط الدائنين وأطراف التعامل بالحماية.

أهمية البحث وهدفه

يتسم الاستحواذ بالاستدانة بتعدد أطرافه، واتساع آثاره، إذ لا يقتصر على العلاقة بين دائن ومدين كما هو شأن علاقات الدين المعتادة؛ فمن جهة توجد علاقة الممول المستحوذ، ومن جهة أخرى علاقة الممول بالشركة المستهدفة التي تتحمل الدين أو تضمنه، ومن جهة ثالثة علاقة المستحوذ (المشتري) بالمساهمين (بائعي الأسهم)، فضلاً عن علاقة كل من هؤلاء بدائني الشركة.

كما أن آثاره لا تقتصر على الأطراف المتعددين، بل تتسع لتطال المستثمرين في سوق الأوراق المالية، مما قد يؤثر على استقرار السوق؛ لذا فإن قواعد الحماية ينبغي أن تراعي تلك المصالح المتعددة، فلا تُقَرِّط في حماية طرف على حساب التقريط بمصالح طرف آخر.

وهذا البحث يهدف إلى تحليل توجه المشرع الإماراتي بشأن حماية الدائنين وموازنته مع اتجاهات القوانين المقارنة التي سبقتة في تنظيمها لبيان مدى كفايتها، لاسيما وأن التنظيم القانوني للاستحواذ في إطار التشريع الإماراتي يتسم بحدائته، ولم يتناول بشكل مباشر تنظيم الاستحواذ بالاستدانة.

منهج البحث

يعتمد البحث منهجين رئيسيين: أولهما المنهج المقارن، حيث يوازن بين توجهات الحماية في كل من القانونين الإنجليزي والأمريكي من جهة، والقانون الإماراتي من جهة أخرى، إذ يمثل كل من القانونين الإنجليزي والأمريكي اتجاهات من اتجاهات حماية الدائنين، وكل منهما سبق القانون الإماراتي في تنظيمه للاستحواذ بالاستدانة. أما المنهج الثاني فهو المنهج التحليلي، الذي يجد موضعه في تحليل أحكام القانون الإماراتي لبيان مدى ملاءمتها لإحاطة دائني الشركة المستهدفة بالحماية، كما تم اعتماد المنهج الوصفي بشكل ثانوي ولاسيما في إطار عرض آراء الفقه والقضاء تمهيداً لتحليلها.

خطة البحث

تم تقسيم البحث إلى مبحثين يتقدمهما مبحث تمهيدي يبيّن مفهوم الاستحواذ بالاستدانة، ويتناول المبحث الأول مناهج الحماية القانونية لدائن الشركة المستهدفة في القوانين المقارنة، في حين يبحث ثاني المبحثين في الحماية القانونية لدائن الشركة المستهدفة في القانون الإماراتي. وللبحث فضلاً عن مباحثه مقدمة تسبقها، وخاتمة تعقبها تتضمن أهم النتائج والتوصيات.

مبحث تمهيدي

مفهوم الاستحواذ بالاستدانة

يتطلب البحث في أحكام حماية الدائن العادي للشركة المستهدفة بيان مبررات تلك الحماية، فالاستحواذ بالاستدانة لا يخلو من مزايا لأطرافه، إلا أنه من وجه آخر قد يُعَرِّض مصالح دائني الشركة المستهدفة للخطر. وترتبط تلك المزايا والمساوئ بالصيغة التي يتم بها الاستحواذ بالاستدانة.

ولبيان كل ذلك، فقد تم تقسيم المبحث التمهيدي إلى مطلبين: يتناول الأول تعريف الاستحواذ بالاستدانة، ويبيّن الثاني مزاياه ومساوئه.

المطلب الأول

تعريف الاستحواذ بالاستدانة

يعرّف القانون الإماراتي الاستحواذ بشكل عام في المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع المرقم 18/ ر.م لسنة 2017 بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج لشركات المساهمة العامة، التي تنص على أن الاستحواذ هو: «تملك الجهة المستحوذة الأوراق المالية من خلال الشراء و/أو المبادلة أو أي اتفاق أو صفقة أو ترتيب خاص، وفقاً لشروط ونسب الاستحواذ المحددة في هذا القرار».

ولا يخرج الاستحواذ بالاستدانة عن هذا المفهوم، فهو ليس نوعاً متفرداً ماهية من الاستحواذ، بل هو كأي عملية استحواذ أخرى يفيد سيطرة شخص معين على شركة معينة تتحدد بكونها شركة مساهمة عامة⁽¹⁾، من خلال قيام الشخص المذكور - ويطلق عليه المستحوذ - بتملك أصول الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو نسبة معينة من أسهمها أو أوراقها المالية الأخرى بما يؤدي إلى سيطرته على إدارة الشركة⁽²⁾، إلا أن ما يميّز هذه الصيغة من صيغ الاستحواذ طريقة تنفيذها، إذ يعتمد المستحوذ على تمويل عملية الاستحواذ عن طريق الاقتراض أو الاستدانة، ويخطط لأداء الدين من الأرباح اللاحقة

(1) تُعرّف المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 18/ ر.م لسنة 2017 بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج الشركة المستهدفة بالاستحواذ بأنها: «الشركة المساهمة العامة - محل عملية الاستحواذ - المؤسسة بالدولة، التي طرحت أسهمها في اكتتاب عام أو أدرجت أسهمها في السوق».

(2) هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص 21؛ طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، المجلد 100، العدد 497، سنة 2010، ص 198؛ نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2014، ص 59.

التي تحققها الشركة وبضمان أصول الشركة المستهدفة ذاتها⁽³⁾.

ويمكن أن يكون الممول للاستحواذ شخصاً من داخل الشركة أو من خارجها؛ فالحالة الأولى تتحقق عندما يتم الاقتراض من مساهمي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، إذ يشتري المستحوذ أسهمهم مقابل سندات دين، فيتحول مركزهم القانوني من مساهمين في الشركة إلى دائنين، ومن ثم يقوم المشتري بتظهير سندات الدين إلى الشركة، أو تقوم الشركة بضمان أدائها.

أما الحالة الثانية فتتحقق بصيغة اتفاق المستحوذ مع ممول، قد يكون بنكاً أو مؤسسة تمويل على تمويل الاستحواذ، ومثل هذا الاتفاق يمكن أن يتم بأكثر من صيغة، فقد يمنحه الممول قرضاً غير مضمون. وبعد إتمام الاستحواذ على الشركة والسيطرة عليها، يقوم المستحوذ بحوالة الدين إلى الشركة، أو يقوم بضمان الدين بأصول الشركة المستحوذ عليها. كما يمكن أن يتم بصيغة تقديم القرض مباشرة إلى الشركة المستهدفة بالاستحواذ، على أن تقوم هذه الأخيرة بإعادة إقرضه إلى المستحوذ.

ويمكن أن يحقق المستحوذ الهدف عينه من خلال عملية اندماج، بأن يقوم بتأسيس شركة جديدة تقوم بشراء أسهم الشركة المستهدفة من أجل الاستحواذ عليها، وهذه الشركة الجديدة تحصل على التمويل اللازم لشراء الأسهم عن طريق الاقتراض، وبعد نجاح عملية الاستحواذ، تقوم الشركة الجديدة المستحوذة بالاندماج مع الشركة المستهدفة بالاستحواذ، فتتحمل الشركة الناتجة عن الدمج التزامات الشركة المستحوذة، وتصبح أصولها ضامنة لوفاء دين الاستحواذ⁽⁴⁾.

المطلب الثاني

مزايا الاستحواذ بالاستدانة ومساوئه

يحقق الاستحواذ بالاستدانة العديد من المزايا للمستحوذ وللشركة المستهدفة بالاستحواذ، فهو يحقق ما يحققه الاستحواذ من مزايا مرتبطة بالتركز الاقتصادي، فنجاح الاستحواذ

(3) Jaclyn Weissgerber, Is It Law or Something else?: A Divided Judiciary in the Application of Fraudulent Transfer Law under § 546(e) of the Bankruptcy Code, Pace Law Review, vol.34,issue 3, (2014), Pp.1269-1270 Available at:

<https://digitalcommons.pace.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1872&context=plr>

(4) Emily Sherwin, «Creditors» Rights against Participants in a Leveraged Buyout», Cornell Law Faculty Publications. Paper 780, (1988), Pp.449-451. <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/780>.

هاني سري الدين، مرجع سابق، ص32.

بما يعنيه من سيطرة المستحوذ على الشركة يحقق له التوسع الاقتصادي والجغرافي المنشود دون الحاجة إلى إنشاء مشروع جديد، الأمر الذي يدعم قدرته التنافسية في السوق. وحيث إن تمويل الاستحواذ تم بالاستدانة، فإن المستحوذ سيحقق السيطرة على الشركة، دون أن يقدم المقابل، سواء أكان نقداً أم أسهماً للمبادلة مع أسهم الشركة، حيث يخطط لأداء الدين من أرباح الشركة التي تم الاستحواذ عليها، وهو ما يسمح له بتوجيه ما لديه من سيولة نقدية إلى تطوير مشروع الشركة أو استثمارها في أنشطة تجارية أخرى⁽⁵⁾.

من جهة أخرى، يحقق الاستحواذ - وإن كان بالاستدانة - مزايا للشركة المستهدفة به أيضاً، إذ لا تعد الديون في جميع الأحوال ضارة بمصالح الشركة، فحينما تحتاج الشركة إلى تمويل، فإن الدين قد يكون خياراً مناسباً لأنه أقل كلفة من إصدار أسهم جديدة⁽⁶⁾، كما أن الشركة تُستهدف بالاستحواذ في الغالب، إذا كانت قيمتها الحقيقية تزيد على قيمتها السوقية، بسبب خلل في إدارتها وعدم استغلال أصول الشركة الاستغلال الأمثل، مما يؤدي إلى أن تكون قيمة موجودات الشركة وأصولها أكبر مما تظهره نتائج عملها من أرباح، ويتسبب ذلك في تقييم الشركة بأقل من قيمتها⁽⁷⁾، فيكون الاستحواذ وسيلة لتحسين أداء الشركة واستبدال إدارة كفاءة الإدارة السابقة مما يزيد من أرباح الشركة، وتكون قادرة على سداد دين الاستحواذ مما تحققه من فائض في الأرباح، فالاستحواذ بشكل عام من أدوات حوكمة الشركات⁽⁸⁾.

- (5) Daniel J. Morrissey Law, Ethics, and The Leveraged Buyout, University of Detroit Law Review, vol. 65, no. 3, (1988), p. 405. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2060342
- (6) Irina Fox, Minimizing the Risk of Fraudulent Transfer Avoidance: A Good-Faith Solvency Opinion as the Shield to Protect a Leveraged Transaction, American Bankruptcy Law Journal, Vol. 91, Issue 4, (2017) p. 746. Available at: <https://search.proquest.com/docview/1970495143?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true>
- (7) Vincent V. Hilldrup, Improving Fraudulent Transfer Law in Leverage Buy-Outs through Judicial Certainty & Reliability, University of Pennsylvania Law School, (2013), p.5. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2351695. Jaclyn Weissgerber, Op. Cit, p.1271.
- (8) Kenneth J. Martin, John J. McConnell, Corporate performance, corporate takeovers and management turnover, The Journal of finance, Vol. XLVI, No. 2, June 1991, Pp. 686-687. Available at: <https://krannert.purdue.edu/faculty/mcconnell/publications/PublicationsPDFS/Corporate...Turnover%20JF%201991%20V46%20N2%20671-687.pdf> 1/4/2020.

وفضلاً عن الأرباح التي يسعى المستحوذ إلى تحقيقها من الإدارة الفعالة للشركة، فإن الاستحواذ بالاستدانة يمكن أن يزيد من أرباح الشركة بطريقة غير مباشرة، وذلك بتقليل مبلغ الضرائب التي تفرض عليها⁽⁹⁾، حيث تقتطع الفوائد المترتبة على الدين من إجمالي الربح⁽¹⁰⁾، كما أن تولي المستحوذ إدارة الشركة يوفر نسبة من النفقات الإدارية. ويستفيد من هذه الوفرة أيضاً مساهمو الشركة ممن قرروا البقاء في الشركة وعدم بيع أسهمهم، إذ يزداد نصيبهم في الأرباح وترتفع قيمة أسهمهم⁽¹¹⁾.

إلا أن ما تقدم من مزايا رهن بنجاح المستحوذ في زيادة أرباح الشركة، وسداد الدين الذي مؤل به الاستحواذ من الأرباح مع الحفاظ على أصول الشركة، وقد يعمد من أجل تحقيق ذلك إلى تقليص التكاليف قدر المستطاع، وهو ما يثير الجانب الآخر من الاستحواذ بالاستدانة والمساوي التي قد ينطوي عليها.

فتقليل التكاليف من أجل التمكن من سداد الدين، قد يكون على حساب العاملين بالشركة، بتقليل الأجور أو عدد فرص العمل المتاحة، وهو ما قد يدفع العاملين في الشركة إلى البحث عن فرص عمل أخرى، فتخسر الشركة عناصر كفؤة من فئة العاملين. وقد يتم التقليل من النفقات المخصصة للبحث والتطوير، أو من النفقات التي ترصد لاستبدال الأصول التشغيلية وصيانتها، وكل ذلك من شأنه أن يؤدي إلى تراجع في نمو الشركة المستهدفة وتأخرها، بما يسبب أضراراً بالاقتصاد بشكل عام، بتقليل فرص العمل وإعاقة التطور في النشاط التجاري⁽¹²⁾.

وإذا لم يتمكن المستحوذ - على الرغم من تقليل النفقات - من أن يحقق الأرباح المرجوة، فإن الشركة ستتعثّر في سداد الدين الذي تحملت عبأه جزاء الاستحواذ، وقد يقود ذلك إلى توقفها عن الدفع ومن ثم إشهار إفلاسها، وفي هذه الحالة سيلحق الضرر - فضلاً عن الشركة المستحوذ عليها - الدائنين العاديين لها؛ لأن مساهميتها ممن باعوا أسهمهم حصلوا على مقابل الأسهم من المستحوذ وانتهت صلتهم بالشركة، ومساهميتها ممن

(9) Michele Giannino, The regulation of LBOs under English and Italian company law, (March 1, 2006), p. 3. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1448719

Pooja Tripathi, Leveraged buyout analysis, Journal of law and conflict resolution, Vol.4, Issue 6, 2012, P. 90. Available at: https://academicjournals.org/article/article1379862777_Tripathi.pdf.

