

## الاستحواذ وأثره على إدارة الشركة المستهدفة

أ. نايف معاشي المطيري

عضو جمعية المحامين الكويتية

### الملخص:

يتناول هذا البحث عمليات استحواذ الشركات الكبرى على غيرها من الشركات كظاهرة قانونية يتم اللجوء إليها من طرف هذه الشركات لتحقيق مكاسب اقتصادية وتعزيز قدراتها التنافسية في الأسواق المحلية والدولية، إضافة إلى السيطرة الفعلية على إدارة الشركة المستهدفة من قبل الشركة القائمة بالاستحواذ، وبالتالي التحكم في القرارات الصادرة عنها، مع ما يترتب على ذلك من آثار على حقوق المساهمين وخاصة الصغار منهم، لذلك أولى المشرع في دولة الكويت اهتماماً خاصاً بحماية حقوق المساهمين من خلال نصوص قانون الشركات رقم 1 لسنة 2016، والقانون 7 لسنة 2010 وتعديلاته سنة 2015، والقواعد المنظمة الصادرة عن هيئة أسواق المال بهذا الخصوص. وتكمن أهمية البحث في بيان الأحكام القانونية المنظمة لظاهرة الاستحواذ التي تزداد انتشاراً في ظل تنامي التكتلات الاقتصادية والتجارية متعددة الجنسيات التي تبحث عن الفرص في شتى أرجاء العالم، وما ينتج عن ذلك من إشكاليات تواجهها الاقتصاديات النامية في ظل عدم القدرة على المنافسة، وهو أمر لم تخل منه دولة الكويت.

وقد تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي والمقارن، لإلقاء الضوء على هذه الظاهرة بأبعادها المختلفة، من خلال المقارنة بين مجموعة من التشريعات التي تناولت الاستحواذ من مختلف الجوانب، وذلك من خلال مبحثين: ركز الأول على التعريف بماهية الاستحواذ، أما الثاني فتطرق إلى أثر الاستحواذ على الشركات المستهدفة. وقد انتهى البحث إلى مجموعة من النتائج من أهمها: أنّ عمليات الاستحواذ تطور طبيعي وإيجابي ونتيجة للعولمة وانفتاح الأسواق وحرية التجارة، وأنّ نجاح أي استثمار يعتمد على تحقيق فرص المنافسة، وعلى وجود بيئة قانونية صالحة تحكم عملية الاستحواذ. كما انتهى البحث إلى أنّ عمليات الاستحواذ غالباً ما تتم دون رضاه أو موافقة الإدارة في الشركة المستحوذ عليها، أمّا الاندماج فعادة يتم بالاتفاق بين إدارتي كل من الشركة الدامجة والمندمجة وبموافقة الجمعية العمومية لكل منهما، نظراً لما يمثله الاندماج من مصلحة مشتركة لكلا الطرفين. وأوصى البحث المشرع والمنظم في دولة الكويت بضرورة تقييد عمليات الاستحواذ التي يقوم بها المستثمرون الأجانب، وتفعيل مبدأ الشفافية والإفصاح، ومن ثم الرقابة على عمليات الاستحواذ، مع الحاجة إلى الحفاظ

على التوازن بين مصالح أطراف الاستحواذ بالتدخل بشأن قرار مجلس إدارة الشركة المستهدفة سواء بالموافقة أو الرفض. كما يوصي البحث السلطات المنظمة، وهي هيئة أسواق المال، بضرورة تطبيق بنود الجزاءات الرادعة في حال استغلال المعلومات المؤثرة على إنفاذ عملية الاستحواذ.

**كلمات دالة:** حقوق المساهمين، الشفافية، الإفصاح، حرية التجارة، المنافسة، الحوكمة.

## المقدمة:

أضحت عمليات الاستحواذ هي الوجه المهيمن على الأسواق المالية في العالم، وذلك في ظل مجموعة من العوامل والمتغيرات العالمية التي فرضتها ظاهرة العولمة، التي انعكس أثرها على مختلف الأنشطة التجارية، وفي ظل عالم معاصر ارتكز قوامه الاقتصادي على فكرة التكتلات الاقتصادية الكبيرة على مختلف الأصعدة والمستويات، من خلال قيام الشركات بإبرام صفقات تحقق من خلالها التعاون والتحالف، لتحقيق مكاسب اقتصادية وتعزيز قدراتها التنافسية في الأسواق المحلية والدولية، وفي ظل ذلك التطور التكنولوجي السريع الذي أدى إلى زيادة حركة التجارة الدولية فيما بين الدول، من خلال السيطرة والتحكم في كيانات اقتصادية قانونية قائمة بالفعل، تستطيع إعادة هيكلتها إدارياً، أو تغيير نمط ملكيتها بشكل يمكنها من تحقيق هدف الاستثمار المالي الجيد لرؤوس الأموال، وتحقيق نمو اقتصادي من خلال الانتشار والوجود الجغرافي في أسواق تمتاز بالجودة والتغلب على المعوقات التي تحول دون تمكنها من إنشاء كيان قانوني تمارس نشاطها من خلاله؛ ففي ضوء ذلك ومن خلاله ظهرت فكرة الاستحواذ بين الشركات.

لهذا فقد أولى المشرع الكويتي لعمليات الاستحواذ اهتماماً تشريعياً خاصاً، وذلك لاعتباره أحد أهم الوسائل التي يمكن أن تلجأ إليها الشركات كوسيلة للدخول إلى مناطق جغرافية جديدة، من خلال كيان قانوني قائم، بدلاً من تكوين كيان قانوني جديد قد يستغرق الكثير من الجهد والمال، كما أنه يعتبر من ناحية أخرى، الوسيلة الأكثر رواجاً في تحقيق التكتلات الاقتصادية الكبرى بين الشركات، وهذا ما يؤدي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة إلى تنمية الاقتصاد القومي للبلاد.

ومن ناحية أخرى، استطاع الاستحواذ السيطرة على الاستثمار المالي المباشر في بورصات الأوراق المالية، وذلك من خلال قدرته على امتلاك أسهم الشركات المستهدفة باستخدام القواعد القانونية والإجرائية المنظمة لذلك، مع اللجوء إلى استخدام معايير الإدارة الرشيدة للشركات، وفي سبيل إتمام هذه العملية، قد يظهر لنا الكثير من الإشكاليات العملية على الرغم من أن التعديل التشريعي الذي جاءت به دولة الكويت قد أصبح شاملاً لكل الأوجه.

إلا أننا استطعنا أن نتلمس بعض هذه الإشكاليات العملية التي ظهرت نتيجة كثرة أطراف هذه العملية وتعارض مصالحها، مما دعانا إلى البدء بدراسة الغاية من إتمام الاستحواذ على النطاقين الواسع والضيق، ثم نسلط الضوء على تعارض المصالح بين تلك الأطراف.

ولا يفوتنا أن نحاول أن نبسط بين أيديكم أثر هذه العملية الخطيرة على حالة التعثر الإداري التي قد تمر بها الشركة في حياتها نتيجة استخدام الطرق غير الصائبة، وعدم رعاية واهتمام المساهمين فيها. ولم يقف الأمر عند هذا الحد، بل قد يصل التعثر إلى الهيكل المالي للشركة والذي يمثل نطاق الأمان والاستثمار لها، لذا فالاستحواذ قد يكون هو الوسيلة الخفية التي من خلالها تُعاد هيكلة الشركة المستهدفة إدارياً ومالياً، مما يؤدي إلى تحقيق أكبر قدر من المنافسة نتيجة لهذا الإصلاح، وتحقيق قدر كبير من الأرباح بالنسبة للمساهمين في هذه الشركة، وإزاء هذه الآثار، كان المشرع الكويتي حريصاً على أن يولي اهتمامه بأقلية المساهمين، وذلك للحفاظ على حقوقهم داخل الشركات المستهدفة بالاستحواذ.

### أولاً: أهمية البحث

تكمن أهمية البحث من خلال أهمية موضوعه وهو (الاستحواذ وأثره على إدارة الشركة المستهدفة)، إذ تحتل ظاهرة الاستحواذ أهمية قانونية كبيرة، من حيث تكييفها القانوني، ولما ترتبه من آثار على إدارة الشركة المستهدفة.

ونظراً لزيادة عمليات الاستحواذ بين الشركات التجارية بشكل كبير على المستويين المحلي والدولي في غضون العقدين الأخيرين، وتجاوباً مع ما فرضته ظاهرة العولمة والتطور التكنولوجي الهائل، وحدوث الأزمات المالية العالمية، التي أوجبت ضرورة تكوين كيانات اقتصادية كبيرة تستطيع المنافسة للبحث عن النمو والربح، وزيادة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية للدول المختلفة، كان من الأهمية - أيضاً - تناول موضوع الاستحواذ على الشركات التجارية من خلال نظرة قانونية قائمة على منهج التحليل والتدقيق بالبحث في الأحكام العامة، للتعرف على حقيقة الاستحواذ من الناحية القانونية، والإشكاليات العملية الناتجة عن عمليات الاستحواذ، وأثره على الشركات المتعثرة إدارياً ومالياً مع بيان كيفية حماية أقلية المساهمين.