(10) Daniel J. Morrissey, Op. Cit., p. 406.

(11) Vincent V. Hilldrup, Op. Cit., p. 7.

(12) Vincent V. Hilldrup, Op. Cit., Ibid, p. 8.

قرروا البقاء في الشركة لن يتحملوا إلا مسؤولية محدودة بحدود مساهمتهم فيها، لأنها شركة مساهمة عامة، وهذه الخسارة ليست بالكبيرة بالنظر لصغر مساهمتهم في الشركة، حيث إن الحصة الأكبر أصبحت من نصيب المستحوز، وهذا الأخير لن يتحمل خسارة إلا بقدر ما مَوَّل به الاستحواز من أمواله الخاصة، حيث تم الاستحواز بالاستدانة وقامت مؤسسة تمويل بتغطية قيمة الاستحواز أو جُلها، ومؤسسة التمويل أو الممول عموماً لا يقدم القرض إلا بضمانات كافية، تتمثل بترتيب حق عيني تبقي كحق الرهن على أصول الشركة المستهدفة، فإذا أفلسست هذه الشركة كان له حق التقدم على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في استيفاء الدين. والموول عادة تكون له الفرصة لتقييم الوضع المالي للشركة المستهدفة قبل إصدار القرض، ويمكنه أن يقدر خطورة القرض فيفرض نسب الفائدة التي تتلاءم مع هذه الخطورة، بما يحقق له أرباحاً مقنعة⁽¹³⁾.

وقد يعمد الممول إلى توريق هذا الدين المضمون بتحويله إلى سندات، وبيعها إلى مستثمرين آخرين⁽¹⁴⁾، فلا يتبقى بعد ذلك إلا دائنو الشركة العاديون ممن تعاملوا معها في إطار النشاط المعتاد للشركة أو العاملون لديها الدائنون بقيمة أجورهم، إذ يرجح عدم تمكنهم من استيفاء حقوقهم أو نسبة كبيرة منها بعد إفلاس الشركة، حيث لا يتبقى من أصول الشركة شيء بعد التنفيذ عليها من الدائن الممول لعملية الاستحواز⁽¹⁵⁾.

ومثل هذه الأحوال تستدعي إحاطة الدائن العادي بالحماية القانونية تحقيقاً للعدالة، وحفاظاً على التوازن بين المصالح المتعددة التي يثيرها الاستحواز بالاستدانة، وهو ما يثير التساؤل عن صيغ الحماية القانونية التي تبنتها التشريعات المقارنة، وموقف المشرع الإماراتي، وهو ما نبينه في المبحثين القادمين.

(13) Jaclyn Weissgerber, Op. Cit, p.1277.

(14) Laura Femino, Ex Ante Review of Leveraged Buyouts, The Yale Law Journal, Vol. 123, No. 6 (APRIL 2014), p. 1845. Available at: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5634&context=yjlj> 12/7/2020.

(15) Vincent V. Hilldrup, Op. Cit., Pp. 9-10. Jaclyn Weissgerber, Op. Cit, p.1272. Laura Femino, Op. Cit., Pp.1840-1842.

المبحث الأول

مناهج الحماية القانونية لدائن الشركة المستهدفة في القوانين المقارنة

تتعدد أساليب الحماية القانونية لدائن الشركة المستهدفة بالاستحواذ بالاستدانة في القوانين المقارنة، فمنها من يحيطه بالحماية السابقة، وهي حماية وقائية هدفها منع وقوع الضرر قبل وقوعه، ومنها من ينحى باتجاه الحماية اللاحقة، وهي خلاف سابقتها حماية علاجية هدفها معالجة آثار الضرر بعد وقوعه. وفي هذا المبحث نتناول كلا من هذين النهجين ومدى فاعليته في إطار قانون يتبنى أحدهما، فكان القانون الإنجليزي نموذجاً للقانون الذي يتبنى الحماية السابقة، في مقابل القانون الأمريكي كنموذج للقانون الذي يتبنى الحماية اللاحقة، وذلك في المطلبين التاليين:

المطلب الأول

الحماية القانونية السابقة على الاستحواذ: القانون الإنجليزي نموذجاً

تناول المشرع الإنجليزي الإشكالية الرئيسية التي يثيرها الاستحواذ بالاستدانة، وهي تحميل الشركة المستهدفة عبء دين الاستحواذ، في إطار قانون الشركات الإنجليزي لعام 2006 النافذ⁽¹⁶⁾، متبنياً نهج الحماية السابقة على الاستحواذ، وذلك بصيغة حظر تمويل الاستحواذ من أموال الشركة المستهدفة ومنع وقوعه، فيحافظ بذلك على الذمة المالية للشركة من الانتقاص، ويحمي دائنها من التعرض لمزاحمة ممولي الاستحواذ وتقدمهم عليه، إلا أنه في الوقت ذاته وضع استثناءات على المبدأ المذكور. وفيما يأتي بيان للمبدأ والاستثناء.

أولاً- المبدأ: حظر المساعدة المالية

نظم قانون الشركات الإنجليزي بنصوص خاصة الاستحواذ على الشركة عن طريق ما أسماه المساعدة المالية من الشركة المستهدفة، وعدّد صيغ المساعدة المالية في المادة (677) منه، إذ تشمل أي صيغة من الصيغ التي يكون من شأنها الانتقاص من أصول الشركة، أو زيادة التزاماتها على حقوقها. فوفقاً للمادة المذكورة، يمكن أن تكون المساعدة المالية بصيغة هبة أو ضمان أو تنازل من الشركة عن حق لها، ويمكن أن تكون بصيغة قرض تقدمه الشركة أو حوالة حق لها أو أي صيغة أخرى.

(16) قانون الشركات الإنجليزي لعام 2006 وفقاً لآخر التعديلات لغاية 12/6/2020 متاح في الرابط التالي: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

وجعل المشرع الإنجليزي الأصل حظر المساعدة المالية المذكورة، إذا كانت بغرض الاستحواذ على أسهم الشركة ذاتها التي قدمت المساعدة، موسعاً من نطاق هذا الحظر، إذ يشمل حظر تقديم المساعدة الشركة المستهدفة وأي شركة تابعة لها بالنظر للترابط الاقتصادي بين الشركة القابضة والشركة التابعة، كما يمنع تقديم المساعدة، سواء تم تقديمها بصورة مباشرة أو غير مباشرة، طالما تم تقديم المساعدة لغرض الاستحواذ، لذا تمنع المساعدة إذا قدمت قبل الاستحواذ أو في وقت حصوله⁽¹⁷⁾. كما يتعين لتدخل المساعدة في نطاق الحظر أن تكون مالية، فإذا لم تكن كذلك، فلا تعد محظورة حتى لو ساعدت على الاستحواذ، كتقديم تعهد للمستحوز ببيع الأسهم له⁽¹⁸⁾.

وعلى الرغم من تعداد صيغ المساعدة المالية في النص المذكور، إلا أن القضاء الإنجليزي ذهب إلى أن المشرع لم يحدد مفهوم المساعدة المالية، فالصيغ التي ذكرها النص لا تعدو كونها أمثلة. وفي ضوء غياب تعريف محدد، فإن أفضل وسيلة لتحديد هذا المفهوم، بحسب رأي القضاء، هو النظر إلى الحقائق التجارية المتعلقة بكل معاملة، وتحديد ما إذا كانت تنطوي على مساعدة مالية من أجل الاستحواذ أم لا⁽¹⁹⁾.

وقد توسّع القضاء في تحديد مفهوم الحقائق التجارية، فقد اعتبر مساعدة مالية قيام شركة تابعة للشركة المستهدفة بأداء أجور المحاسبين المكلفين بإعداد تقرير كان المستحوز يحتاجه لإقناع المساهمين ببيع أسهمهم؛ لأن الحقائق التجارية في هذه المعاملة تشير إلى أن المبلغ إنما تمّ أدائه من أجل تمهيد الطريق للاستحواذ، ورفض القاضي ما دفع به محامي الدفاع من أن ما يعد مساعدة مالية ينبغي أن يفسر بأن يكون الغرض منه المساعدة بشكل مباشر أو غير مباشر في دفع ثمن الأسهم⁽²⁰⁾.

وبالمقابل، لم يعتبر القضاء تعهد الشركة المستهدفة بأداء دين المستحوز مساعدة مالية؛ لأن المعاملة بحسب الحقائق التجارية المحيطة بها لم تكن بهدف الاستحواذ على الشركة، حيث كان الدين موجوداً قبل الاستحواذ، إذ اتفق المساهم بائع الأسهم على تحويل حق

(17) انظر: المادة (678) من قانون الشركات الإنجليزي لعام 2006.

(18) Eilis Ferran, Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions But Static Law, Cambridge Law Journal, Vol.63, Issue (1), (2004) P, 230. Available at: <https://search.proquest.com/docview/231996909?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true> 14/6/2020.

(19) Charterhouse Investment Trust Ltd v Tempest Diesels Ltd, [1986] 1 BCLC 1 (ChD) at 10. Available at: <https://swarb.co.uk/charterhouse-investment-trust-ltd-v-tempest-diesels-ltd-chd-1986/>.

(20) Robert Chaston v SWP Group Plc, [2003] 1 BCLC 675 at 689 (CA). Available at: <https://www.casemine.com/judgement/uk/5b46f1fa2c94e0775e7ef497>.

له في ذمة الشركة المستهدفة إلى المستحوذ مقابل مبلغ معين يضاف إلى المبلغ المتفق عليه كتمن للأسهم، ولما لم يتمكن المستحوذ من أداء المبالغ المستحقة في ذمته تم تعديل الاتفاق، لتقوم الشركة المستهدفة بأداء الدين - الموجود ابتداء في ذمتها - إلى بائع الأسهم (محيل الحق) بدلاً من أدائه إلى المستحوذ (المحال له)، ليكون هذا الوفاء مبرئاً لذمة المستحوذ من التزاماته تجاه بائع الأسهم. ففي هذه المعاملة نفت المحكمة وجود مساعدة مالية؛ لأن هدف المعاملة كان اختصار الدائرة بأداء الشركة المستهدفة دينها لدائن المستحوذ بدلاً من سداه لهذا الأخير ليعود ويسلمه إلى دائئه⁽²¹⁾.

وبما أن المساعدة المالية محظورة على النحو المتقدم، لذا فإنها تكون باطلة في حال وقوعها؛ لأنها تمت بالمخالفة لأحكام القانون. وفضلاً عن ذلك، فقد رتبَّ المشرع الإنجليزي المسؤولية الجزائية على عاتق الشركة التي تقدم المساعدة وعلى أي مدير فيها يثبت تقصيره، وتصل العقوبة إلى الحبس مدة لا تزيد على سنتين أو الغرامة أو كليهما⁽²²⁾.

ثانياً- الاستثناء: إجازة المساعدة المالية

وضع المشرع الإنجليزي استثناءات معينة على حظر المساعدة المالية، بهدف إضفاء المرونة على قواعده وتحقيق التوازن في المصالح، وتتمثل هذه الاستثناءات بالتالي:

1- الغرض التجاري

أخذ المشرع الإنجليزي بنظر الاعتبار أن تقديم المساعدة المالية قد يكون في صالح الشركة المستهدفة بالاستحواذ وفي إطار نشاطها التجاري المعتاد، لذا فقد أجاز المساعدة المالية في أحوال معينة تتعلق بالغرض من المساعدة، إذ تقضي المادة (678) من القانون المذكور أن الحظر الوارد فيها لا يسري، إذا لم يكن غرض الشركة المستهدفة الرئيس من تقديم المساعدة المالية هو تحقيق الاستحواذ عليها أو على شركتها التابعة، أو إذا كان غرض الاستحواذ الكامن وراء تقديم المساعدة المالية ليس إلا جزءاً عرضياً من غرض أكبر تهدف الشركة إلى تحقيقه، وأن الشركة قدمت المساعدة بحسن نية ومن أجل تحقيق مصالحها.

وقد تعرض هذا الاستثناء إلى الانتقاد من قبل الفقه بسبب عدم وضوح فكرة الغرض

(21) MTRealisationsLtd(inliquidation)vDigitalEquipmentCoLtd,[2003]2BCLC177(CA). Available: <https://www.casemine.com/judgement/uk/5b46f1fa2c94e0775e7ef4ba>.

(22) المادة (680) من قانون الشركات التجارية الإنجليزي لعام 2006.

الأكبر الذي يستغرق غرض الاستحواذ⁽²³⁾. وقد ذهب القضاء الإنجليزي ابتداءً في تطبيق ذلك إلى تفسير فكرة الغرض تفسيراً ضيقاً، وعمد إلى التمييز بين الغرض والسبب، فالسبب يصف لماذا تم إبرام المعاملة، أما الغرض فهو المعاملة ذاتها التي يُراد إتمامها، ويتعين لتطبيق الاستثناء أن يكون الهدف من المساعدة المالية غرضاً آخر سوى تمكين المستحوذ من الاستحواذ على الشركة، مهما كان الاستحواذ محققاً لمصالح الشركة، فالمزاي المالية والتجارية المتوقعة من الاستحواذ لا تعد غرضاً كافياً لإجازة المساعدة المالية؛ لأن الغرض يبقى تمكين المستحوذ من الاستحواذ. ووفقاً لهذا التوجه القضائي، فإن تفسير الغرض تفسيراً واسعاً من شأنه أن يفرغ قاعدة حظر المساعدة المالية من محتواها⁽²⁴⁾.

وقد تجسد هذا التوجه القضائي في حكم محكمة الاستئناف في قضية يُشار إليها بقضية «برادي ضد برادي - brady v. brady»، وتتخلص وقائعها في أن شركة قابضة تزاوّل نشاط النقل وتجارة المشروبات يديرها أخوان ولهما حصص متساوية فيها، واجهت صعوبات بسبب الخلافات بين الأخوين، فتم الاتفاق على أن يتم تقسيمها إلى شركتين، لتقوم إحدهما بنشاط النقل وتختص الأخرى بتجارة المشروبات.

وحيث إن أصول الشركتين لم تكن متساوية، فقد تحمل أحد الأخوين ديناً من أجل تمكين الآخر من الاستحواذ على الشركة الأخرى، وتم الاتفاق على أن يتم تخصيص جزء من أصول الشركة الأولى وفاء للدين، فطعن صاحب هذه الأخيرة في الاتفاق على سند من أن نقل الأصول هذا يُشكل مساعدة مالية محظورة؛ لأن هدفه الاستحواذ على الشركة الأخرى.

وقد حكمت محكمة الاستئناف لصالح المدعي، مبينة أن المعاملة لم تكن في صالح الشركة التي قدمت المساعدة، إلا أن مجلس اللوردات نقض حكم محكمة الاستئناف، متبنياً فكرة الغرض الأكبر، ومشيراً إلى أن المساعدة المالية كان هدفها تحقيق غرض أكبر هو إنقاذ الشركة القابضة من التصفية وإنجاح خطة إعادة الهيكلة. وقد فسّر الفقه هذا الموقف من مجلس اللوردات على أنه عودة إلى مفهوم الحقائق التجارية المحيطة بالمعاملة، وأن من الصعب تبني مفهوم ضيق الغرض، خصوصاً إذا كانت المعاملة في مصلحة الشركة المستهدفة⁽²⁵⁾.

(23) Anthony O Nwafor, Contrasting Approaches on Financial Assistance between the UK and South Africa, Business Law International, Vol 20, No 1, (2019), p. 43. Available at: <https://search.proquest.com/docview/2292028834?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true> 14/6/2020.

(24) brady v. brady, 1989 ac 755m hl, Available at: <https://swarb.co.uk/brady-v-brady-hl-1988/>

(25) Anthony O. Nwafor, Op. Cit., Pp, 40-41.

2- المساعدة المالية تطبيقاً لنص قانوني

تناول قانون الشركات الإنجليزي في المادتين (681 و682) حالات معينة لا تعد مساعدة مالية على الرغم من تقديم الشركة أموال معينة من ذمتها المالية، وتبعاً لذلك لا يسري عليها الحظر الوارد في المادة (678). وتتضمن المادة (681) حالات تقدم الشركة فيها أصولها تطبيقاً لأحكام قانون الشركات، أو مراعاة لمصلحة أولى بالرعاية. ويشمل الفرض الأول، توزيع أصول الشركة باعتبارها أرباحاً قانونية، أو توزيع أصول الشركة في حال تصفيتها، وتوزيع أصول الشركة باعتبارها أسهماً إضافية، أو في حالات تخفيض رأس المال أو بموجب عملية استرداد الأسهم. أما الفرض الثاني، فيشمل تقديم أصول الشركة بناءً على أمر من المحكمة، في إطار تسوية أو ترتيبات مع الدائنين أو المساهمين، أو أي ترتيبات بموجب قانون الإفلاس⁽²⁶⁾.

أما المادة (682) فتتنبأ بالاستثناءات فيها على حالات لا يتحقق فيها مفهوم المساعدة المالية لعدم تحقق الشرط الأساسي فيها وهو الانتقاص من الذمة المالية للشركة، فلا تنتقص المساعدة من الأصول الصافية للشركة، أو يتم تقديم المساعدة من الأرباح لا من رأس المال، ويشمل ذلك الحالة التي يكون فيها الإقراض ضمن السياق المعتاد لنشاط الشركة، أو أن تقدم أصول الشركة بحسن نية ولمصلحتها أو مصلحة الشركة القابضة لها في إطار برنامج أسهم العاملين، أو بما يُسهّل تعامل هؤلاء بالأسهم، كذلك يشمل تقديم الشركة قروضاً لأشخاص سوى المديرين فيها يتم استخدامهم من قبل الشركة من أجل تمكينهم من تملك أسهم مدفوعة القيمة بالكامل بصيغة الملكية النفعية. وتجعل المادة (682) الاستثناء مشروطاً بأن تكون الأصول الصافية للشركة أكثر من ديونها بحسب السجلات المحاسبية للشركة قبيل تقديم المساعدة مباشرة.

إن نهج الحماية السابقة الذي تبناه المشرع الإنجليزي وفقاً لما تقدم له مزاياه، فهي تطبق قبل وقوع الضرر، وتجنب الدائن عدم التيقن وعدم القدرة على التكهن بما سيسفر عنه التقاضي فيما لو كانت الحماية لاحقة لوقوع الضرر، كما أنها تجنب الدائن تحمل كلفة التقاضي⁽²⁷⁾، إلا أن توجه القانون الإنجليزي في آلية الحماية بحظر المساعدة المالية، وتبني القضاء الإنجليزي التفسير الضيق للاستثناءات كان عرضة للانتقاد؛ لأنه لا

(26) المادة (681) من قانون الشركات الإنجليزي لعام 2006.

(27) Eilis Ferran, The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 51/2005, November 2005, p. 16. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841884.

يتناسب مع النظرة المعاصرة لأهداف وغايات قانون الشركات، فهذه الأخيرة أصبحت تركز على تعزيز النمو الاقتصادي، وتسهيل الأنشطة الاقتصادية بدلاً من التركيز على حماية المصالح الفردية لأشخاص قادرين في الغالب على حماية أنفسهم بوسائل متعددة، من ذلك مثلاً من خلال شروط العقد أو من خلال التأمين.

وحظر المساعدة المالية على الرغم مما يحققه من حماية لدائني الشركة المستهدفة ولساهميها في الوقت نفسه، إلا أنه قد يعيق معاملات من شأنها أن تحقق مصلحة الشركة المستهدفة⁽²⁸⁾. كما أن حظر المساعدة المالية في الأحوال التي حددها القانون ورد مطلقاً، وسواء أكانت المساعدة لصالح المستحوز أم لا طالما كانت في إطار الاستحواذ على الشركة أو تمهد الطريق له، فقد تحصل الشركة على استشارة من بنك استثمار حول كيفية حصولها على أفضل عرض استحواذ، وتتحمل تكاليف هذه الاستشارة، فمثل هذه الاستشارة تمهد الطريق للاستحواذ ولكنها لا تصب في مصلحة المستحوز، فإذا تحملت الشركة عبأها المالي بدلاً من المستحوز، فإنها تدخل في إطار المساعدة المالية الممنوعة بحسب القانون الإنجليزي⁽²⁹⁾.

من جهة أخرى، فإن الاستثناء الذي ذكره المشرع والمتمثل بالغرض من المساعدة المالية، وزيادة على غموضه، فإنه يجعل أمر تقييم الأغراض التجارية للشركات بيد القضاء، وقد لا تكون للمحاكم القدرة على مثل هذا التقييم⁽³⁰⁾.

المطلب الثاني

الحماية القانونية اللاحقة على الاستحواذ:

القانون الفيدرالي الأمريكي نموذجاً

يميل القانون الأمريكي خلافاً للقانون الإنجليزي، إلى ترك الحماية السابقة إلى قانون العقد، إذ يرى أن هذه الوسيلة تحقق مرونة أكبر، فالحماية التي يتطلبها دائن شركة ذات ملاءة وتصنيف ائتماني عالٍ تختلف عن الحماية التي يتطلبها المتعامل مع شركة

(28) Eilis Ferran, Corporate Transactions and Financial Assistance, Op. Cit., p. 225.

Aksel, Kemal; Begum Incecam, Financial assistance: The death of leveraged buyouts, International Financial Law Review; London, (2012), p. 3. Available at: <https://search.proquest.com/docview/1027868440?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true>.

(29) Eilis Ferran, Corporate Transactions and Financial Assistance, Op. Cit., p.237.

(30) Michele Giannino, Op. Cit., p. 21.

لا تحظى بالمستوى ذاته، فالاتفاق يكون أكثر استجابة لمتطلبات السوق⁽³¹⁾، إلا أن هذا لا يعني أن القانون الأمريكي خلّف من قواعد قانونية هدفها حماية الدائنين، إذ تبنى مبدأ الحماية اللاحقة على الاستحواذ.

وتجد هذه الحماية سندها في القواعد العامة، ويشير الفقه الأمريكي إلى عدد من القواعد العامة التي قد يجد الدائن فيها ملاذاً لحمايته، لعل من أهمها في هذا الشأن ما يتعلق بمسؤولية إدارة الشركة عن الإخلال بالواجبات المنوطة بها، والقواعد الواردة في قانون الإفلاس، وتفضّل الأخيرة سنداً لحماية الدائنين على قواعد المسؤولية⁽³²⁾، لأسباب نبيها مع بيان أحكام هذه القواعد فيما يأتي:

أولاً- إبطال معاملة الاستحواذ لصالح الدائن بموجب قانون الإفلاس

بموجب القانون الأمريكي تتحدد مسؤولية أعضاء مجلس إدارة الشركة وفقاً لقاعدة القرار التجاري السليم، وبموجبها لا تقوم مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة، متى كان القرار المتخذ قراراً مستتيراً، اتخذ بحسن نية وباعتقاد بأنه يحقق مصلحة الشركة، وغير مدفوع بمصلحة شخصية لواحد أو أكثر من أعضاء مجلس الإدارة. وهذه القاعدة تقيد سلطة القضاء في إعادة تقييم القرار التجاري المتخذ، باعتبار أن مجلس الإدارة هو الجهة المؤهلة لاتخاذ القرارات التجارية، ولا يهم بعد ذلك النتيجة التي يسفر عنها القرار، كأن يؤدي إلى خسائر تتحملها الشركة⁽³³⁾، إلا أن القاعدة المتقدمة لا تطبق في حالة الاستدانة

(31) Eilis Ferran, The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union, Op. Cit., Pp. 6-8.

(32) Emily Sherwin, Op. Cit., Pp. 461-470.

(33) ترجع جذور هذه القاعدة العامة إلى السوابق القضائية، ثم تبنتها العديد من قوانين الشركات في الولايات الأمريكية، من ذلك على سبيل المثال الفقرة الأولى من المادة (141) من قانون ولاية ديلاوير.

Delaware general corporation law, title 8, (includes all acts effective as of July 23, 2020): available at: <https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf> 31/8/2020.

لمزيد من التفاصيل حول هذه القاعدة وتطبيقها في القضاء، انظر:

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_pubs 16/7/2020.

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, Pp. 1446-1449. Available at:

<https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2571&context=vlr> 16/7/2020.

ونقل الدين إلى ذمة الشركة المستهدفة، إذ يحق للقضاء إبطال المعاملة وإهدار القرار التجاري المتخذ من أعضاء مجلس الإدارة استناداً إلى قواعد قانون الإفلاس.

فالأصل وفقاً لقانون الشركات أن يتقدم دائنو الشركة على المساهمين، إذ يتعين أن يتم سداد الدين قبل توزيع الأرباح، وفي حالة تصفية الشركة أو إفلاسها، لا يحق للمساهمين استرداد مساهمتهم في رأس المال، إلا بعد سداد الديون، فإذا كانت الشركة متعثرة واستغرق الدين رأسمال الشركة، فإن عبء الخسارة يتحملة المساهمون كلُّ بنسبة مساهمته في رأس المال. وإذا أفلسَت الشركة بسبب الاستحواذ عليها بالاستدانة، ونقل عبء الدين إلى ذمتها المالية، فإن هذا معناه مخالفة المبدأ المذكور، إذ يكون المساهمون قد استردوا قيمة مساهمتهم قبل حصول دائني الشركة على حقوقهم، وذلك بقيام المستحوذ بشراء الأسهم من المساهمين وإعطائهم قيمتها، ففي مثل هذا الفرض يحق للدائن وفقاً للقانون الأمريكي المطالبة بإبطال الدين الذي مؤل الاستحواذ أو ضمانه وتحملته الشركة المستهدفة⁽³⁴⁾.

ويجد الدائن سند ذلك في قانون الإفلاس الفيدرالي الصادر عام 1978⁽³⁵⁾ بموجب المادة (548) منه، أو بموجب قوانين الولايات، حيث تجيز المادة (544) من قانون الإفلاس الفيدرالي لأمين التفليسة، أن يستند إلى قانون الدائن لإبطال المعاملة. وتتمثل قوانين الولايات بما يعرف بقانون التحويل الاحتيالي الموحد Uniform Fraudulent Transfer Act ("UFTA") أو قانون المعاملات القابلة للإبطال الموحد Uniform Voidable Transactions Act- UVTA⁽³⁶⁾، وأسس الحماية واحدة في كل من قانون الإفلاس

(34) Richard M. Cieri, David G. Heiman, William F. Henze II, Carl M. Jenks, Marc S. Kirschner, Shawn M. Riley and Patrick F. Sullivan, An Introduction to Legal and Practical Considerations in the Restructuring of Troubled Leveraged Buyouts, The Business Lawyer, Vol. 45, No. 1 (November 1989), p.351. available at: <https://www.jstor.org/stable/40687050?seq=1>. Laura Femino, Op. Cit, p. 1835.

(35) القانون متاح وفقاً لآخر التعديلات في الرابط التالي: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11>

(36) يعود تاريخ هذا القانون إلى عام 1918، حيث وضعت لجنة القانون الموحد وهي كيان غير ربحي تم تأسيسها عام 1892 تضم مشرعين وقضاة ومحامين، هدفها وضع مسودات قوانين بصياغة محكمة بهدف تحقيق الوضوح والثبات في تشريعات الولايات بشأن بعض المسائل الخلافية. وقد حمل القانون اسم قانون الحوالة الاحتيالية الموحد ("UFCA") Uniform Fraudulent Conveyance Act، ثم تم تعديله في عام 1984 وتغيير تسميته لتصبح قانون التحويل الاحتيالي الموحد Uniform Fraudulent Transfer Act ("UFTA").