### ثانياً: أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على موضوع الاستحواذ باعتباره من أهم وسائل تحقيق التركيز الاقتصادي، حيث تم التعريف بالغاية من الاستحواذ على الشركات المستهدفة في ظل المصالح المتعارضة بين أطراف عملية الاستحواذ. كما تهدف هذه الدراسة إلى توضيح الأثر الذي تسببه عملية الاستحواذ على إدارة الشركة المستهدفة، وعلى أقلية المساهمين داخل الشركات المستهدفة بالاستحواذ، وكيفية حمايتهم تشريعياً.

### ثالثاً: إشكالية البحث

يعد موضوع الاستحواذ على الشركات من الموضوعات الحديثة والمهمة، إذ يعني السيطرة الفعلية على إدارة الشركة المستهدفة من قبل الشركة القائمة بالاستحواذ، وبالتالي التحكم في القرارات الصادرة عنها، وهو ما يؤثر على حقوق والتزامات المساهمين فيها - وخاصة الأقلية منهم - والمتعاملين معها، نظراً لتعدد العلاقات الناتجة عنها وتشعبها. لذلك تركز إشكالية البحث على مفهوم عملية الاستحواذ والأثر الذي تسببه على إدارة الشركة المستهدفة.

### رابعاً: تساؤلات البحث

- بناء على ما سبق، يتفرع من إشكالية البحث، التساؤلات التالية:
- ما مفهوم الاستحواذ؟ وما الغاية منه؟
  - ما مفهوم المصالح المتعارضة بين أطراف عملية الاستحواذ؟
  - ما أثر الاستحواذ على الشخصية القانونية للشركة المستحوذ عليها ونظامها الأساسي وهيكلتها الإدارية؟
  - ما أثر الاستحواذ على مشاركة أقلية المساهمين؟ وما دور المشرع لحمايتهم؟

### خامساً: منهج البحث

في ضوء ما تقدم، سنتبع في هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وهو ضروري في وصف الجوانب المتصلة بموضوع البحث، وتحليلها بما يمكن من استخلاص النتائج. وهذا المنهج لا يتحقق جدواه إلا باستخدام المنهج المقارن، بين نصوص التشريعات القانونية - ذات الشأن - في دولة الكويت، والتشريعات القانونية المقارنة المعالجة لموضوع الاستحواذ.

### سادساً: خطة البحث

اقتضت طبيعة الدراسة تناولها من خلال مبحثين يتضمن المبحث الأول بياناً للإشكاليات العملية الناتجة عن عمليات الاستحواذ. ويبين المبحث الثاني أثره على إدارة الشركة المستهدفة وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: ماهية الاستحواذ وأثره على مصالح الأطراف

المبحث الثاني: أثر الاستحواذ على الشركات المستحوذ عليها إدارياً ومالياً وآلية حماية أقلية المساهمين

## المبحث الأول

### ماهية الاستحواذ وأثره على مصالح الأطراف

عمليات الاستحواذ هي الصورة المتطورة داخل الأسواق المالية، فهي تتم من خلال عقد كسائر العقود التي تيرم بين طرفين هما: الطرف صاحب عرض الشراء والذي يرغب في فرض سيطرته على الطرف الثاني، وهي الشركة المستهدفة، وهذا من خلال تملك كل أو جزء من أسهم هذه الأخيرة، إلا أنه قد يتضح لنا أنّ هذه العملية قد تشمل عدة أطراف؛ هم صاحب عرض الشراء (المستحوذ) والمساهمون في الشركة المستهدفة (المستحوذ عليها)، بالإضافة إلى بعض الأطراف القانونية المرتبطة بإتمام هذه العملية، مما يثير عدة إشكاليات بين كل هذه الأطراف، نظراً لتعارض المصالح فيما بينهم. لذا فسوف نوضح الغاية من إتمام عملية الاستحواذ بداية، ثم نتحدث عن الإشكاليات الناتجة عن تعارض المصالح بين الأطراف، وذلك على النحو الآتي:

## المطلب الأول

### تعريف الاستحواذ على الشركات المستهدفة والغاية منه

بات الاستحواذ بوصفه عملية اقتصادية ذات طابع خاص هو الأكثر انتشاراً في الآونة الأخيرة وبالأخص في سوق الأوراق المالية، مما دفع الكثير من المشرعين في الدول العربية والأجنبية إلى الاهتمام به وتنظيمه موضوعياً وإجرائياً، من بدايته حتى إتمام عملية الاستحواذ.

وتتجلى الغاية من عملية الاستحواذ بوصفها عملية قانونية ذات طابع اقتصادي، في حصول إحدى الشركات على شركة أخرى من خلال شراء نسبة من الأسهم أو حقوق التصويت تمكنها من التحكم فيها، ومن ثم فقد تظهر الغاية الحقيقية من وراء تلك العملية، في إنشاء تكتلات اقتصادية ضخمة في شكل مجموعة الشركات أو في شكل شركة قابضة.

وبالرغم من الأهمية التي يتميز بها الاستحواذ، إلا أنّ هناك بعضاً من التشريعات التي لم تضع له تعريفاً بالشكل الصريح، ومنها المشرع الأمريكي الذي لم يضع له تعريفاً محدداً، إلا أنّ الفقه قد تصدى لهذا التعريف من خلال استنباطه لبعض أحكام المحاكم الصادرة في هذا الخصوص، حيث ذهب البعض إلى تعريف الاستحواذ بأنه: «عرض أو إيجاب يوجه إلى عموم المساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض، ولهم الحرية في قبوله

أو رفضه، وإذا كان هناك قبول لهذا الإيجاب المقدم، فيجب على المساهمين أن يودعوا هذا القبول لدى الوسطاء المتخصصين بهذه العملية، ويقابل هذا التزام على المشتري بشراء كل الأسهم المحددة أو الحصة العينية وفقاً للشروط الواردة بالعرض، ودائماً يكون هذا العرض محدداً بمدة معينة<sup>(1)</sup>.

ومن الملاحظ على المشرع الأمريكي - كما يرى بعض الفقه - أنه يتميز بأنه يترك حرية مطلقة للمساهمين في الشركة المستهدفة بالعرض المقدم بالألا يتعرضوا لأي ضغوط من أي طرف، كما أنه أوجب أن يكون هناك إعلان عام عن عرض الشراء (شراء الأسهم)، أو بمعنى آخر أن يصل العلم لجميع المساهمين في الشركة المستهدفة<sup>(2)</sup>.

أما المشرع الإنجليزي، فقد عرّف الاستحواذ بموجب قواعد تقنين المدينة الإنجليزي بأنه: «العرض العام لعمليات الاستحواذ أو الاندماج أياً كانت الوسيلة التي نفذت بها بما فيها العروض العكسية والعروض الجزئية والعروض المقدمة في ساحة القضاء والعرض المقدم من الشركة الأم للاستحواذ على أسهم في الشركة التابعة لها وعمليات الاستحواذ الثنائية»<sup>(3)</sup>.

ويلاحظ على هذا التعريف أنه اعتمد على عروض الشراء العامة للأسهم باعتبارها الأداة القانونية التي من خلالها تتحقق السيطرة والاستحواذ على الشركة المستهدفة، ولكنه لم يتعرض إلى عمومية العرض بالنسبة لجميع المساهمين كما فعل نظيره الأمريكي، ولم يتعرض أيضاً للاهتمام بعلم المساهمين بطبيعة العرض والسعر وغيرها من الخصائص التي لا بد أن يصرح بها لما تتميز به عملية الاستحواذ من خطورة على حقوق أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة.

أما المشرع المصري، فقد ميّز بين عروض الشراء بقصد الاستحواذ والسيطرة الفعلية، فقد عرّف المادة (326) من قرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007 التي قضت بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 (الباب الثاني عشر - عروض الشراء بقصد الاستحواذ) عروض الشراء بأنها: «العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء أكان مقابل الشراء نقدياً أو مبادلة بأوراق أخرى أو

(1) Patrick A. Gaughan, Megers, Acquisitions and Corporate Restructurings, fourth edition, John Wiley & Sons - inc., 2007 - p. 72.

(2) Iman Anabtawi & Lynn Stout, Fiduciary Duties for Activist Shareholders, Stanford Law Review, Vol.60, Issue 5, March 2008, p. 1269.