وقد تبنت معظم الولايات (خمس وأربعون ولاية) هذا التعديل، في حين بقيت الولايات الأخرى تطبق النسخة غير المعدلة من القانون، ثم تم تعديله وإعادة تسميته مرة أخرى في عام 2014 باسم قانون المعاملات القابلة للإبطال الموحد Uniform Voidable Transactions Act- UVTA، وقد تبنت التعديل

الفيدرالي وقوانين الولايات، حيث يحق للدائن المتضرر أن يطلب إبطال المعاملة التي رتبت الدين أو الالتزام في ذمة الشركة⁽³⁷⁾، فإذا استُجيب لطلبه يتم استرداد الأموال التي خرجت من ذمة الشركة المستهدفة تنفيذاً لعملية الاستحواذ، أو تلغى الضمانات التي تم ترتيبها على أصول الشركة لصالح الممول ليصبح دائئاً عادياً.

كما قد يترتب على إبطال المعاملة إبطال عملية شراء الأسهم، فيلزم المستحوذ بأن يعيد الأسهم إلى المساهمين، ويعيد هؤلاء المبالغ التي قبضوها ثمناً للأسهم⁽³⁸⁾، وهو ما تنص عليه المادة (548) من قانون الإفلاس الفيدرالي، إذ تجيز لأمين التفليسة أن يطلب إبطال أي معاملة يترتب عليها تحويل حق يعود للمدين أو تحمله بالالتزام، إذا كانت قد تمت خلال السنتين السابقتين على تقديم طلب الإفلاس، إلا أن القانون المذكور يُميز في هذا الصدد بين ما يُطلق عليه الاحتيال الفعلي والاحتيال الحكمي؛ ففي الحالة الأولى يشترط لإبطال المعاملة سوء نية المدين، إذ يستلزم أن تتحقق لدى هذا الأخير نية «الاحتيال» الفعلية.

وتُعبّر الفقرة الأولى من المادة المذكورة عن ذلك بقولها: «قيام المدين بإجراء التحويل، أو التحمل بالالتزام بنية فعلية لإعاقة أو تأخير، أو الاحتيال على شخص كان المدين مديناً له، أو أصبح كذلك أثناء أو بعد إجراء التحويل أو التحمل بالالتزام». ويتعين لتطبيق هذا النص أن يثبت الدائن وأمين التفليسة سوء نية المدين، إلا أن إثبات سوء النية ليس بالأمر اليسير، ولا سيما حين يتعلق الأمر بالشركات المستهدفة بالاستحواذ، إذ يتطلب الأمر إثبات سوء نية إدارة الشركة عند إبرامها الاتفاق، الذي يحتمل الشركة عبء دين الاستحواذ أو ضمانه⁽³⁹⁾.

لذلك فقد وضع القضاء الأمريكي «علامات مميزة للاحتيال» يُعد إثباتها إثباتاً للنية الفعلية للمدين. وعلامات الاحتيال غير محددة حصراً، ومنها: أن يكون المدين معسراً وقت حوالة الدين، أو أن يصبح معسراً كنتيجة للحوالة، وأن يحتفظ المدين بالسيطرة على الأصول التي تم تحويلها، أو أن تتم الحوالة قبل تحمل المدين بالدين، أو أن تستغرق

حتى تاريخ كتابة هذا البحث إحدى وعشرون ولاية. القوانين المذكورة متاحة على موقع لجنة القانون الموحد في الرابط التالي:

<https://www.uniformlaws.org/committees/community-home?CommunityKey=64ee1ccc-a3ae-4a5e-a18f-a5ba8206bf49>

وفي المقارنة بينها انظر: Emily Sherwin, Op. Cit., Pp. 469-471.

(37) تجدر الملاحظة أن البحث سيقترص على البحث في قانون الإفلاس الفدرالي تلافياً للتكرار بالنظر لتوافق قوانين أغلب الولايات معه في المبادئ الرئيسة للحماية.

(38) Jaclyn Weissgerber, Op. Cit, Pp. 1275-1276.

(39) Laura Femino, Op. Cit, p. 1837.

الحوالة جميع أصول المدين، كذلك من العلامات النظر فيما إذا كانت الحوالة قد تم إعلانها أو إخفاؤها⁽⁴⁰⁾.

أما الاحتيال الحكمي، المنصوص عليه في الفقرة الثانية من المادة (548)، فيعتمد معياراً موضوعياً بدلاً من معيار سوء نية المدين، إذ يمكن لأمين التفليسة أن يطلب إبطال المعاملة إذا كان "المدين 1- قد تلقى مقابلاً لتحويل الحق، أو التحمل بالالتزام يقل عن القيمة المكافئة المعقولة له و: 2-أ- كان معسراً وقت الحوالة، أو التحمل بالالتزام، أو أصبح معسراً بسبب ذلك. ب- دخل في أعمال تجارية أو كان على وشك الدخول فيها بالشكل الذي تكون معه الأموال المتبقية للمدين رأس مال صغيراً بشكل غير معقول. ج- ينوي أن يتحمل، أو يعتقد أنه سوف يتحمل ديوناً تفوق قدرته على سدادها في ميعاد استحقاقها".

فالمعيار المعتمد في هذه المادة معيار اقتصادي يقوم على عنصرين: الأول تحمل التزام من دون مقابل مكافئ له، والثاني هو تحقق واحدة من الحالات الثلاث التي أشار إليها النص، وهي بمجمّلها تفضي إلى إعسار المدين، يستوي في ذلك أن يكون المدين حسن النية أو سيئ النية⁽⁴¹⁾. وعلى الرغم من أن الفقرة الثالثة قد توحى بالاعتماد على نية المدين والعودة إلى المعيار الشخصي، إلا أن القضاء الأمريكي ذهب إلى أن الأمر لا يعتمد على نية المدين، وإنما على الوقائع والظروف المحيطة بالمعاملة التي يمكن معها القول إن المدين لا يمكن أن يكون قد اعتقد بصورة معقولة قدرته على السداد⁽⁴²⁾.

- (40) Timothy A. Barnes, Transmittal Sheet for Opinions for Posting (United States Bankruptcy Court Northern District of Illinois Eastern Division), Bankruptcy No. 09bk39937 Adversary No. 11ap 02236, June 6, 2013, Pp.10-11. Available at: https://www.ilnb.uscourts.gov/sites/default/files/opinions/William_A_Brandt_Jr_v_Plains_Capital_Leasing_LLC.pdf. Meagan George, Husky International Electronics, Inc. v. Ritz: Rethinking Actual Fraud, Badges of Fraud, and Pleading Standards in Federal Bankruptcy Litigation, Maryland Law Review, Vol. 76, Issue 4, (2017), Pp. 1180-1181. Available at: <https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3766&context=mlr>.
- (41) Irina Fox, Op. Cit, Pp. 750-751. Richard M. Cieri, David G. Heiman, William F. Henze II, Carl M. Jenks, Marc S. Kirschner, Shawn M. Riley and Patrick F. Sullivan, Op. Cit., p.354.
- (42) In re Suburban Motor Freight, Inc., 124 B.R. 984, (1990). Available at: <https://www.leagle.com/decision/19901108124br9841929>. In re WRT Energy Corporation, Debtor.WRT Creditors Liquidation Trust v.WRT Bankruptcy Litigation Master File Defendants, 282 B.R. 343 (2001). Available at: <https://www.courtlistener.com/opinion/1882776/in-re-wrt-energy-corp/>.

فإذا أراد الدائن التوصل لإبطال المعاملة، فإن عليه أن يثبت تحقق العنصرين، فيثبت أولاً أن الشركة المستهدفة المدينة لم تتلقَ مقابلًا مكافئاً لدين الاستحواذ الذي تحملت عبأه أو التزمت بضمانه، إلا أن الممول قدّم فعلاً قيمة مقابلة لهذا الدين، تتمثل بالمبلغ الذي قبضه المستحوذ وتم به شراء أسهم الشركة، وهنا يثار التساؤل عما إذا كان هذا المبلغ يمثل مقابلًا مكافئاً لهذا الغرض.

وللإجابة عن هذا التساؤل، ذهب القضاء الأمريكي إلى أن المقابل يجب أن يقدم إلى الشركة المستهدفة وهو ما لم يتحقق هنا، فالمبلغ الذي قدمه الممول للمستحوذ مقابل التزام الشركة المستهدفة بضمانه تم دفعه للمساهمين ثمناً لشراء الأسهم، ولا تمثل هذه الأسهم المشتراة أي إضافة جديدة للشركة لأنها تمثل بالفعل جزءاً من رأس مال الشركة⁽⁴³⁾. كما أن المزايا التي قد تحصل عليها الشركة من الاستحواذ كالإدارة الجديدة لا تعد من عناصر الذمة المالية التي يمكن التنفيذ عليها من قبل الدائنين⁽⁴⁴⁾.

وعلى الدائن أن يثبت ثانياً أن دين الاستحواذ أو ضمانه الذي التزمت به الشركة تم في وقت كانت فيه معسرة، أو أنه كان السبب في إعسارها، أو أنه تركها برأسمال صغير، أو أن الديون التي تحملت بها تفوق قدرتها على سدادها. وتقييم إعسار الشركة المستهدفة ينبغي أن يتم استناداً إلى حالة الشركة المالية في وقت سابق لدعوى الدائن، وهو الوقت الذي تم فيه الاستحواذ⁽⁴⁵⁾.

إلا أن معاملة الاستحواذ بالاستدانة تتميز بتشعب أطرافها والعلاقات القانونية المترتبة عليها، فمن جهة توجد علاقة الممول بالمستحوذ، وعلاقة الممول بالشركة المستهدفة التي تتحمل الدين أو تضمنه، وعلاقة المستحوذ (المشتري) بالمساهمين (بائعي الأسهم)، فإذا ما أريد إبطال المعاملة استناداً إلى أحكام قانون الإفلاس فيفترض أن المعاملة المقصودة هي تلك التي تكون الشركة المستهدفة (وهي هنا المدين) طرفاً فيها، فيبطل التزامها بأداء دين الاستحواذ أو يبطل الضمان المنصب على أصولها، بما يسمح بعودة هذه الأصول إلى ذمتها المالية أو تحررها من الضمان وتمكين دائني الشركة من التنفيذ عليها.

(43) Robinson v. Wangemann, 75 F.2d 756, 757 (Sth Cir. 1935). As mentioned in: Laura Femino, Op. Cit., p. 1837.

(44) In Re Vadnais Lumber Supply, Inc., 100 B.R. 127 (Bankr. D. Mass. 1989), Available at: <https://www.courtlistener.com/opinion/1880075/in-re-vadnais-lumber-supply-inc/>. Richard M. Cieri, David G. Heiman, William F. Henze II, Carl M. Jenks, Marc S. Kirschner, Shawn M. Riley and Patrick F. Sullivan, Op. Cit., p.355.

(45) Laura Femino, Op. Cit., Pp. 1845-1846.

مع ذلك قد يتسع الأمر في معاملات الاستحواذ بالاستدانة، فيجد الدائن سنداً له للرجوع على أطراف التعامل الأخرى، فالمساهم البائع قد يجمع صفة المساهم والممول، في حال تلقى مقابل أسهمه سندات دين تصدرها الشركة، فيكون الرجوع عليه بالقواعد ذاتها التي يتم الرجوع فيها على الممول⁽⁴⁶⁾. وإذا لم يكن كذلك، فهو منتفع بشكل غير مباشر من الدين، إذ استخدم مبلغ القرض في سداد قيمة ما باعه من أسهم.

كذلك الحال بالنسبة للمستحوذ مشتري الأسهم، فالأخير هو المنتفع المباشر من الاستحواذ، حيث استحوذ على الشركة بمبلغ القرض، ويستطيع الدائن (أو أمين التفليسة لصالح مجموع الدائنين) أن يرجع على كل منهما لاسترداد الأموال التي خرجت من ذمة الشركة أو قيمتها وفقاً للمادة (550) من قانون الإفلاس الفدرالي⁽⁴⁷⁾.

وقد استندت المحاكم الأمريكية إلى هذه القواعد لإبطال العديد من معاملات الاستحواذ بالاستدانة. ولعل من بين القضايا المهمة بهذا الخصوص تلك المتعلقة بالاستحواذ على شركة تريبيون ميديا «Tribune Media Company»، وهي شركة تدير محطات تلفزيونية وإذاعية، كما تصدر العديد من الصحف، تم الاستحواذ عليها بالاستدانة في عام 2007 بقيمة 11 مليار دولار، دفع منها المستحوذ من ماله 513 مليون دولار، والباقي اقترضه بضمان بأصول الشركة، وقد تم استخدام مبلغ الاستحواذ لشراء أسهم الشركة، حيث تم أداء ما يزيد على ثمانية مليارات دولار للمساهمين، كما استخدم المبلغ أيضاً لسداد ديون ترتبت سابقاً على الشركة.

وفي نهاية عام 2008 قدمت الشركة طلباً لإشهار إفلاسها، وقد تلا ذلك العديد من الدعاوى لإبطال معاملة الاستحواذ، وكان من بينها دعاوى للدائنين غير المضمونين أقيمت على المقرضين (مؤسسات التمويل)، مبنية على الاحتيال الحكمي، على سند من أن الشركة لم تتلق مقابلاً مكافئاً بصورة معقولة للدين الذي تحملت به، وأن هذا الدين هو السبب في إفلاسها، وقد أيد الخبير المستقل الذي انتدبته المحكمة ادعاءات الدائنين، فتم إبطال التزام الشركة بضمان القرض⁽⁴⁸⁾.

وإذا كانت هذه القواعد قد وضعت لحماية الدائنين، فإن هناك استثناءين يردان عليها

(46) Richard M. Cieri, David G. Heiman, William F. Henze II, Carl M. Jenks, Marc S. Kirschner, Shawn M. Riley and Patrick F. Sullivan, Op. Cit., p.350.

(47) Laura Femino, Op. Cit., p. 1839.

(48) In re: Tribune Company Fraudulent Conveyance Litigation, No. 13-3992 (2d Cir. 2019), available at: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/ca2/13-3992/13-3992-2019-12-19.html>.

هدفهما تحقيق التوازن بين الأطراف وحماية المصالح الأجدر بالرعاية، نوضحهما في الفقرة الآتية.

ثانياً- استثناءات قانونية على إبطال المعاملة

وضع قانون الإفلاس الفيدرالي استثناءين رئيسيين يمكن الاستناد إلى أحدهما ليسري دين الاستحواذ في مواجهة الدائنين: أحدهما يتعلق بحسن نية المتعامل مع الشركة المستهدفة (المدين)، والثاني يتعلق بتدخل الوسيط الماليين، ونعرض للثنيين كما يأتي:

1- حسن نية متلقي الحق من الشركة المستهدفة

وضعت الفقرة الثالثة من المادة (548) من قانون الإفلاس الفيدرالي استثناءً على إبطال المعاملة، وهذه الفقرة التي يطلق عليها الفقه الأمريكي «فقرة الإنقاذ»⁽⁴⁹⁾ تتعلق بالموّل الذي التزمت الشركة المستهدفة تجاهه بتحمل دين الاستحواذ أو ضمانه، إذ يحق للموّل بموجب الفقرة المذكورة أن يحتفظ بالحق الذي تلقاه من الشركة المستهدفة أو يلزمها بتنفيذه، إذا كان قد قدّم مقابلاً لهذا الحق أو الضمان وكان حسن النية، وذلك في حدود المقابل الذي قدمه.

ويتطلب تطبيق هذا الاستثناء وفقاً لذلك توافر عنصرين: أولهما أن يكون الموّل قد قدّم مقابلاً للحق الذي تلقاه، وثانيهما أن يكون حسن النية. وقد سبق أن بينّا أن الشركة غالباً لا تتلقى دين الاستحواذ الذي تحملت به، بل يتلقاه المستحوذ، مما يعني انتفاء أحد عنصرَي الاستثناء، وبالتالي عدم تطبيقه. ومع ذلك، فإنه يعد متحققاً في الحالة التي تتلقى فيها الشركة المستهدفة الدين من الموّل لتقوم بإقراضه إلى المستحوذ.

أما العنصر الثاني المتمثل بحسن نية الموّل، فهو بدوره يتطلب تحديد معيار لحسن النية، إذ لم يحدد المشرع مفهومه. فهل يكفي للقول بسوء النية العلم المفترض بوجود الاحتيال الفعلي أو الحكمي بالنظر لوجود شبهات تحيط بالمعاملة، أم يتطلب الأمر العلم الفعلي المبني على الوقائع، أم ينبغي أن يتخذ سوء النية مفهوم التواطؤ مع المدين من أجل الإضرار بالدائنين العاديين؟

يرى الفقه الأمريكي أن من الصعب في هذا الصدد تبني مفهوم واحد لحسن النية في جميع الأحوال، فحينما يكون المساهم هو الموّل بأن يوافق على استبدال سندات دين بأسهمه، فيبدو منطقياً أن يكتفى بالعلم المفترض، بالنظر لافتراض أن المساهم على اطلاع بظروف الشركة المالية، أما الموّل الخارجي فإن ما يحصل عليه من معلومات عن الوضع المالي للشركة إنما يكون من أجل تقييم المعاملة ورسم حدود الاتفاق على

(49) Richard M. Cieri, David G. Heiman, William F. Henze II, Carl M. Jenks, Marc S. Kirschner, Shawn M. Riley and Patrick F. Sullivan, Op. Cit., p.367.

التمويل، ولا يمتد أبعد من ذلك لمتابعة كيفية استخدام المستحوذ أو الشركة لمبلغ التمويل، وما إذا كان في صالح الدائنين العاديين من عدمه، لذا يكفي بالنسبة له للقول بحسن النية عدم تحقق العلم الفعلي. كما أن من غير الملائم استلزام التواطؤ مع المدين كميّار لسوء نية الممول، إذ لا تتعدى المنفعة التي يحصل عليها المنافع المعتادة في سياق مزاولته لنشاط التمويل⁽⁵⁰⁾.

2- تدخل الوسطاء الماليين

وضع المشرع الأمريكي في الفقرة الخامسة من المادة (546) من قانون الإفلاس قيّد قانونياً على حق أمين التفليسة في طلب إبطال المعاملة، وهذا القيد يطلق عليه الفقه والقضاء الأمريكيان «الملاذ الآمن»، وبموجبه ليس لأمين التفليسة أن يطلب إبطال المعاملة، إلا إذا ثبت الاحتيال الفعلي (أي توافر نية الإضرار بالدائنين) في حال تم تحويل الأموال كدفوعات تسوية من قبل مؤسسة مالية أو لمصلحتها.

وعرّف المشرع الأمريكي المؤسسات المالية في الفقرة 22 من المادة (101) من قانون الإفلاس الفيدرالي تعريفاً واسعاً لتشمل الجهات المتعارف عليها تقليدياً⁽⁵¹⁾ على أنها مؤسسات مالية مثل المصارف ومؤسسات الادخار والقروض وأمناء الحفظ وكلاء التصفية، ولتشمل أيضاً عملاء هذه المؤسسات في الأحوال التي تعمل فيها الأخيرة كوكيل للعميل في عقد متعلق بأوراق مالية. والحكمة من هذا القيد تتمثل في رغبة المشرع الأمريكي في منع امتداد إفلاس شركة معينة إلى شركات أخرى، مما قد يهدد بانهيار سوق النشاط الذي تزاوله تلك الشركات⁽⁵²⁾.

ومن جانبه، فإن القضاء الأمريكي لم يطبّق القيد المذكور على نسق واحد، إذ اختلفت المحاكم الأمريكية في تطبيقه، لاسيما عندما تكون المؤسسات المالية مجرد «قنوات» في التعامل المالي، ولا يكون طرفاه مؤسسة مالية. ففي قضية تربيون ميديا المشار إليها سابقاً أقام الدائنون في عام 2010 دعاوى على مساهمي الشركة ممن باعوا أسهمهم لإبطال تلك المعاملات على أساس من الاحتيال الفعلي، كما أقامت مجموعة أخرى من الدائنين دعاوى عليهم على أساس من الاحتيال الحكمي. وقد طالت هذه الادعاءات 1700 مساهم تمت مطالبتهم بإعادة ثمانية مليارات دولار قبضوها مقابل أسهمهم.

(50) Emily Sherwin, Op. Cit., Pp. 511-512.

(51) انظر قضية:

In re Quebecor World (USA) Inc., 719 F.3d 94 (2d Cir. 2013). Available at: <https://www.leagle.com/decision/infc020130610073>

(52) Jones Day, Tribune District Court Rules That LBO Payments May Not Be Avoided Because Debtor Was “Customer” of “Financial Institution, June 19, 2019. Available at: <https://www.jdsupra.com/legalnews/tribune-district-court-rules-that-lbo-51386/>

وبعد مراحل طويلة من التقاضي، ردت محكمة المقاطعة الجنوبية لنيويورك في عام 2019 دعواهم تجاه المساهمين، رافضة توسيع الحماية إلى حد إبطال عمليات بيع الأسهم، لأن اتخاذ مثل هذا الإجراء بحسب توجه المحكمة يُعَرِّض المساهمين لضرر غير مبرر، ويطلال حتى أولئك ممن عارضوا قرار الاستحواذ والاندماج، وخضعوا له كونهم من الأقلية⁽⁵³⁾، وأسست ردها للدعاء على الاستثناء الوارد في المادة (546)، حيث تم تحويل الثمانية مليار دولار إلى مؤسسات مالية لتكون وسيطة في عملية الاستحواذ بالاستدانة، وقامت هذه المؤسسات بأدائها إلى المساهمين الراغبين في بيع أسهمهم، ولم يثبت وجود حالة الاحتيال الفعلي⁽⁵⁴⁾.

ومن جهتها، تبنت المحكمة الاتحادية العليا مؤخراً اتجاهًا مغايرًا، في قضية يطلق عليها قضية ميرت Merit تتلخص وقائعها في اتفاق شركتين تديران سابقاً للخيل هما شركة فالي فيو داونز «Valley View Downs» وبدفورد داونز «Bedford Downs» على أن تشتري الأولى كل أسهم الثانية بقيمة 55 مليون دولار مقابل انسحاب الثانية من منافسة بينهما على رخصة واحدة لإدارة سباق. وتنفيذاً للاتفاق عمدت شركة فالي فيو إلى الاستدانة من مؤسسة مالية هي «Credit Suisse» قيمة الاستحواذ، وبالفعل حوّلت المؤسسة المالية المبلغ إلى بنك وسيط هو «Citizens Bank» ليقوم بتنفيذ عملية شراء الأسهم.

وأودع مساهمو شركة بدفورد، ومن بينهم شركة ميرت «Merit Management Group»، أسهمهم لدى البنك الوسيط، الذي قام بأداء قيمة الأسهم لمساهمي بدفورد، وحصلت ميرت مقابل أسهمها على 16.5 مليون دولار، إلا أن شركة فالي فيو لم تُقِم السباق المزمع إقامته لعدم حصولها على رخصة أخرى مطلوبة إلى جانب رخصة سباق الخيل، فقدمت طلباً للإفلاس.

وعلى إثر ذلك، طلب أمين التفليسة إلغاء معاملة الاستحواذ، وطالب شركة ميرت بإعادة المبلغ الذي قبضته ثمناً للأسهم، على أساس من الاحتيال الحكمي، بموجب المادة (548) من قانون الإفلاس على أساس من أن شركة فالي فيو كانت معسرة عندما اشترت أسهم شركة بدفورد، كما أنها اشترت الأسهم بأكثر من قيمتها، فدفعت شركة ميرت بتطبيق الملاذ الآمن (المادة 546) من قانون الإفلاس؛ لأن تحويل الأموال كان دفعة تسوية لمصلحة مؤسسة مالية مغطاة بالنص وهي كل من شركة التمويل والبنك الوسيط.

(53) In re: Tribune Company Fraudulent Conveyance Litigation, No. 13-3992 (2d Cir. 2019), Op. Cit.

(54) Jones Day, Op. Cit.

وقد قبلت محكمة المقاطعة الشمالية لولاية إلينوي دفع ميرت وقضت لصالحها فلم تبطل المعاملة، إلا أن الدائرة السابعة لمحكمة الاستئناف نقضت الحكم وبيّنت أن الملاذ الآمن لا يطبق على المؤسسات المالية التي تكون قنوات فقط (وسطاء) في المعاملة، مما يعني إبطال المعاملة وإلزام شركة ميرت بإعادة قيمة الأسهم التي باعها. وقد أيدت المحكمة الاتحادية العليا حكم محكمة الاستئناف مبيّنة أن حجر الزاوية ليس ما إذا كان التعامل قد تم بواسطة أو لمصلحة مؤسسة مالية، وإنما تحديد أطراف عملية التحويل، وفي هذه القضية التحويل تم بين شركة فالي فيو وشركة ميرت ولا تعدُّ أي منهما مؤسسة مالية⁽⁵⁵⁾.

إن نهج المشرع الأمريكي في حماية الدائنين المتمثل بإبطال المعاملة، فضلاً عن التفسير الضيق الذي تبنته المحكمة الاتحادية العليا للقيد المتعلق بالملاذ الآمن، وإن كان يحقق مصلحة الدائنين، إلا أنه كان محل انتقاد الفقه الأمريكي، فإبطال المعاملة ليس دائماً الخيار الأمثل، فهو يضر بمصالح المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية، لأنه يؤثر على استقرار المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية⁽⁵⁶⁾.

كما أنه يضر بمصالح مؤسسات التمويل، التي تقوم بالإقراض والتمويل في سياق نشاطها المعتاد، فإذا سرى إبطال المعاملة في مواجهتها، فإنها قد تحجم عن تمويل معاملات استحوذت تحقق مصلحة الشركة. ولا ينبغي أن يصل العبء على عاتق الممول والشركة إلى حد أن يقدم النص القانوني تأميناً مجانياً للدائنين بشأن قدرة الشركة المستهدفة على سداد ديونها، من خلال إبطال المعاملة واسترداد أصول الشركة⁽⁵⁷⁾. فإذا كان كل من نهج الحماية السابقة ونهج الحماية اللاحقة اللذين تبنتهما القوانين المقارنة منتقدين، فإن التساؤل قائم عن الحل الذي تبناه المشرع الإماراتي وعن الرؤية القانونية لحل أفضل، وهو محور المبحث التالي:

(55) FTI consulting Inc. v. Merit Management Group, 830 F.3d 690 (2016). Available at: <https://www.leagle.com/decision/infco20160728112>. Merit Management Group v. FTI consulting Inc., 138 S.Ct. 883 (2018). Available at: <https://www.leagle.com/decision/insco20180227f31>

(56) Merit Management v. FTI: Law Firm Perspectives, available at: <https://blogs.harvard.edu/bankruptcyroundtable/2018/03/06/merit-management-v-fti-law-firm-perspectives/>
Irina Fox, Op, Cit. Pp.762-763.

(57) Emily Sherwin, Op. Cit., Pp. 495-496.
Credit Managers Ass'n of Southern Cal. v. Fed. Co., 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1986). Available at: <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/629/175/1577650/>.

المبحث الثاني

الحماية القانونية لدائني الشركة المستهدفة في القانون الإماراتي

تبنى المشرع الإماراتي موقفاً قريباً من موقف المشرع الإنجليزي من حيث اتجاهه إلى الأخذ بالحماية السابقة للدائنين في إطار قانون الشركات التجارية رقم 2 لسنة 2015. ولا يخلو التشريع الإماراتي في الوقت ذاته من قواعد عامة تحقق الحماية اللاحقة للدائنين في أحوال معينة.

وفضلاً عن ذلك وردت الإشارة إلى الاستحواذ بالاستدانة في قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 18/ ر.م لسنة 2017 بشأن قواعد الاستحواذ والاندماج للشركات المساهمة العامة، والقرار الإداري رقم 62/ ر.ت لسنة 2017 بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

ولبيان جوانب الحماية القانونية التي تضمنها التشريع الإماراتي، فقد تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين: نتناول في أولهما الحماية القانونية السابقة على الاستحواذ، ونخصص الثاني لمبحث الحماية القانونية اللاحقة للاستحواذ.