(3) Caroline Bradly, Corporate Control Markets and Rules, 53 Modern Law Review, 1990, pp. 170 -186.

عرضاً مختلطاً، وسواء كان العرض إجبارياً أو اختيارياً، أما بالنسبة للسيطرة الفعلية فهو كل وضع أو اتفاق أو ملكية لأسهم أو حصص أيا كانت نسبتها تؤدي إلى التحكم في تعيين غالب أعضاء مجلس الإدارة أو في القرارات الصادرة منه أو من الجمعيات العمومية للشركة المعنية».

ويلاحظ على المشرع المصري أنه وصف العرض العام بأنه تعهد غير قابل للرجوع فيه موجه إلى المساهمين في إحدى الشركات التي يجري تداول أسهمها في البورصة، وذلك عن طريق شراء كمية من الأسهم المملوكة لهم بسعر محدد، وغالباً ما يكون أعلى من سعر البورصة، هذا بالإضافة إلى النتيجة المبتغاة من وراء الشراء وهي السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة<sup>(4)</sup>.

ومن الجدير بالذكر أن الاستحواذ يُعد إجبارياً على كل شخص تتجاوز ملكيته نسبة السيطرة حداً معيناً تصل إلى 30% فأكثر، فيصبح الاستحواذ إلزامياً لحماية لأقلية المساهمين، إذ تلتزم الشركة القابضة بتقديم عرض استحواذ على أسهم الأقلية إذا حققت تلك النسبة من رأسمال أو حقوق التصويت في الشركة المراد الاستحواذ عليها، وقد تطرق المشرع المصري لذلك في اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، حيث أوجب شراء جميع أسهم الشركة المستهدفة بضوابط معينة، إلا أن الملاحظ على هذا الاستحواذ، أنه قد يصل إلى 100%، لذا فإن الأمر يتطلب وضع قيود وإجراءات متعددة لضمان تنفيذه دون أن ينجم عنه منفعة لفئة معينة على حساب فئة أخرى.

وقد استثنى المشرع المصري بعض الحالات من تقديم عرض شراء إجباري، وهي حالة موافقة جميع المساهمين على عرض الاستحواذ دون اعتراض، وحالات انتقال ملكية كامل الأسهم المملوكة لاتحادات العاملين المساهمين في الشركات الخاضعة لسيطرة الشركات القابضة المملوكة للدولة، وحالة الاستحواذ على نسبة تتعدى 50% من أسهم أو حقوق تصويت في شركة مقيدة أسهمها بسوق المال المصري<sup>(5)</sup>.

(4) الوسيلة الأكثر شيوعاً من بين الوسائل المذكورة لتحقيق السيطرة الفعلية على شركات المساهمة هي تملك أغلبية رأسمالها، وتتوافر هذه الأغلبية عن طريق ما يسمى (بالاستحواذ) الذي يمنح المستحوذ، سواء أكان شخصاً طبيعياً أم معنوياً، سلطة الهيمنة على الشركة محل الاستحواذ، بما له من قوة تصويتية عالية في الجمعية العامة لتلك الشركة، بحيث يتمكن من اتخاذ القرارات المهمة في حياة الشركة ويمكن في الوقت ذاته من اختيار أعضاء مجلس إدارتها الذي يتولى الإدارة الفعلية ويكون منوطاً به تنفيذ قرارات الجمعية العامة، وسوف نوضح هذا بالتفصيل لاحقاً. انظر: د. أحمد حسن وسمي بنيان، النظام القانوني للاستحواذ على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية وفقاً للقانون العراقي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، القاهرة، 2019، ص 14.

(5) د. علي فوزي إبراهيم، مفهوم الاستحواذ وأنواعه وتمييزه من غيره من النظم المشابهة، مجلة العلوم القانونية، كلية القانون، جامعة بغداد، العدد الخاص الخامس (بحوث التدريسيين مع طلبة الدراسات)، 2019، ص 181.



وبالنظر إلى المشرع الكويتي، نجد أنه نظم عروض الشراء بقصد الاستحواذ بموجب القانون 7 لسنة 2010 بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية<sup>(6)</sup>، وقد عرّف الاستحواذ في المادة (71) منه بأنه: «يقصد بعرض الاستحواذ العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك: 1- كافة أسهم شركة مدرجة أو جميع الأسهم الخاصة بأي فئة أو فئات ضمن شركة مدرجة، وذلك بخلاف الأسهم التي يملكها مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالفة معه في تاريخ تقديم العرض. 2- كافة الأسهم المتبقية في الشركة المقدم إليها العرض والتي يتم عرضها على جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه من السيطرة على مجلس الإدارة. وتصدر الهيئة قراراً تحدد فيه نسبة الأغلبية المطلوبة لتطبيق حكم هذه المادة».

ومن الملاحظ أنّ المشرع الكويتي في تعريفه للاستحواذ وبالأخص في عرض الشراء لم يراع أهمية العلم بالنسبة للمساهمين في الشركة المستهدفة، كما أنه لم يلزم بعمومية العرض وعدم الضغط على حرية المساهمين في قبول أو رفض هذا العرض. كما أنّ استخدام لفظ التحالف والأطراف التابعة له، قد يثير بعض الشكوك بالنسبة للمساهمين من أنّ هناك سيطرة حاکمة وفعلية على الشركة المستهدفة من دون مراعاة حقوق أقلية المساهمين، على الرغم من أن المشرع الكويتي في موضوع آخر في قانون الشركات رقم 1 لسنة 2016 قد أضفى حماية خاصة لأقلية المساهمين تكاد تميزه عن سائر التشريعات العربية، وهو ما سوف نتناوله تفصيلاً في المبحث الثاني.

لذا فقد تدخل المشرع الكويتي بالتعديل على القانون رقم 7 لسنة 2010 بكل ما تشمله من مواد، ليصاغ لائحة تضمنت أحدث المعايير العالمية لجارة أسواق التجارة، وتضمنت 1610 مواد وتم تقسيمها إلى سبعة عشر كتاباً يختص كل منها بموضوع محدد، وذلك بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

مما سبق كان لزاماً علينا أن نستعرض ماهية الاستحواذ من خلال التعريفات السالفة للوقوف على الغاية المرجوة من وراء الاستحواذ على الشركات والسيطرة الفعلية على إدارتها.

ويتجلى الهدف من عروض الشراء بقصد الاستحواذ في تحقيق السيطرة الفعلية<sup>(7)</sup>

(6) جاء التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ في المواد (247 حتى 292) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010.

(7) عرّف المشرع الكويتي السيطرة الفعلية في المادة الأولى من الفصل الأول من القانون رقم 7 لسنة 2010 بأنها: «كل وضع أو اتفاق ملكية لأسهم أو حصص، أيًا كانت نسبتها تؤدي إلى التحكم في تعيين أغلبية

على إدارة المشروعات المستهدفة والتحكم بالقرارات الاستراتيجية بها وإعادة الهيكلة الإدارية فيها، فلا يتحقق الاستحواذ فقط بعملية شراء الأسهم أو حقوق التصويت ونقل ملكيتها<sup>(8)</sup>، إنما هناك دافع حقيقي وراء اللجوء إلى عمليات الاستحواذ وهو تحقيق أكبر قدر من الاستثمار في المجال الاقتصادي لضمان التنمية الاقتصادية، وبما يضمن زيادة الادخار والإنتاج والدفع بحركة رؤوس الأموال المستثمرة من أجل تحقيق المنافسة الدافعة إلى تحقيق الربح المنشود<sup>(9)</sup>.

ويرى جانب من الفقه أن لعمليات الاستحواذ دوراً إيجابياً لإنفاذ سياسات العولمة كفكرة قادرة على تجميع وتوحيد الكيانات الاقتصادية بما يعزز قوة واستقرار الأسواق التجارية، بالإضافة إلى تغيير سياسات المنافسة والمواجهة من خلال زيادة قدرة المستحوذ على الهيمنة والتأثير بغير شروط السوق مما يتيح فاعلية وتنشيط سوق الأوراق المالية<sup>(10)</sup>.