المطلب الأول

الحماية القانونية السابقة على الاستحواذ

تتمثل الحماية السابقة لدائني الشركة المستهدفة وفقاً للتشريع الإماراتي بشكل رئيس بقاعدة حظر المساعدة المالية التي وردت في قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم 2 لسنة 2015، كما تضمن قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 18/ ر.م لسنة 2017 بشأن قواعد الاستحواذ بعض الأحكام بهذا الشأن. وفي الفقرتين الآتيتين تحليل لتلك الأحكام:

أولاً- حظر المساعدة المالية بموجب قانون الشركات التجارية

يحظر المشرع الإماراتي شأنه في ذلك شأن المشرع الإنجليزي أن تتحمل الشركة المستهدفة عبء الاستحواذ على أوراقها المالية، سواء بأدائها دين الاستحواذ أو بضمانه. ويجد هذا الحظر سنده في المادة (222) من قانون الشركات التجارية الاتحادي، التي يجري نصها على النحو التالي: «لا يجوز للشركة أو أية شركة تابعة لها تقديم مساعدة مالية لأي مساهم لتمكينه من تملك أية أسهم أو سندات أو صكوك تصدرها الشركة، وتشمل المساعدة المادية بوجه خاص ما يأتي: 1- تقديم قروض. 2- تقديم الهدايا أو

الهبات. 3- تقديم أصول الشركة كضمان. 4- تقديم ضمان أو كفالة للالتزامات شخص آخر».

يتضح من النص المذكور أن القاعدة التي يضمها قاعدة أمره، وبموجبها فإن الاستحواذ بالاستدانة يكون باطلاً إذا كان من شأنه تحميل الشركة المستهدفة عبء الدين أو ضمانه. ومن ثم فلا وجود قانوني للاستحواذ معه، ولا أثر له، وتقضي به المحكمة من تلقاء نفسها لأن البطلان من النظام العام.

ومع ذلك يمكن أن نورد على النص عدداً من الملاحظات؛ أولها أنه نص عام، فالمنع يسري على المساعدة المالية التي تقدمها الشركة لأي مساهم من أجل شراء أوراقها المالية، ولو لم يكن مستحوذاً أو هدفه السيطرة على الشركة، وهو بذلك يختلف في مده عن النص الوارد في قانون الشركات الإنجليزي، الذي يخص المنع فيه حالة الاستحواذ على الشركة، وتبعاً لذلك يتضمن الأخير قيداً زمنياً بأن تقدم المساعدة قبل الاستحواذ أو في وقت معاصر له ولغرض الاستحواذ تحديداً⁽⁵⁸⁾.

ويُفضّل توجه المشرع الإماراتي بحسب رأي الباحثة على توجه التشريع الإنجليزي، فعلى الرغم من أن حظر المساعدة المالية للمساهم تظهر أهميته في إطار عملية الاستحواذ بالاستدانة، إذ يُراد منها تحقيق السيطرة على الشركة دون تحمل عبء ذلك، فإن الحكمة من حظر المساعدة المالية لا تقف عند حد تحميل الشركة عبء الاستحواذ عليها، بل بشكل مطلق حماية لأموالها والحفاظ على الضمان العام للدائنين دون انتقاص، سواء تم الاستحواذ عليها أم لا، وذلك تطبيقاً سليم لمبدأ ثبات رأس المال باعتباره الحد الأدنى لضمان الدائنين ولا يجوز المساس به، أو استعماله في غير غرض الشركة.

كما أنها تتفق مع القاعدة التي تقضي بوجوب وفاء ديون الشركة قبل رد قيمة الأسهم للمساهمين في حال عدم كفاية أموالها⁽⁵⁹⁾؛ لأن الاستحواذ على الأسهم أو شراءها بتمويل من أموال الشركة ذاتها، يفيد استيفاء المساهمين الباعين قيمة أسهمهم بالتقدم على دائني الشركة.

من جانبٍ ثانٍ، لم يحدد النص مفهوم المساعدة المالية المحظورة إنما ذكر أمثلة لها، ومع ذلك يمكن القول إن المساعدة المحظورة هي تلك التي تنتقص من أصول الشركة، وهذا التفسير مبني على الحكمة من النص، وهي الحفاظ على أموال الشركة وعدم الانتقاص من الضمان العام لدائنيها، فإذا كانت المساعدة المالية قد تمت بمقابل مكافئ فلا تعد محظورة.

(58) المادة (678) من قانون الشركات الإنجليزي لعام 2006.

(59) المادة (325) من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم 2 لسنة 2015.

ويستشف هذا التفسير أيضاً من صور المساعدة المالية التي ذكرها المشرع في النص، كالقرض والهيايا وتقديم أصول الشركة كضمان، إذ تؤدي كل منها أو يكون من شأنها أن تؤدي إلى الانتقاص من أموال الشركة. وقد بيّن المشرع الإنجليزي ذلك صراحة، فبعد تعديده صور المساعدة المالية على سبيل المثال، ذكر عناصر القياس عليها بقوله: «أي مساعدة مالية أخرى تقدم من قبل الشركة، عندما: 1- تؤدي إلى الانتقاص من الأصول الصافية للشركة بشكل جوهري. أو 2- أن لا يتبقى للشركة أصول صافية»⁽⁶⁰⁾.

وتؤيد الباحثة فكرة أن يقيّد المشرع الإماراتي مفهوم المساعدة المالية بتلك التي تنتقص من أصول الشركة، دون الذهاب بعيداً باشتراط أن يكون النقص في الأصول كبيراً أو يؤدي إلى إفلاس الشركة، لأن أي مساعدة مالية دون مقابل مكافئ تتنافى مع مبادئ الحياة التجارية التي تنتفي فيها نية التبرع⁽⁶¹⁾.

كما يفترض أن المساعدة المحظورة هي المساعدة المالية، فهذه الأخيرة تنتقص من أصول الشركة خلافاً لغيرها، على ذلك لا تعد محظورة المساعدة التي تتم بصيغة تقديم معلومات معلنة من شأنها أن تشجع المساهم على شراء الأسهم، مع ملاحظة أن المشرع ذكر مصطلح المساعدة المالية في عنوان النص القانوني، ثم استعمل مصطلح المساعدة المادية في متنه، ويفضل الأول على الثاني لدقته ودلالته على المقصود.

من جهة ثالثة، إذا كان المشرع الإنجليزي قد وسّع نطاق الحظر ليشمل المساعدة التي تقدمها الشركة ذاتها وأي شركة تابعة لها، ويمنع المساعدة سواء تمت بشكل مباشر أو غير مباشر، فإن المشرع الإماراتي أخذ بالشق الأول، ولم يمنع المساعدة المالية التي تتم بشكل غير مباشر وربما في وقت لاحق للاستحواذ على الأسهم.

فالمادة (222) من قانون الشركات التجارية الاتحادي المشار إليها تحدد المساعدة المالية بكونها لتمكين المساهم من تملك الأسهم، لذا يخرج عن نطاق النص الحالة التي يكون فيها المستحوذ قد تملك الأسهم بالفعل، ثم يسعى بعد ذلك إلى تحميل الشركة المستهدفة عبء الاستحواذ عن طريق الاندماج، الأمر الذي يستلزم تعديل النص المذكور ليشمل أي حالة هدفها نقل العبء إلى عاتق الشركة المستهدفة لاتحاد العلة، وهي الانتقاص من ضمان الدائنين.

أما رابع الملاحظات، فهي أن المشرع الإماراتي - خلافاً للمشرع الإنجليزي - لم يضع أي استثناءات على حظر المساعدة المالية. وعلى الرغم من أن التنظيم الذي تبناه المشرع

(60) الفقرة الأولى من المادة (677) من قانون الشركات الإنجليزي لعام 2006.

(61) المادة (75) من قانون المعاملات التجارية الاتحادي رقم 18 لسنة 1993.

الإماراتي بوضعه قاعدة أمره لا استثناءات عليها يحقق حماية مثلى لدائني الشركة، إلا أن الاستثناءات تعد أحياناً ضرورة لتحقيق التوازن بين المصالح، أو لإخراج حالات معينة من نطاق النص، ولاسيما من أجل تطبيق نصوص القانون الأخرى، كما في حالة تمام الاستحواذ عن طريق مبادلة الأسهم بأسهم، أو إعادة هيكلة الشركة أو توزيع أسهم المنحة، أو عندما يكون منح القروض والتمويل داخلاً ضمن النشاط المعتاد للشركة، ويحصل المستحوذ على القرض بالشروط والضمانات ذاتها التي تتطلبها الشركة عادة.

ثانياً - حكم الاستحواذ بالاستدانة في قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ

نظم المشرع الإماراتي في قانون الشركات التجارية الاستحواذ تنظيمياً مقتضياً، وأحال شأن تنظيمه إلى قانون فرعي يتمثل بالأحكام والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع. وقد فرض قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 18/ر.م لسنة 2017 الخاص بالاستحواذ التزاماً عاماً على عاتق الأشخاص المعنيين، وهم كافة الأطراف المشاركة في عملية الاستحواذ⁽⁶²⁾ ببذل عناية الشخص الحريص في الحفاظ على حقوق الدائنين⁽⁶³⁾، إلا أنه لم ينظم الاستحواذ بالاستدانة بشكل خاص إنما أشار له بشكل عرضي، حيث ورد في الملحق رقم 1 من القرار الإداري رقم 62/ر.ت لسنة 2017 بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ النص التالي: «يجب أن تحتوي جميع مستندات العرض على وصف لكيفية تمويل العرض ومصدر التمويل، وتحديد أسماء المقرضين الرئيسيين أو من يقوم بترتيب التمويل. وإذا قررت الجهة المستحوذة بأن دفع الرسوم أو السداد، أو تقديم ضمان عن أي التزام مشروط أو غير ذلك سيعتمد بدرجة كبيرة على أعمال الشركة المستهدفة بالاستحواذ، فيجب وصف الترتيبات المزمع اتخاذها، أو تقديم بيان يفيد بعدم وجود ذلك»⁽⁶⁴⁾.

وهذا النص يفيد أن القرار المذكور يجيز الاستحواذ بالاستدانة ولا يحظره، بل إنه لا يمنع أن يعتمد المستحوذ في سداد الدين أو ضمانه على أعمال الشركة المستهدفة. وفي هذا الشأن يحتمل النص تفسيرين: أولهما أن يقوم المستحوذ بتمويل الاستحواذ بالاقتراض بضمان أصول الشركة المستهدفة، أو بتحملها عبء الدين أملاً في وفائه مما تحققه أعمالها لاحقاً من أرباح - وهذه الصيغة هي الغالبة في الاستحواذ بالاستدانة - وبموجب هذا

(62) المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(63) البند 8 من الفقرة الأولى من المادة (19) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(64) البند 5 من الفقرة أولاً من الملحق رقم 1 المتطلبات الفنية لمستند عرض الاستحواذ، من القرار الإداري رقم 62/ر.ت لسنة 2017 بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

التفسير يكون نص القرار متعارضاً مع نص المادة (222) من قانون الشركات التجارية، وحيث إن قرار الاستحواذ قانون فرعي وليس لأحكامه أن تتعارض مع تشريع عادي، فلا محل لتطبيق النص المذكور.

أما التفسير الثاني المحتمل، فهو ألا ينطوي الاستحواذ بالاستدانة المذكور في النص على مساعدة مالية من الشركة المستهدفة، بل يتعلق الدين بذمة المستحود، ويأمل في أن يقوم بسداده من نصيبه من الأرباح التي تحققها الشركة المستهدفة بعد الاستحواذ عليها. وهذا الفرض لا يثير إشكالية حماية دائني الشركة المستهدفة طالما أن الاستحواذ لا يؤدي إلى الانتقاص من أموالها أو زيادة التزاماتها.

وإذا كان من المهم أن يبيّن المستحود لمساهمي الشركة المستهدفة كيفية تمويل العرض ليضمنوا حصولهم على ثمن الأسهم في حال بيعها له⁽⁶⁵⁾، فإن الترتيبات المزمع اتخاذها لسداد الدين لا أهمية لها في مستند العرض لأن الأخير موجه للشركة المستهدفة ومساهميها والمستثمرين في السوق المالية⁽⁶⁶⁾، ومثل هذه الترتيبات يتعين أن توجه إلى دائني المستحود، لأنهم من سيتضرر في حال أثقلت ذمته بدين الاستحواذ.

بناءً على ما تقدم وتلافياً للغموض الذي يشوب النصوص الخاصة، تقترح الباحثة أن يتم تنسيق الأحكام الواردة في قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ مع القواعد العامة الواردة في قانون الشركات التجارية، فالعلة فيهما واحدة وتشكل بمجملها منظومة قانونية لحماية حقوق الأطراف.

فإذا كان قانون الشركات قد حظر المساعدة المالية وورد النص فيه عاماً، فإن التناسق يقتضي أن يرد نص صريح أمر في قرار الاستحواذ بحظر الاستحواذ الذي يتم بتمويل من الشركة المستهدفة أو بضمان أصولها. ولا يمنح المستحود الموافقات المطلوبة من الجهات المعنية، إلا بعد أن يثبت قدرته على تمويل العرض أو مصدر التمويل، وأن هذا المصدر ليس أموال الشركة المستهدفة.

وتجدر الإشارة إلى أن قرار الاستحواذ يلزم المستحود بأن يتقدم إلى الهيئة بطلب الموافقة على عرض الاستحواذ⁽⁶⁷⁾، لتقوم الهيئة بدراسة الطلب، وبناءً على ذلك تصدر قرارها

(65) الفقرة رابعاً من المحق رقم 1 المتطلبات الفنية لمستند عرض الاستحواذ، من القرار الإداري رقم 62/ر.ت. لسنة 2017 بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

(66) الفقرة الأولى من المادة (30) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(67) يجب على المستحود أن يحصل فضلاً عن موافقة الهيئة على موافقة كافة الجهات المعنية، مثل السلطة المحلية المختصة والمصرف المركزي في حال البنوك والمؤسسات المالية. انظر: المادة (27) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ، وانظر: الفقرة الأولى من المادة (28) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

بالموافقة على الطلب أو رفضه⁽⁶⁸⁾، فإذا وافقت تبدأ إجراءات الاستحواذ بإخطار المستحوذ كلاً من السوق والشركة المستهدفة بمشروع العرض ومستنده⁽⁶⁹⁾، ويتضمن كل منهما المعلومات والتفاصيل المتعلقة بالعرض المقدم للمالكي الأوراق المالية⁽⁷⁰⁾. وبطبيعة الحال يتحمل المستحوذ ومجلس إدارته إذا كان شركة، المسؤولية عن صحة البيانات الواردة في مشروع العرض ومستنده، كما يتحمل المسؤولية المستشارون الذين استعان بهم المستحوذ، إذا لم يبذلوا عناية الشخص الحريص في التحقق من صحة البيانات الواردة بهما⁽⁷¹⁾.