ويمكننا من خلال ما تم التنويه عنه أن نُجمل الغاية الإيجابية من إنفاذ عمليات الاستحواذ والأثر الظاهر بالنسبة للشركات المستهدفة والمساهمين على الوجه الآتي<sup>(11)</sup>:

1) لإنفاذ عمليات الاستحواذ الأثر الفعال في تحريك ركود بورصة سوق الأوراق المالية، وتقوية حصة الشركة في الأسواق التجارية، هذا بالإضافة إلى النتيجة المحققة من انتعاش سوق الأوراق المالية، فقد يؤدي إلى تزايد حركة المضاربات في عملية العرض والطلب على أسهم الشركة المستهدفة من عملية الاستحواذ، وتزداد سرعة دوران رأس المال وارتفاع ثقة المتعاملين وما يستتبع ذلك من تبادل

أعضاء مجلس الإدارة، أو في القرارات الصادرة عنه، أو عن الجمعيات العامة للشركة المعنية». أما المشرع السعودي، فقد كان أكثر وضوحاً من نظيره الكويتي، حيث عرّفها بأنها: «القدرة على التأثير على أفعال أو قرارات شخص آخر بشكل مباشر أو غير مباشر، منفرداً أو مجتمعاً، مع قريب أو تابع، من خلال أي من الآتي: أ- امتلاك نسبة تساوي 30% أو أكثر من حقوق التصويت في الشركة، ب- حق تعين 30% أو أكثر من أعضاء الجهاز الإداري».

(8) د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجماري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص 23.

(9) Wu Jianduan and Xu lining, Corporate Takeovers - Legal aspects of Takeovers among Chinese Airlines, Journal of Air Law and Commerce, vol. 68, 2003, p. 583.

(10) د. مروة محمد العيسوي، مدى توافق الإفصاح في البورصة مع مبدأ السرية، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2016، ص 216. كما يجب الإشارة إلى أنه ليس بالضرورة في إنفاذ عملية الاستحواذ القضاء على الشركة المستهدفة، بل قد يكون هو أحد الوسائل لإعادة هيكلة الشركة المستهدفة وإدخال التعديل على المركز المالي وتوزيع حقوق التصويت لتجنب مخاطر الإفلاس وتفعيل دور الكفاءة الإدارية بإعادة تخصيص الأصول وتحسين أداء الإدارة.

(11) د. أحمد حسن وسمي بنيان، مرجع سابق، ص 75 وما بعدها.

وبيع لأسهم الشركات التي أصدرت أسهمها في اكتتاب عام، سواء المقيدة منها في سوق الأوراق المالية أو غير المقيدة<sup>(12)</sup>.

وهذا ما حدا بالمشروع الكويتي إلى التدخل التشريعي بصدور القانون رقم 22 لسنة 2015 المعدل لبعض المواد في القانون رقم 7 لسنة 2010 وذلك لإظهار الدور الإيجابي الفعال لعملية الاستحواذ وتنشيط بورصة الأوراق المالية، وما يستتبع من نتائج للاقتصاد القومي بقطاعاته المختلفة، (المؤسسات، الهيئات، والشركات وغيرها).

كما أنّ هذا التعديل قد خلق نوعاً من الطلب على الأسهم المستهدفة بالعرض، سواء من خلال عروض شراء منافسة أو خلال عمليات السوق المفتوحة، وذلك لأنّ سعر تداول السهم المعروض (المراد شراؤه) لا يعكس القيمة الحقيقية له، فغالباً ما يكون أكبر من سعر تداوله في البورصة ما دام هناك التزام من جانب الشركة المستحوذة بشروط العرض المنصوص عليها بالقانون بالنسبة لأسهم الشركات المستهدفة<sup>(13)</sup>.

(2) دائماً يكون هناك آثار إيجابية من إنفاذ عمليات الاستحواذ بالنسبة للشركات المستهدفة، سواء في تطوير الإنتاج أو في إبراز هيكله إدارية ذات طابع تقني مختلف، وذلك عن طريق التقنيات المختلفة كشبكات ربط المعلومات أو تكنولوجيا التشغيل، وهو استغلال الجانب البشري، أو الحصول على علامات تجارية وبراءات اختراع من مقدم عرض الاستحواذ<sup>(14)</sup>.

(12) د. محمد خليفة راشد محمد الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2017، ص 71

(13) لا يخفى بأنّ الهدف متغير من شركة إلى أخرى في إنفاذ عمليات الاستحواذ، فقد يكون بقصد الاستحواذ على الإدارة لأغراض التوسع الجغرافي، وهذا ما قامت به شركة لافارج الفرنسية المتخصصة في صناعة الإسمنت في عام 2008 بالاستحواذ على أسهم شركة أوراسكوم المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وكان الغرض هنا هو فتح أسواق جديدة لشركة لافارج الفرنسية في مصر والسعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة وباكستان والعراق وسوريا والجزائر وجنوب أفريقيا ونيجيريا ودول أخرى.

وقد يكون بقصد إعادة هيكلة الشركة المستهدفة، وهذا ما قام به صندوق الثروة السيادية في ماليزيا عند استحواذها وتملكه لكامل أسهم شركة الخطوط الجوية الماليزية لتصبح مملوكة بالكامل للدولة في إطار خطة لإعادة هيكلتها بعد تعرضها للتعثر بسبب الحادثين المأساويين، وهما اختفاء طائرة الرحلة (ام اتش 370) في 2014/3/8، وحادثة إسقاط طائرة الرحلة (ام اتش 217) في شرق أوكرانيا في 2014/7/17. انظر د. هاني صلاح سرى الدين، مرجع سابق، ص 148.

(14) د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، دون سنة نشر، ص 37.

3) هناك دور محوري لإنفاذ عمليات الاستحواذ قد ابتغاه المشرع الكويتي، وهو جذب واستقطاب الاستثمار الخارجي المباشر وغير المباشر من إسهام الشركات والاستثمارات الأجنبية في توسيع القاعدة الإنتاجية، هذا مع الحفاظ على المستثمر الوطني وحماية منتجاته المحلية من المنافسة الضارة، من أجل هذا سنّ المشرع الكويتي أيضاً حزمة من القوانين التي تحمي المشروعات الوطنية، وتراقب المشروعات الأجنبية عن طريق اشتراط نسبة في العمالة أو خبرات محلية في مجالات معينة، هذا بالإضافة إلى شراكة المستثمر الأجنبي مع الوطني تحت إشراف وإدارة الدولة كل حسب نسبة مشاركته المالية وقيمة أسهمه السوقية، وربما يكون المشرع قد أصاب في ألا يفقد السوق نسبة كبيرة من الإنتاج الوطني وضمان عدم سيطرة المستثمر الأجنبي بشكل مهيمن على السوق المحلية<sup>(15)</sup>.

ومن ناحية أخرى فقد حاول المشرع التيسير على المستثمر من خلال استحوازه على مشروعات قائمة، تجنباً للإجراءات الإدارية الطويلة المعقدة اللازمة لإنشاء مشروعات جديدة.

ونخلص إلى القول بأنه في ضوء ما جاء بالقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته، فإنّ المشرع الكويتي جاء بتسريع متكامل لنظام عروض الشراء بقصد الاستحواذ، وذلك من خلال إتاحة المعلومات المرتبطة بالعرض المقدم من الشركة المستحوذة إلى الشركة المستهدفة، بحيث تكون المعلومات متوفرة لدى كل المساهمين، فلا تكون حكراً فقط على كبار المساهمين دون غيرهم، وهذه دلالة قاطعة من المشرع لإقرار الحماية للمساهمين وإبراز فكرة المساواة ضمناً وتكافؤ الفرص فيما بينهم، ومن ضمن هذه الدلالات ألا يقل السعر المطروح لعرض شراء السهم عن القيمة السوقية، بل يزيد لتوفير الحماية للمساهمين في الشركة المستهدفة.

(15) وبمعنى آخر حاول المشرع الكويتي توفير كافة الضمانات لحماية سيادة الدولة على كامل أراضيها من خلال ضبط الحركة الاقتصادية على الاستثمارات الأجنبية، وهذا من خلال بعض المواد التي تحظر تملك الأجانب للأراضي أو المشروعات، وتقر تخصيصها بنظام حق الانتفاع، وكان الدافع لذلك هو التخوف من سيطرة وتملك الأجانب، انظر في هذا المعنى: د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لأسواق المال، ط 2، دون ناشر، دولة الكويت، 2012، ص 569؛ أيضاً: نورة حزام عواض المطيري، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي، دار النهضة العربية، الإمارات، 2017، ص 31.

## المطلب الثاني

### تعارض المصالح بين أطراف عملية الاستحواذ

أضحت المصالح بين أطراف عملية الاستحواذ ليست بالنمطية، بل هي متعددة ومختلفة، لذلك دائماً ما تتعارض فيما بينها، لذا فسوف ننوه بداية عن من هم أطراف عملية الاستحواذ والمعنيين بها، ثم نسلط الضوء على تعارض المصالح فيما بينهم. لا شك في أنّ هناك طرفاً رئيساً محركاً لإنفاذ عملية الاستحواذ، وهو صاحب العرض أو مقدم طلب الشراء، الذي دائماً ما يحرك الإجراءات بعد دراسة مستفيضة لمشروع العرض مع الأشخاص الذين يستعين بهم لهذا الغرض، وهم الخبراء والقانونيون والمحاسبون، وهذا قبل أن يقوم بتقديم طلب الشراء، هذا بالإضافة إلى أنّ معظم التشريعات تلزم مقدم طلب الشراء بتقديم مذكرة بكل المعلومات عن طبيعة الشركة المستهدفة، وأثر إتمام الاستحواذ عليها وعلى المساهمين فيها، ودائماً تكون هذه المذكرة مقدمة إلى الهيئة المسؤولة عن الرقابة في سوق الأوراق المالية.