ويفترض أن الهيئة لم تُبدِ موافقتها على العرض إلا بعد التحقق من صحة البيانات التي يقدمها مقدم العرض، إذ إن لها بحكم القانون أن تطلب ما تراه ضرورياً من إيضاحات أو ضمانات أو معلومات⁽⁷²⁾، بالشكل الذي تُشكل معه موافقة الهيئة حلقة من حلقات الحماية القانونية لكل أصحاب المصالح ممن يؤثر الاستحواذ على مصالحهم، ومن بين هؤلاء دائنو الشركة المستهدفة، إلا أن المتطلبات الفنية لمستند عرض الاستحواذ التي أصدرتها الهيئة توجب أن يتضمن مستند عرض الاستحواذ بياناً بالصيغة الآتية: «لا تتحمل هيئة الأوراق المالية والسلع والسوق أي مسؤولية عن محتويات مستند العرض هذا، ولا تقدمان أي تأكيد يتعلق بدقتها أو اكتمالها، وتخليان نفسيهما صراحة من أي مسؤولية مهما كانت عن أي خسارة تنتج عما ورد في هذا المستند أو عن الاعتماد على أي جزء منه»⁽⁷³⁾.

وبحسب تقدير الباحثة يتعين إلغاء هذا النص، فالهيئة هي المرجع في مدى دقة ما يقدمه المستحوذ من بيانات، ولها صلاحيات التحقق منها وطلب المستندات المؤيدة لها، في حين أن الدائن ليس له مثل هذه القدرة أو الصلاحية. وحيث إن قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ هو السند، فإن الباحثة تقترح أن تعزز الأحكام المشار إليها بإضافة أحكام للمسؤولية الجزائية، بوضع نص عقابي يخص تحديداً حالة مخالفة أحكام الاستحواذ بالاستناد، سواء أكانت المخالفة تمويل الشركة المستهدفة للدين أم تقديم أصولها ضماناً له، أم تقديم معلومات غير صحيحة بشأن مصدر تمويله وكيفية الوفاء به.

(68) المادة (29) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(69) المادة (30) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(70) المادة الأولى التي تتضمن تعريف مستند العرض، والمادة (24) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ، والملحق 1 من القرار الإداري رقم 62/ر.ت لسنة 2017 بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

(71) المادة (25) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(72) المادة (29) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(73) انظر: الملحق 1 (أولاً/2) من القرار الإداري رقم 62/ر.ت لسنة 2017 بشأن المتطلبات الفنية لنظام الاستحواذ والاندماج.

المطلب الثاني

الحماية القانونية اللاحقة على الاستحواذ

سبق البيان أن المشرع الإماراتي لم ينص صراحة على منع المساعدة المالية التي تتم بشكل غير مباشر، لذا فإن المستحوذ قد يسعى إلى تحقيق الهدف ذاته ونقل العبء المالي إلى الشركة المستهدفة من خلال الاندماج اللاحق معها. ولا يخلو القانون الإماراتي في هذا الفرض من أحكام هدفها حماية الدائنين، نبين أهمها في الفقرات الآتية.

أولاً- حق الدائن في الاعتراض على اندماج الشركة

يعد الاندماج واحداً من أهم الآليات التي ينفذ بها الاستحواذ بالاستنادة، ويكون الغرض منه بطبيعة الحال نقل الدين الذي تم تمويل الاستحواذ به إلى ذمة الشركة المستهدفة بالاستحواذ، ذلك أن الأثر الرئيس للاندماج هو حلول الشركة الدامجة أو الشركة الجديدة الناتجة عن الاندماج محل الشركة المندمجة في حقوقها والتزاماتها، وتكون الشركة الدامجة خلفاً قانونياً للشركة أو الشركات المندمجة⁽⁷⁴⁾، فيحقق المستحوذ الهدف المرجو دون أن يضطر إلى اتخاذ إجراءات حوالة الحق أو الدين⁽⁷⁵⁾، حيث إن الحلول في الالتزامات يكون بحكم القانون. ولن يكون استكمال إجراءات الاندماج مستعصياً، ولاسيما ما يتعلق بإبرام عقد الاندماج بين الشركة التي أسسها لغايات الاستحواذ والشركة المستهدفة بالاستحواذ، واستحصال موافقة الجمعية العمومية لكل من الشركتين بقرار خاص⁽⁷⁶⁾، حيث يسيطر المستحوذ على كل من الشركتين.

ولا تغفل القواعد العامة في الاندماج حماية دائني كل من الشركتين الدامجة والمندمجة، لأن حلول الشركة الدامجة محل الشركة المندمجة في التزاماتها قد يكون من شأنه الإضرار بالدائنين بزيادة التزامات الشركة الدامجة بالشكل الذي يعوقها عن الوفاء بالتزاماتها التي التزمت بها تجاه دائنيها قبل الاندماج، ولم يضع هؤلاء في اعتبارهم عند دراستهم للوضع المالي للشركة للالتزامات الإضافية التي ستحملها كأثر للاندماج. ويمكن بطبيعة الحال لدائن الشركة المستهدفة بالاستحواذ بالاستنادة، أن يستفيد من

(74) المادة (291) من قانون الشركات التجارية الاتحادي. وانظر تطبيق ذلك: محكمة النقض أبو ظبي الأحكام المدنية والتجارية الطعن رقم 904 لسنة 2014 قضائية الدائرة التجارية بتاريخ 2015/2/17، مكتب فني 9 رقم الجزء 1، ص 189.

(75) محمد فريد العريني، القانون التجاري - شركات الأشخاص والأموال، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 578؛ عبد الفضيل محمد أحمد، الشركات، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2009، ص 143.

(76) المادة (285) من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

هذه الحماية في حال تم اعتماد آلية الاندماج.

وتتمثل الحماية القانونية للدائن في مثل هذا الفرض بالقواعد المنصوص عليها في المادتين (288 و289) من قانون الشركات التجارية، حيث تنظم هاتان المادتان حلقتي لحماية الدائنين، فالمادة (288) تلزم كلاً من الشركة الدامجة والشركة المندمجة بأن تخطر دائنيها خلال عشرة أيام عمل من تاريخ موافقة الجمعية العمومية على الاندماج.

ويشترط في الإخطار ما يأتي: «1- أن يبين أن نية الشركة هي الاندماج مع شركة واحدة محددة أو أكثر. 2- أن يرسل كتابةً إلى كل دائن للشركة بإخطاره بالاندماج. 3- أن ينشر في صحيفتين محليتين يوميتين تصدران في الدولة تكون إحدهما باللغة العربية. 4- أن ينص على حق أي من دائني الشركة أو الشركات (الدامجة والمندمجة) وحملة سندات القرض أو الصكوك، ولكل ذي مصلحة في الاعتراض على الاندماج لدى مقر الشركة الرئيس، وتسليم الوزارة أو الهيئة حسب الأحوال نسخة الاعتراض، شريطة أن يتم ذلك خلال ثلاثين يوماً من تاريخ الإخطار».

بناءً على النص السابق للدائن أن يعترض على الاندماج لدى الشركة المدينة له وهي الشركة المستهدفة بالاستحواذ، ويتعين على الشركة في هذه الحالة أن تقوم بالوفاء بمطالبته أو تسويتها خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إخطارها من قبله⁽⁷⁷⁾، ويمكنها في هذا الشأن أن تقدم له ضمانات معينة تؤمن استيفاءه لحقه في موعده على الرغم من تحمل الشركة دين الاستحواذ.

فإذا لم تستجب الشركة لاعتراضه، كان له حينها الانتقال إلى الحلقة الثانية من حلقات الحماية التي تقرها المادة (289) من قانون الشركات، وذلك بالجوء إلى القضاء للحصول على أمر بوقف الاندماج. والمحكمة تقضي بذلك متى ثبت لها أن: «الاندماج سيؤدي إلى تعريض مصالح مقدم الطلب لأضرار بغير وجه حق»، و«يظل الاندماج موقوفاً ما لم يتنازل المعارض عن معارضته أو تقضي المحكمة برفضها بحكم بات أو تقوم الشركة بوفاء الدين إذا كان حالاً أو بتقديم ضمانات كافية للوفاء به إذا كان آجلاً»⁽⁷⁸⁾.

إن الحماية المقررة بموجب أحكام الاندماج - بحسب رأي الباحثة - غير كافية لحماية الدائن في حالة الاستحواذ بالاستدانة، وذلك لعدة أسباب: أولها أنه يتعين لحصول الدائن على الحماية بموجب الأحكام المذكورة أن يقدم اعتراضه خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، وهي ثلاثون يوماً من تاريخ إخطاره بقرار الاندماج، فإذا لم يعترض خلال

(77) الفقرة الأولى من المادة (289) من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(78) الفقرتان الثانية والثالثة من المادة (289) من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

المدة المذكورة، فإن ذلك يعد موافقة ضمنية على قرار الاندماج⁽⁷⁹⁾، فلا يكون له بعد ذلك الاعتراض على الاندماج حتى وإن تسبب لاحقاً في إفلاس الشركة. وهذه المدة الزمنية القصيرة لا تكفي للوقوف على ما قد يترتب على الاستحواذ بالاستدانة، والاندماج اللاحق له من أثر سلبي على الشركة.

من جهة ثانية، تتمتع المحكمة في حال اللجوء إليها بسلطة تقديرية لاتخاذ القرار بوقف الاندماج، وحكمها مبنيّ بشكل أساسي بحسب تعبير النص المذكور على: «تعريض مصالح الدائن مقدم الطلب لأضرار بغير وجه حق»، فلا يكفي الضرر الذي أصاب الدائن، بل يتعين أن يكون من دون وجه حق، عليه قد لا توقف المحكمة قرار الاندماج على الرغم من تضرر الدائن إذا تبين أن للمستحوذ خطة تجارية واقتصادية تبرر تمويل الاستحواذ بالاستدانة.

كما أن قرار المحكمة في حال تكوّنت قناعتها بأن الاندماج يعرض مصالح الدائن للضرر من دون وجه حق، يكون بوقف الاندماج حتى تتم تسوية الأمر بإرادة الطرفين، الدائن والشركة، وليس لها أن تقوم بإلغاء قرار الاندماج وإن كان واضحاً ما يلحقه هذا القرار من ضرر بدائني الشركة المستهدفة.

ثانياً- حق الدائن في مساءلة إدارة الشركة

يتطلب تنفيذ عملية الاستحواذ تدخل إدارة الشركة المستهدفة للموافقة على الاستحواذ بقرار عادي تتخذه الجمعية العمومية، بناءً على توصية يقدمها مجلس إدارة الشركة⁽⁸⁰⁾، بعد أن يقوم بدراسة العرض باذلاً في ذلك عناية الرجل الحرص، فإذا تم الاستحواذ بناءً على التوصية يعقب ذلك اتخاذ الإجراءات اللازمة لاندماج الشركتين المستحوذ والمستهدفة على النحو المخطط له ابتداءً.

ولا بد لتحقيق ذلك من صدور قرار خاص من الجمعية العمومية للشركة⁽⁸¹⁾. ويقدم مشروع عقد الاندماج للجمعية العمومية من قبل أعضاء مجلسي إدارتي الشركة الدامجة والمندمجة⁽⁸²⁾، فإذا كان مجلس الإدارة على علم بخطة المستحوذ ابتداءً، وتسببت توصيته بالاستحواذ بضرر لدائن الشركة، كان للأخير حق الرجوع على إدارة الشركة، فله أولاً الرجوع بدعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة بموجب المادة (162) من قانون الشركات التجارية الاتحادي، حيث تنص على أن: «أعضاء مجلس الإدارة مسؤولون تجاه الشركة والمساهمين والغير عن جميع أعمال الغش وإساءة استعمال السلطة، وعن كل مخالفة للقانون ولنظام الشركة وعن الخطأ في الإدارة، ويبطل كل شرط يقضي بغير ذلك».

(79) الفقرة الرابعة من المادة (289) من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(80) البند 7 من الفقرة الأولى من المادة (19) من قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ.

(81) المادة (283) من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(82) الفقرة الأولى من المادة (285) من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

وبموجب هذا النص يتعين على الدائن أن يثبت أن مجلس الإدارة ارتكب خطأً موجباً للمسؤولية، بأن يكون قد ارتكب عملاً من أعمال الغش، أو أساء استعمال سلطته، أي تعمد أعضاء المجلس الإضرار بدائني الشركة، وفي الغالب يكون ذلك من أجل تحقيق مصلحة خاصة لأعضاء المجلس، كأن يتم الاتفاق مع المستحوز على استمرارهم في مناصبهم في إدارة الشركة، أو أن يكون في تصرفه مخالفة للقانون أو لنظام الشركة، أو بشكل عام أي خطأ في الإدارة كأن يوافق على الاستحواذ دون دراسة كافية.

فإذا ثبتت مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة، كان حكم ذلك إلزامهم شخصياً بتعويض الدائن عن الضرر الذي أصابه، إلا أن أحكام المسؤولية المذكورة لا تتسع لتشمل حق الدائن بالمطالبة ببطلان الاستحواذ أو الاندماج اللاحق أو عدم نفاذه تجاهه وعودة أصول الشركة إلى نمتها، حيث إن حق المطالبة ببطلان تصرف مجلس الإدارة قاصر وفقاً للمادة (164) من قانون الشركات الذي يملك 5% على الأقل من أسهم الشركة، وعلى هيئة الأوراق المالية والسلع «إذا ارتأت أن تصريف شؤون الشركة قد تم أو يتم بطريقة ضارة بمصالح مساهميها أو بعضهم...»⁽⁸³⁾.