يتضح من ذلك أن صاحب العرض يقوم بتقديم إيجاب أو إبداء للرغبة في إبرام عقد الاستحواذ على الشركة المستهدفة، وهذا من خلال تقديم طلب الشراء لتكون هذه الأخيرة هي الوسيلة التي يعبر عنها، وحتى يكون هذا الإيجاب صحيحاً، فإنّ المشرع الكويتي<sup>(16)</sup> قد اشترط توافر بعض البيانات التي يتعين استيفائها من قبل صاحب العرض، كالاسم والعنوان ومحل الإقامة والجنسية هذا بالنسبة للشخص الطبيعي. أما بالنسبة للأشخاص الاعتبارية، فقد اشترط ذكر اسم الشركة وعنوانها ورقم السجل التجاري ومركز الإدارة الرئيسي، والممثل القانوني لها وطبيعتها (أي شكلها القانوني مساهمة أو توصية بسيطة) وهيكل رأس المال فيها، وغيرها من البيانات ذات الأهمية للوقوف على شخصية صاحب العرض، حتى يتمكن المساهمون في الشركة المستهدفة من التعرف عليه. فقد عرّف بعض الفقه<sup>(17)</sup> المستحوذ أو مقدم العرض بأنه: «هو ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي الذي يسيطر على الشركة المستهدفة بالاستحواذ، سواء عن طريق السيطرة الفعلية أو القانونية التي تمكنه من التحكم في القرارات الاستراتيجية التي تخص الشركة المستهدفة والتي تصدر عن جمعيتها العمومية، هذا بالإضافة إلى حقها في تعيين وتغيير بعض من أعضاء مجالس إدارتها».

(16) د. إبراهيم الدسوقي أبو الليل، العقد غير اللازم: دراسة مقارنة معمقة في الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية، جامعة الكويت، 1994، ص 18.

(17) د. حسام رضا السيد عبد الحميد، مسؤولية المستحوذ على شركة المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص 120.

أما الطرف الثاني وهم المساهمون ومجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، وهم من يتم توجيهه الإيجاب لهم من قبل الطرف الأول صاحب عرض الاستحواذ<sup>(18)</sup>، ولا تنجح عملية الاستحواذ وتنفذ إلا بقبول المساهمين في الشركة المستهدفة وذلك لاعتبارهم المالكين للأسهم التي يُراد شراؤها من قبل المستحوذ ثم يقومون بعد ذلك بإصدار أوامر بالبيع لوسطائهم أو سماسرتهم في البورصة المقيدة بها الأسهم المستهدفة بالاستحواذ<sup>(19)</sup>.

كما أنه من الأهمية أن نشير بأنه لا يجوز بأي حال من الأحوال إجبار المساهم على بيع أسهمه، وهذا ما قررتة معظم التشريعات العربية والأجنبية<sup>(20)</sup>، بإلزام مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بإخطار المساهمين بكل دقة وصراحة عن عروض الاستحواذ الفعلية والاحتمالية المقدمة على شراء أسهم الشركة، بالإضافة إلى رأي مجلس الإدارة في قبول أو رفض العرض، وأحقية المساهمين في معرفة رأي الأقلية عند اتخاذ القرار بالتوصية بقبول أو رفض عرض معين.

وقد استخدم المشرع الكويتي طريقة الإفصاح من قبل المساهم أو المساهمين في الشركة المستهدفة بتعبيرهم الصريح عن قبول العرض، وذلك بإصدار أوامر بالبيع للسماح أو الوسيط الذي يمثله داخل البورصة المقيدة بها الأسهم المراد بيعها، وهنا يقوم الوسيط أو السماسر بتنفيذ عملية البيع لصالح صاحب عرض الاستحواذ (المستحوذ).

كما أنه يلاحظ أن العقد بإيداع الأسهم أو البيع لدى السماسر أو الوسيط يظل قابلاً للفسخ حين انتهاء مدة عرض الشراء، فإذا انتهت تلك المدة واستطاع صاحب العرض الحصول على النسبة المطلوبة من الأسهم، سقط الشرط الفاسخ، واعتبر عقد الاستحواذ أو عقد بيع الأسهم قد تم من تاريخ صدور القبول بالبيع من المساهم في الشركة المستهدفة، وذلك لاعتبار لحظة صدور القبول هي لحظة تلاقي الإيجاب معه ومن ثم ينعقد العقد من تلك اللحظة<sup>(21)</sup>.

(18) دائماً ما تكون توصية الإيجاب عن طريق الإعلان في الصحف اليومية والصحف المتخصصة بأخبار المال والأعمال، وعلّة ذلك هو لفت انتباه المساهمين والمستثمرين.

(19) د. عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، العدد 43، 2008، ص 18 وما بعدها.

(20) هناك استثناء في القانون الفرنسي على قاعدة عدم جواز إجبار المساهم على بيع أسهمه وهو عرض الانسحاب الإجمالي، لأنه وفقاً لقواعد القانون الفرنسي من يستحوذ على 95% على الأقل من حقوق التصويت لشركة مقيدة بالبورصة، يكون له أن يقدم طلباً إلى هيئة الأسواق المالية لإخراج أقلية المساهمين الباقين في الشركة التي استحوذ عليها. وأيضاً في القانون الإنجليزي الذي حدا حذو نظيره الفرنسي، فهو يجيز للشخص الذي ينجح في السيطرة أو تملك 90% من الأسهم أن يقدم عرضاً لتخارج الأقلية يجبرهم فيه على التخلي ملكية الأسهم والاستحواذ على 10% من رأس المال الباقي في الشركة المستهدفة، انظر: د. أحمد حسن وسمي بنبان، مرجع سابق، ص 238.

(21) د. سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 308.

وبهذا يمكننا القول إنَّ المشرع الكويتي قد اعتمد فيما يتعلق بالإيجاب والقبول على القواعد العامة في القانون المدني<sup>(22)</sup>، إلا أنه قد خرج عنها حين أتاح في نظام عروض الشراء إجازة سحب العرض من صاحبه أثناء فترة السريان وفقاً للضوابط والإجراءات القانونية. أما إذا لم يسحب العرض من مقدمه وقبله المساهمون أصبح مساهماً في الشركة المستهدفة بقدر ما يملكه من أسهم أستحوذ عليها خلال العرض<sup>(23)</sup>. ولكن قد يثور التساؤل بمدى أحقية المساهم أو المساهمين بسحب قبولهم أو الرجوع فيه<sup>(24)</sup>.

بالرجوع إلى القواعد العامة وتطبيق القاعدة الأصولية التي تنص على: «إن العقد شريعة المتعاقدين»، فإنَّه لا يجوز للمساهمين الرجوع في قبولهم في حالة تقديم عروض منافسة، لأن ذلك يعد استثناءً من القواعد العامة التي لا تجيز إلغاء العقد بالإرادة المنفردة، إلا أن المشرع الكويتي كان له رأي آخر قبل صدور اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010، حيث قضت المادة (7/3) من تعليمات الهيئة بشأن ضوابط وإجراءات تنفيذ عمليات الاستحواذ رقم 3 لسنة 2014 بأنه: «يحق للمساهم التراجع عن قبوله، ولكن في حالة واحدة وهي حال تعديل العرض الأصلي، وهذا يلزم مدير عملية الاستحواذ الإفراج عن الأسهم في عملية التجميع السابقة على تعديل عرض الشراء الأصلي»<sup>(25)</sup>.

أما بعد صدور اللائحة التنفيذية الجديدة التي نظم المشرع من خلالها عروض المنافسة، فقد قضت المادة (3/9/3) من الكتاب التاسع من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 أن يتم الإفراج عن أسهم المساهمين بمجرد موافقة الهيئة على مستند عرض

(22) نصت المادة (2/41) من القانون المدني الكويتي بأنه: «إذا حدد الموجب ميعاداً للقبول، أو اقتضت هذا الميعاد ظروف الحال أو طبيعة المعاملة، بقي الإيجاب قائماً طوال هذا الميعاد، وسقط بفواته».

(23) نصت المادة (2/43) من القانون المدني الكويتي على أنه: «يلزم لانعقاد العقد أن يكون القبول مطابقاً للإيجاب».

(24) بالنسبة للتشريعات المقارنة، فقد أجاز المشرع المصري في المادة (348) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 منح المساهمين حق الرجوع عن القبول أثناء فترة سريان العرض، ومبرمهم في ذلك اتفاق هذا التنظيم مع طبيعة الحياة التجارية والتصرفات القانونية المسيرة لذلك. أما بالنسبة للمشرع السعودي فقد قضت المادة (34) من اللائحة التنفيذية، (لائحة الاندماج والاستحواذ) بأنه: «يجوز لأي شخص قبل العرض سحب القبول اعتباراً من الوقت المحدد في الجدول الزمني المقرر من الهيئة وفقاً للفقرة (د) من المادة السادسة»، وهو بذلك أجاز أيضاً سحب القبول، ولكنه وضع قيوداً أحسن فيه المشرع السعودي وهو الوقت المحدد بالجدول الزمني. للمزيد انظر: نورة حزام عواض المطيري، مرجع سابق، ص 44 وما بعدها.

(25) تنص المادة (3/7) من تعليمات الهيئة أنه: «في حال موافقة الهيئة على مستند العرض المحدث، فإنَّه يعاد فتح باب التسجيل في محفظة مدير عملية الاستحواذ، على أن يتم تجميع أسهم الراغبين بالمشاركة في الاستحواذ والذين لم يشاركوا في عملية التجميع السابقة، وذلك وفقاً لآلية الإعلان المتبعة من قبل الهيئة، ويلتزم مدير عملية الاستحواذ بالإفراج فوراً عن أية أسهم تابعة للمشاركين في عملية التجميع السابقة والراغبين بالتراجع عن المشاركة في الاستحواذ بعد تغيير عرض الاستحواذ».

المنافسة، على الرغم من أن حق المساهمين بالتراجع عن القبول بمجرد قبول الهيئة (مستند العرض) يخالف القواعد العامة للإيجاب.

ونحن من جانبنا نرى بأنّ المشرع قد أراد قبل صدور اللائحة أن يظهر خوفه واهتمامه بالمساهمين في الشركة المستهدفة من خلال تحقيق أفضل مصلحة لهم، لذا فقد اعتبر أن تعديل العرض الأصلي هو مبرر ملائم لأحقية المساهمين في سحب قبولهم أو الرجوع فيه، في حين أنه وضع ضابطاً بعد صدور اللائحة يتمثل في موافقة الهيئة على مستند عرض المنافسة حتى يحق للمساهمين الرجوع أو سحب القبول، مما يستتبع تحقيق مصلحتهم، ولكن بشكل غير مباشر.

لذا فإنّ المشرع الكويتي قد أحسن صنعاً، سواء قبل صدور اللائحة أو بعدها، وذلك لأنّ تقرير مثل هذا الاستثناء على القواعد العامة وإقرار تنظيم قانوني خاص يختلف عن أحكام عقد البيع المنصوص عليها في القانون المدني تكمن العلة الحقيقية وراءه، في حماية أقلية المساهمين ومنحهم حق الرجوع في القبول للاستفادة من السعر الأعلى، سواء أكان سعر التداول أم سعر عرض المنافسة.

إلا أنه قد يؤخذ عليه ما ورد بالكتاب التاسع للاندماج والاستحواذ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010، فقد تطلب المشرع أن يتم تقديم طلب تعديل العرض خلال مدة لا تزيد عن خمسة أيام من بدء تاريخ انتهاء عملية تجميع أسهم الشركة المستهدفة، وقد يبدو عند جانب من الفقه أن هذا الشرط الإجرائي<sup>(26)</sup> يتصف بعدم المعقولية، لأنّ العرض قد انتهت صلاحيته فلا يمكن تعديله، فكان من الملائم أن يكون التعديل قبل هذه المدة التي حددتها اللائحة أي قبل انتهاء فترة سريان العرض الأصلي.

ولكننا بالنظر الفاحصة قد نجد علة خفية، فالمشرع الكويتي تعبيراً عن اهتمامه بالمساهمين في الشركة المستهدفة وإضفاء الحماية لهم بأي شكل كان، فإنّ التعديل لهذا العرض حتى بعد انتهاء مدة صلاحيته، هو لتشجيع المساهمين وتنشيط عملية الإقبال على البيع لإتمام عملية الاستحواذ، كما أن المشرع دائماً يكون لديهم من الخفايا وراء نصوصهم، فقد استطعنا أن نصل إلى أنّ علة المشرع الخفية هي المساهمون والحفاظ على حقوقهم وتحقيق أكبر عائد لبيع أسهمهم، وقد تكون هناك علة أخرى ذات منفعة عامة للبلاد لا نستطيع أن نستخلصها بشكل واضح ولكنها موجودة وذات نفع. أما في حالة امتناع المساهم عن بيع الأسهم التي يمتلكها في الشركة المستهدفة خلال عرض الشراء المقدم، فلا يحق له الرجوع على مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بدعوى التعويض بحجة فوات فرصة مؤاتية لبيع الأسهم.

(26) نورة حزام عواض المطيري، مرجع سابق، ص 50.



وبعد أن أظهرنا أطراف عملية الاستحواذ ومدى التشابك الوارد فيما بينهم، سوف نسلط الضوء على تعارض المصالح<sup>(27)</sup>، ذلك لأن موضوع الاستحواذ منذ اتخاذه من قبل صاحب العرض ما هو إلا اتفاق بين مصالح متعارضة ومتباينة للأشخاص المتدخلين في العملية، لذا فلا بد أن يتم تحديد هذه المصالح للأطراف المتدخلين في هذه العملية والأطراف الرئيسية، مثل مصالح أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة، ومدى مساس عملية الاستحواذ على الشخص الاعتباري من قبل المستحوذ، وهذا تأكيد لما أسلفنا في أن السيطرة على إدارة الشركة المستهدفة لا بد من أن تمس هذه المصالح<sup>(28)</sup>.

هذا بالإضافة إلى مصالح المساهمين في الشركة المستهدفة، ومصصلحة الشركة نفسها كشخص اعتباري، فيجب التوازن بين كل هذه المصالح بحيث لا تغلب أي مصلحة على أخرى، وكثرة المتدخلين في عملية الاستحواذ تُكثر المصالح وتنوعها، فإذا كانت حرية مقدم العرض في تقديم عرض شراء للاستحواذ على شركة ما تتعارض مع رغبة هذه الأخيرة في البقاء مستقلة، ولا تخضع للمخاطر المرتبطة بعروض الشراء، بقصد الاستحواذ<sup>(29)</sup>، وبهذا يظهر لنا جلياً أن حرية تقديم عرض الشراء قد تتناقض مع رغبة الشركة المستهدفة بالعرض التي لا تفضل بيع أسهمها في إطار أحكام وقواعد عروض الشراء، حيث توجد القيود وإنما تفضل عمليات السوق المفتوحة أي أن يكون المساهم له الحق في بيع أسهمه بشكل مباشر.

لذلك فإن معظم القرارات التي تهدف إلى الموازنة بين المصالح المتعارضة، تجد صعوبة في أغلب الأحيان، فإذا نظرنا إلى مقدم عرض الشراء بقصد الاستحواذ نجد أن هدفه هو السيطرة على إدارة الشركة المستهدفة والتحكم بالقرارات الاستراتيجية المتخذة فيها، مما يُخلق نوعاً من التعارض بينه وبين أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة الذين لا

---

(27) يقصد بمفهوم تعارض المصالح هو الوضع أو الموقف الذي تتأثر فيه موضوعية واستقلالية قرار الموظف أو الشخص أثناء أدائه لوظيفته أو واجبه بمصلحة شخصية له مادية أو معنوية تهمة هو شخصياً، أو تهم أحد أقاربه، أو أصدقائه المقربين، أو عندما يتأثر أداءه لوظيفته أو واجبه باعتبارات شخصية مباشرة أو غير مباشرة، أو بمعرفته بالمعلومات التي تتعلق بالقرار. انظر: د. أحمد السيد عطا الله، المسؤولية القانونية المترتبة على إخلال الشركة التجارية وأعضاء مجلس إدارتها وتابعيها بالالتزام القانوني بالإفصاح عن تعارض المصالح بالشركات التجارية في ضوء مبادئ حوكمة الشركات: دراسة مقارنة بين القانون المصري والقانون الكويتي، ط 1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2017، ص 21 وما بعدها.

(28) Jeffrey N. Gordon, Rise of Independent Directors, Stanford Law Review, Vol. 59, 1465, April 2007, pp. 1503-1534.