وفضلاً عما تقدم، يستطيع الدائن الرجوع على الشركة بالتعويض في إطار مسؤوليتها عن أعمال مجلس الإدارة والأفعال غير المشروعة لأعضائه⁽⁸⁴⁾، ولعل هذا الحل بقدر تعلق الأمر بحالة الاستحواذ بالاستدانة غير مجدٍ، فما رجوع الدائن على أعضاء مجلس الإدارة إلا لعدم كفاية أموال الشركة لسداد دينه.

كما تجدر الإشارة إلى أنه ليس للدائن مساءلة المساهم الذي يقرر بيع أسهمه للمستحوز؛ لأن المساهم إنما يستعمل حقاً أساسياً من حقوقه وهو الحق في تداول الأسهم⁽⁸⁵⁾. كما أن الضرر الذي أصاب الدائن ليس بسبب بيع المساهم لأسهمه، إذ يفترض أن الشركة لا ترد له قيمة مساهمته في رأس المال، بل يحل محله مساهم جديد، فيبقى ضمان الدائن دون انتقاص⁽⁸⁶⁾.

(83) الفقرة 3 من المادة (164) من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(84) المادتان (161 و163) من قانون الشركات التجارية الاتحادي.

(85) انظر: حكم المحكمة الاتحادية العليا - الأحكام المدنية والتجارية - في الطعن رقم 574 لسنة 27 قضائية، تاريخ الجلسة 2-7-2006، وفيه تبين المحكمة أنه: «من المقرر أن تداول الأسهم يتم إما بالتصرف فيها بالبيع أو الوصية أو الهبة أو التنازل، ويعتبر التنازل عن السهم عن طريق التداول من الحقوق الأساسية والجوهرية التي يحققها السهم لصاحبه، بحيث لا يجوز حرمانه من هذا الحق...». تجدر الإشارة إلى أنه وفقاً للقانون الأمريكي، يمكن للشركة ولأقلية المساهمين مساءلة المساهم الذي يبيع حصة مسيطرة لشخص يعلم أنه سوف يسيء إدارة الشركة ويثقل أصولها بالديون، إلا أن الرأي اختلف بشأن ما إذا كان هذا الحق يثبت لدائن الشركة. انظر في الفقه الأمريكي والأحكام التي أشار إليها: Emily Sherwin, Op. Cit., Pp. 461-462.

(86) مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2018، ص 235.

الخاتمة

يحقق الاستحواذ بالاستدانة مزايا لأطرافه، وعلى وجه الخصوص المستحوذ والممول الدائن، كما لا يخلو من مزايا للشركة المستهدفة ولساهميها، فالشركة المستهدفة التي تتعرض أعمالها بسبب سوء إدارتها تحظى بفرصة الحصول على إدارة جديدة، وقد يكون الاستحواذ وسيلتها للانضمام إلى مجموعة مترابطة من الشركات، إلا أن الاستحواذ بالاستدانة له وجه آخر، إذ يمكن أن يؤدي إلى زيادة عبء الديون على عاتق الشركة ويقود إلى انهيارها، فيصيب الضرر دائنيها العاديين، حيث يستغرق دين الاستحواذ أموال الشركة.

فكان لازماً أن تعمد القوانين إلى وضع قواعد قانونية هدفها حماية الدائنين ومنها القانون الإماراتي، وهذه القواعد كانت محلاً للتقصي والتحليل في هذا البحث، الذي انتهى إلى جملة من النتائج والتوصيات جاءت على النحو التالي:

أولاً- النتائج

- 1- تتبع البحث اتجاهين قانونيين رئيسيين في حماية الدائنين: أحدهما الحماية السابقة على الاستحواذ وعلى تضرر الدائنين، وتتمثل بحظر الاستدانة من الشركة المستهدفة أو بضمانها من أجل تمويل الاستحواذ، وقد تبنى هذا الاتجاه القانون الإنجليزي. وثانيهما هو اتجاه الحماية اللاحقة على الاستحواذ بالاستدانة إذا تضرر منه الدائنون، حيث يقدم هذا الاتجاه حلاً قانونياً للضرر بإبطال المعاملة التي سببت إعسار الشركة المستهدفة، وهذا الاتجاه هو المعتمد في القانون الأمريكي.
- 2- تعرض كل من اتجاهي الحماية السابقة والحماية اللاحقة إلى النقد من قبل الفقه، فالحماية السابقة التي تصل إلى حد حظر الاستحواذ بالاستدانة قد تقف عائقاً أمام استحواذ في صالح الشركة ومدعاة لإنقاذها، بالمقابل فإن الحماية اللاحقة التي تتمثل بإبطال معاملة الاستحواذ في مواجهة الدائنين من شأنه أن يلحق الضرر بالمولد الذي قدم التمويل في إطار نشاطه المعتاد، كما يلحق الضرر بالمساهمين ممن باعوا أسهمهم للمستحوذ مستندين إلى حقهم في تداول الأسهم.
- 3- تبنى المشرع الإماراتي مبدأ الحماية السابقة على الاستحواذ، وفي إطار تطبيق القواعد العامة الواردة في قانون الشركات، من خلال حظر المساعدة المالية التي تقدمها الشركة من أجل تملك أسهمها. كما لم يخلُ قرار الاستحواذ الصادر عن

رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع من نصوص تتعلق بالاستحواذ بالاستدانة، وإن وردت بشكل عرضي. وقد اتسمت نصوص قرار الاستحواذ بالغموض في بعض جوانبها، وبعدم الكفاية في جوانب أخرى.

4- لم ينص المشرع الإماراتي صراحة على حظر المساعدة المالية التي يمكن أن يتوصل إليها المستحوذ بشكل غير مباشر ومن خلال الاندماج اللاحق مع الشركة، وللدائن في هذا الفرض أن يستعين بالقواعد العامة الواردة في قانون الشركات التي تحمي دائن الشركة في حالة الاندماج.

ثانياً- التوصيات

تعد الحماية السابقة للدائنين التي تبناها المشرع الإماراتي بحظر المساعدة المالية التي تقدمها الشركة المستهدفة للمستحوذ حماية مثلى، فهي قاعدة آمنة تقطع الطريق أمام أي استحواذ يخالف حكمها وتشوبه بالبطلان، إلا أن أحكامها وردت في إطار القواعد العامة الواردة في قانون الشركات التجارية على الرغم من وجود قواعد خاصة بالاستحواذ.

ولتحقيق النكامل والتناسق بين القواعد العامة والخاصة توصي الباحثة بالآتي:

1- أن يتضمن قرار هيئة الأوراق المالية والسلع المتعلق بالاستحواذ نصاً خاصاً متكاملاً مع حظر المساعدة المالية الوارد في قانون الشركات التجارية، ينص على حظر الاستحواذ الذي يتم بتمويل من الشركة المستهدفة أو بتحميلها عبء الدين أو ضمانه.

2- أن تحظر المساعدة المالية، سواء تمت بشكل مباشر أو غير مباشر ولاحق على شراء الأسهم، لاتحاد الحالتين في العلة وهي منع الإضرار بالدائنين.

3- أن يتضمن النص المقترح الذي يحظر المساعدة المالية استثناءات على الحظر المذكور على أن لا يتم التوسع فيها، وتقتصر على الحالات التي لا تتأثر بها حقوق الدائنين، كما لو كانت الشركة المستهدفة مؤسسة تمويل وقدمت التمويل للمستحوذ في إطار نشاطها المعتاد وبالشروط التي تتعامل بها عادة.

4- أن يتضمن قرار الاستحواذ أو قانون الشركات أحكاماً تتعلق بالمسؤولية الجزائية بوضع نص عقابي يسري في حال مخالفة أحكام حظر المساعدة المالية.

5- أن تضطلع الهيئة بسلطة التحقق من صحة البيانات والمستندات المقدمة في إطار عملية الاستحواذ، وعلى وجه الخصوص التحقق من مصدر التمويل الذي يعتمد عليه المستحوذ.

المراجع

أولاً- باللغة العربية

أ- الكتب

- هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013.
- محمد فريد العريني، القانون التجاري - شركات الأشخاص والأموال، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2018.
- نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2014.
- عبد الفضيل محمد أحمد، الشركات، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2009.

ب- الأبحاث

- طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة، مجلة مصر المعاصرة، المجلد 100، العدد 497، 2010.

ثانياً- باللغة الأجنبية

- Aksel, Kemal; Begum Incecam, Financial assistance: The death of leveraged buyouts, International Financial Law Review; London, 2012. Available at: <https://search.proquest.com/docview/1027868440?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true>.
- Anthony O Nwafor, Contrasting Approaches on Financial Assistance between the UK and South Africa, Business Law International, Vol 20, No 1, 2019. Available at: <https://search.proquest.com/docview/2292028834?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true> 14/6/2020.

- 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 16/7/2020.
- 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: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2571&context=vlr> 16/7/2020.
- Daniel J. Morrissey, Law, Ethics, and The Leveraged Buyout, University of Detroit Law Review, vol. 65, no. 3, 1988. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2060342.
- Eilis Ferran,
 - Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law, Cambridge Law Journal, Vol.63, Issue (1), 2004. Available at: <https://search.proquest.com/docview/231996909?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true> 14/6/2020.
 - The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 51/2005, November 2005. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841884.
- Emily Sherwin, Creditors> Rights against Participants in a Leveraged Buyout, Cornell Law Faculty Publications, Paper 780, (1988). <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/780>.
- Irina Fox, Minimizing the Risk of Fraudulent Transfer Avoidance: A Good-Faith Solvency Opinion as the Shield to Protect a Leveraged Transaction, American Bankruptcy Law Journal, Vol. 91, Issue 4, 2017. Available at: <https://search.proquest.com/docview/1970495143?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true>.

- Jaclyn Weissgerber, Is It Law or Something else?: A Divided Judiciary in the Application of Fraudulent Transfer Law under § 546(e) of the Bankruptcy Code, Pace Law Review, vol.34,issue 3, (2014). Available at: <https://digitalcommons.pace.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1872&context=plr>.
- Jones Day, Tribune District Court Rules That LBO Payments May Not Be Avoided Because Debtor Was “Customer” of “Financial Institution, June 19, 2019. Available at: <https://www.jdsupra.com/legalnews/tribune-district-court-rules-that-lbo-51386/>.
- 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> 1/4/2020.
- Laura Femino, Ex Ante Review of Leveraged Buyouts, The Yale Law Journal, Vol. 123, No. 6 (APRIL 2014). Available at: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5634&context=yjlj> 12/7/2020.
- Meagan George, Husky International Electronics, Inc. v. Ritz: Rethinking Actual Fraud, Badges of Fraud, and Pleading Standards in Federal Bankruptcy Litigation, Maryland Law Review, Vol. 76, Issue 4, 2017. Available at: <https://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3766&context=mlr>.
- Merit Management v. FTI: Law Firm Perspectives, <https://blogs.harvard.edu/bankruptcyroundtable/2018/03/06/merit-management-v-fti-law-firm-perspectives/>.
- Michele Giannino, The regulation of LBOs under English and Italian company law, (March 1, 2006). Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1448719.

- Pooja Tripathi, Leveraged buyout analysis, Journal of law and conflict resolution, Vol.4, Issue 6, 2012. Available at: https://academicjournals.org/article/article1379862777_Tripathi.pdf.
- Richard M. Cieri, David G. Heiman, William F. Henze II, Carl M. Jenks, Marc S. Kirschner, Shawn M. Riley and Patrick F. Sullivan, An Introduction to Legal and Practical Considerations in the Restructuring of Troubled Leveraged Buyouts, The Business Lawyer, Vol. 45, No. 1 (November 1989). available at: <https://www.jstor.org/stable/40687050?seq=1>.
- Timothy A. Barnes, Transmittal Sheet for Opinions for Posting (United States Bankruptcy Court Northern District of Illinois Eastern Division), Bankruptcy No. 09bk39937 Adversary No. 11ap02236, June 6, 2013. Available at: https://www.ilnb.uscourts.gov/sites/default/files/opinions/William_A_Brandt_Jr_v_Plains_Capital_Leasing_LLC.pdf.
- Vincent V. Hilldrup, Improving Fraudulent Transfer Law in Leverage Buy-Outs through Judicial Certainty & Reliability, University of Pennsylvania Law School, 2013. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2351695.

المحتوى

الصفحة	الموضوع
365	الملخص
366	المقدمة
369	مبحث تمهيدي - مفهوم الاستحواذ بالاستدانة
369	المطلب الأول - تعريف الاستحواذ بالاستدانة
370	المطلب الثاني - مزايا الاستحواذ بالاستدانة ومساوئه
374	المبحث الأول - مناهج الحماية القانونية لدائن الشركة المستهدفة في القوانين المقارنة
374	المطلب الأول - الحماية القانونية السابقة على الاستحواذ: القانون الإنجليزي نموذجاً
374	أولاً - المبدأ حظر المساعدة المالية
376	ثانياً - الاستثناء إجازة المساعدة المالية
379	المطلب الثاني - الحماية القانونية اللاحقة على الاستحواذ: القانون الفيدرالي الأمريكي نموذجاً
380	أولاً - إبطال معاملة الاستحواذ لصالح الدائن بموجب قانون الإفلاس
386	ثانياً - استثناءات قانونية على إبطال المعاملة
390	المبحث الثاني - الحماية القانونية لدائني الشركة المستهدفة في القانون الإماراتي
390	المطلب الأول - الحماية القانونية السابقة على الاستحواذ
390	أولاً - حظر المساعدة المالية بموجب قانون الشركات التجارية
393	ثانياً - حكم الاستحواذ بالاستدانة في قرار الهيئة المتعلق بالاستحواذ
396	المطلب الثاني - الحماية القانونية اللاحقة على الاستحواذ
396	أولاً - حق الدائن في الاعتراض على اندماج الشركة
398	ثانياً - حق الدائن في مساءلة إدارة الشركة
400	الخاتمة
402	المراجع