(29) Joseph B. Cahill, Circuits - split on the elements of Williams Act manipulation validity of tender offer defenses uncertain, Chicago-kent Law Review, October 1984, pp. 935 - 936.

يوافقون على العرض ويسعون إلى عرقلته<sup>(30)</sup>، ومن الملاحظ على معظم التشريعات أنها تدخلت في هذا الشأن من خلال منع مجلس إدارة الشركة المستهدفة من اتخاذ أي قرار من شأنه منع إتمام أو اتخاذ عرض الاستحواذ طيلة مدة سريان العرض<sup>(31)</sup>، ونظن أن هذا اتجاه محمود من قبل التشريعات للحفاظ على الأوضاع التجارية واستقرارها من ناحية، ومن ناحية أخرى إبراز المعنى الحقيقي للتوازن في المصالح بين الأطراف.

كما يُعد مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة هو أكثر الأطراف حرصاً على عدم إتمام وإنفاذ عملية الاستحواذ، لأنه لو نجح سيقوم المستحوذ بإعادة هيكلة الإدارة داخل الشركة المستهدفة، لذلك تجد صورة تعارض المصالح في أزمى واقع لها هنا، لذلك دائماً ما يستخدم مجلس الإدارة أساليب متنوعة في مواجهة عروض الشراء بقصد الاستحواذ بهدف تفويت الفرصة على مقدم العرض في السيطرة على إدارة الشركة المستهدفة حتى تبدو هذه الشركة أمامه هدفاً غير جذاب أو صعب المنال<sup>(32)</sup>.

لذا، يلاحظ أنه لا بد من الإفصاح عن كافة المعلومات لأنها تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في إتمام عملية الاستحواذ، فلا بد من أن على مجلس إدارة الشركة المستهدفة أن

(30) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري: الواقع والحلول، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص 222 - 225.

(31) نصت المادة (16/1/3) من الكتاب التاسع (الاندماج والاستحواذ) على الآتي:  
لا يجوز للشركة محل العرض القيام خلال فترة العرض أو المفاوضات الأولية بشأن تقديم عرض، بأي مما يلي:

- 1- إصدار أسهم جديدة في حدود رأس المال المصرح به، أو إصدار أو منح خيارات تتعلق بهذه الأسهم.
- 2- إصدار أي أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم.
- 3- التصرف في أي أصول ذات قيمة مؤثرة.
- 4- إبرام عقود خارجة عن إطار النشاط العادي للشركة.
- 5- اتخاذ أي إجراء من شأنه أن يؤدي إلى عدم قبول العرض، أو حرمان المساهمين من فرصة اتخاذ قرار بشأنه.
- 6- تحميل الشركة أي التزامات مادية مؤثرة، إلا في حدود تمكينها من تمويل وممارسة أنشطتها العادية.

ولا تخل القيود المفروضة بموجب هذه المادة بحق الشركة محل العرض في اتخاذ أي من التصرفات المشار إليها في هذه المادة، بشرط موافقة الجمعية العامة للمساهمين، أو في الأحوال التي نشأ فيها التزام الشركة باتخاذ تلك التصرفات قبل تقديم العرض.

(32) أكد القضاء الأمريكي ممثلاً في محكمة ديلاوير على بعض المعايير المهمة للحفاظ على التوازن بين المصالح ومنها: 1- واجب الولاء الذي يتطلب أن تكون الشركات متناغمة مع إمكانية وجود مصالح مالية أو غير هامة من الدوافع التي تجعل من الصعب أن يتصرف المديرين المساهمون في شركات أخرى التصرف بالشكل الملائم. 2- حظر استخدام مجالس إدارات الشركات المستهدفة بعض الأساليب التي من شأنها إظهار صورة غير حقيقية على الشركة. انظر: د. أحمد حسن وسمي بنیان، مرجع سابق، ص 283.

يكشف عن كل الصراعات التي قد تحدث حال إنفاذ عملية الاستحواذ، وفي سبيل ذلك لا بد من الاستعانة بالمستشارين للوقوف على الفائدة الحقيقية لإتمام هذه العملية، ومن ناحية أخرى يجب إخراج كل من لهم يد خفية في عدم إنفاذ هذه العملية حتى نكون أمام معايير ذات شفافية ووضوح لجميع الأطراف<sup>(33)</sup>.

وقد تتعدد المصالح كما ذكرنا سلفاً لأسباب متعددة، من بينها اختلاف الهدف بين أصحاب المصالح، فقد يكون هناك تعارض بين مصالح أعضاء مجلس الإدارة من جهة ومصالح المساهمين في الشركة المستهدفة من جهة أخرى، ويكون نتيجة هذا التعارض هو اختلاف الهدف فيما بينهم.

ولكن دائماً يحدث أن يتبنى أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة فكرة المعيار الشخصي والمصلحة الشخصية، دون النظر إلى أي طرف سواء الشخص الاعتباري أو المساهمين فيه، وذلك لرغبتهم في الاحتفاظ بمناصبهم والمزايا المادية التي يحصلون عليها، بل في بعض الأحيان قد يسيء موقفهم الدفاعي عن الشركة أمام العروض العدائية على الرغم من أنهم حين تقلدوا هذه المناصب بالغالبية من قبل المساهمين وكانت العلة هي الدفاع عن الشركة وعن مصالح المساهمين فيها، ومن ضمن تلك الأوجه التي تمثل الدفاع في حالة تقديم عرض شراء للاستحواذ على الشركة المستهدفة، الضغط على مقدم العرض من أجل تحسين شروط العرض سواء من ناحية السعر أو من ناحية كمية الأسهم المشتراة من خلال العرض، أو جعل العرض العدائي مستحيل النجاح أو مرهقاً بالنسبة لمقدمه، إذا كان غير مجزٍ أو به خطورة على الشركة المستهدفة<sup>(34)</sup>.

ومن الأهمية أن نشير إلى أن إنفاذ عملية الاستحواذ قد يتولد عنها تعارض في المصالح بين الشركة المستحوذة التي تتبغى السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة، وهذه الأخيرة التي تحاول أن تخرج من التعثر المالي والإداري من دون اللجوء إلى أي من التصرفات القانونية كالاندماج، والاستحواذ، وشراء الأصول، وغيرها. ومن منطلق تلك الاضطرابات التي من الوارد حدوثها عند إنفاذ عملية الاستحواذ، تم إيجاد وزن حقيقي للمعلومات الداخلية في الشركة المستهدفة، ولكن هل للاستحواذ أثر على استغلالها مما يؤدي إلى تعارض حقوق في المصالح بين الشركة المستحوذة من ناحية، والشركة المستهدفة من ناحية أخرى.

وقد تحدثنا سلفاً عن أهمية استخدام مبادئ الإدارة الحديثة عند إنفاذ هذه العملية، ويعرف هذا بالحوكمة أي الإدارة الرشيدة للشركات باستخدام الكثير من المعايير والمبادئ، وقد

(33) المادة (107) من القانون رقم 7 لسنة 2010 وتم تعديلها بموجب القانون رقم 22 لسنة 2015 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

(34) د. أحمد حسن وسمي بنیان، مرجع سابق، ص 252 وما بعدها.

كرس الفقه مبدأ الشفافية على رأس تلك المبادئ، أي التطبيق الكامل للإفصاح بشأن عمليات الاستحواذ، وهذا قد ينتج عنه بشكل غير مباشر الحد من الحماية الضارة التي قد تؤثر على أسعار الأسهم ارتفاعاً وانخفاضاً، وذلك لأن السهم هو لبُّ هذه العملية. لذا فقد حرص المشرع الكويتي وغيره من المشرعين عند وضع القواعد التنظيمية لعمليات عروض الشراء وفقاً لآليات الحوكمة، وذلك للحد من التلاعب بالأسعار واضطراب السوق وتمكين المستثمرين من اتخاذ القرار الصحيح<sup>(35)</sup>.

وقد عرّف الفقه<sup>(36)</sup> التلاعب بالأسعار بأنه: «عمل أو امتناع عن عمل بقصد التأثير على أسعار تداول الأوراق المالية والغرض منه هو الإضرار بكل أو ببعض المتعاملين في هذه السوق»، وتتمثل صور التلاعب بالأسعار في أنماط متعددة لا حصر لها، وقد يكون من بينها ما يخص عروض الشراء، كنشر أخبار مضللة عن نية الشركة المستحوذة، وأيضاً الإدلاء في وسائل الإعلام عن معلومات غير حقيقية أو دقيقة بشأن الشركة المستهدفة مما يستتبع التأثير على السوق أو المتعاملين فيه لتحقيق نفع شخصي، كأن يقوم أحد المساهمين في شركته ما بالإعلان (على غير الحقيقة) عن رفضه لمشروع عرض الشراء كإشاعة سعر أعلى للسهم داخل السوق عن قيمته الحقيقية بدعوى منه أن السعر المعروض منخفض ولا يحقق منفعة للشركة المستهدفة، ومنها أيضاً إدخال أوامر إلى نظم التداول على السهم الهدف منها إعطاء صورة مضللة أو غير صحيحة عن سعر السهم.

وأخيراً فقد يتضح لنا أنّ هناك أثراً على استغلال المعلومات الداخلية، لذا فقد حرص المشرع الكويتي على الحد من استغلال تلك المعلومات غير المتاحة للجمهور، وهي تتمثل في المعلومات الداخلية. ومن ثم يمكننا تعريف المعلومات الداخلية الوارد استغلالها بأنها كافة المعلومات الجوهرية التي لم يتم الإفصاح عنها لجمهور المتعاملين، وتكون مرتبطة بالعرض أو بأعمال الشركة. لذا فقد تحاول القواعد التنظيمية الحد من استغلال هذه المعلومات لتحقيق منافع شخصيه.

لذا فإن الالتزام بالمحافظة على سرية المعلومات المرتبطة بعروض الشراء المحتملة، يؤدي تسريبها إلى انعقاد المسؤولية نتيجة الإخلال بهذا الالتزام، وذلك لأنه في حالة العروض المحتملة قد يحدث تأثير ملموس على تداول وأسعار أسهم الشركة المستهدفة. وقد تظهر صورة أخرى أيضاً من تعارض المصالح فيما بين المساهمين وبعضهم، باعتبارهم مالكي الأوراق المالية محل الاستحواذ، وهذا لإثبات أنّ التعارض لا يكون فقط بين

(35) د. محمد تنوير محمد الرفاعي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص 542.

(36) د. هاني صلاح سري الدين، مرجع سابق، ص 112-116.

مجالس الإدارات<sup>(37)</sup>، ولكن قد يكون ذا طبيعة مختلفة عن الحديث عند نوعية الإدارة التي استخدمتها الشركة منذ إنشائها.

(37) قضية Tesla قد تُظهر دلالة على تعارض المصالح بين مجالس الإدارات، حيث تدور وقائع الدعوى في أنه تم رفعها في 28 مارس 2018 من قبل مساهمي شركة السيارات الكهربائية Tesla ضد الرئيس التنفيذي للشركة وهو إيلون ماسك Elon Musk ومجلس إدارة Tesla بسبب عملية الاستحواذ على شركة solar city وقد طلب مساهمو Tesla من محكمة ديلاوير النظر في ادعائهم بأن بورد Borad وماسك Musk قد انتهكا واجباتهما الائتمانية تجاه المساهمين في الموافقة على صفقة شراء Solar city وجاءت الادعاءات بالشكوى على أن بورد Borad وماسك Musk لم يتصرفا بما يحقق مصلحة المساهمين عند استحواذهم على Solar city مقابل مبلغ وقدره (2,6 مليار دولار) في يونيو 2016، وكانت الأسباب التي دفعت تسلا Tesla للاستحواذ على Solar city هي: 1- الأزمة المالية التي بدأت في شركة Solar city من عام 2013 بشأن السيولة، حيث زاد دينها ثلاثة عشر ضعفاً بمبلغ قيمته 3,56 مليار دولار. 2- انخفاض قيمة الأسهم بنسبة 64% من فبراير 2015 حتى فبراير 2016. 3- كانت هناك دعوى قضائية تدعي اختلاس الأسرار التجارية والملكية الفكرية مرفوعة عليها.

أمام كل هذه الأسباب كان الاستحواذ هو بمثابة طوق النجاة لشركة Solar city حيث كان ماسك Musk هو من يهيمن على تحقيق عملية الاستحواذ مع تسلا Tesla، وزعم المساهمون في هذه الأخيرة أن عملية الاستحواذ كانت لتحقيق مصالح شخصية لأعضاء مجلس إدارتها وعائلاتهم، كما أن ماسك Musk باعتباره يشغل منصب رئيس مجلس إدارة Solar city، وهو في الوقت ذاته أحد المهيمنين والمسيطرين داخل مجلس إدارة تسلا Tesla، فقد استخدم سيطرته لتحقيق عملية الاستحواذ، وهذه إحدى القرائن على تحقيق المصلحة الشخصية دون النظر إلى مصلحة المساهمين في تسلا Tesla.

وقد قررت المحكمة العليا رفض الدعوى على اعتبار أن: «تصويت المساهمين بالموافقة على الصفقة يمكن أن يحرر مجلس الإدارة فعلياً من مطالبات المسؤولية عندما لا تنطوي الصفقة على مساهم مسيطر». فالأغلبية الساحقة من المساهمين قد صوتت بالموافقة على عملية الاستحواذ. هذا بالإضافة إلى أن ماسك Musk لم يكن يملك سوى 1,22% من أسهم تسلا Tesla، و 9,21% من أسهم Solar City وقت تنفيذ عملية الاستحواذ.

ولكن التساؤل الذي يثور متى يكون المساهم المالك مسيطراً؟ فهذه القضية لجأت المحكمة العليا إلى معيار Kahn الذي على أساسه يحدد متى يكون المساهم مسيطراً وهي كالاتي:

1- في حال أن يمتلك المسيطر أكثر من 50% من الأسهم.  
2- أو يمتلك أقل من 50% من الأسهم لكنه يتحكم بقرارات الشركة.

وبهذا فقد انضح للمحكمة بعد التحري والتدقيق أن ماسك Musk يمتلك أقل من 50% من الأسهم إلا أنه يتمتع بهيمنة على المجلس، مما أدى إلى تنفيذ عملية الاستحواذ على خلفيته المسيطرة داخل الشركة المستحوذة والمستهدفة، وبهذا ستكون مزاعم المساهمين بشأن الادعاء على ماسك Musk أنه كان يبتغي تحقيق مصلحة من تنفيذ عملية الاستحواذ، إلا أن المتحدث باسم تسلا Tesla عبّر عن رفضه للحكم في قوله: «من المهم التأكيد على أن هذا كان اقتراحاً للإقالة حيث طلب من المحكمة أن تنظر في جميع المزاعم التي تم تقديمها في الشكوى».

وبهذا نخلص إلى القول بأن من الواجبات الائتمانية على أعضاء مجلس الإدارة تحقيق الحماية الكافية للمساهمين، والعمل على تنفيذ مصالحهم دون النظر إلى المصلحة الخاصة، وفي هذه القضية كان عضو مجلس الإدارة في الشركة المستحوذة هو رئيس مجلس إدارة الشركة المستهدفة، وهذا يؤدي إلى تعارض مصالح بينهما، وهو انتهاك أيضاً لقانون حوكمة الشركات والإدارة الرشيدة للشركة التي تعتمد على معياري الإفصاح والشفافية»، مشار إليه لدى: د. أحمد حسن وسمي بنينان، مرجع سابق، ص 230. وانظر أيضاً:

Michael Homer, Did Tesla Breach hits fiduciary duty to shareholders SolarCity acquisition, Berkeley University of California, 3 April 2018.

فصورة تعارض المصالح بين المساهمين منبتها أنّ هناك خلطاً بين مصلحتين: مصلحة الشركة من ناحية، ومصلحة المساهمين من ناحية أخرى، لذلك فإن وصفها يتعارض مع منهج الإدارة. وللوقوف على حقيقة الأمر، يجب النظر إلى ما تسعى إليه الشركة منذ إنشائها هل هي مصلحة الشخص الاعتباري أو مصلحة المساهمين فيها، وهناك دلالات على هذا التساؤل حيث تكون جميع القرارات أو التصرفات المتعلقة بالإدارة والاستثمار غايتها الوحيدة هو تحقيق مصلحة المساهمين، وقد تكون غايتها كشخص اعتباري هو ازدهار المشروع الذي تقوم الشركة على تحقيقه، لذا فإنه يجب في إطار إنفاذ عملية الاستحواذ تحقيق أي من المصلحتين عند اتخاذ هذا القرار تلافياً لتعارض المصالح<sup>(38)</sup>.

إلا أنه في الغالب الأعم قد تعلق مصلحة الشركة على مصالح المساهمين فيها، ولكن قد بات الأمر مختلفاً في عمليات الاستحواذ عن طريق الشراء، وذلك لعدم الارتباط بالأعمال الخاصة بالشركة، وإنما الأمر يتعلق برأس مال الشركة المستهدفة، وبذلك فنحن من جانبنا نرجح مصلحة المساهمين باعتبارهم هم المحل - مالكو الأسهم - في عملية الاستحواذ، كونهم مالكي الأوراق والأسهم التي يتم استهدافها من قبل الشركة المستحوذ.

يخلص القول إلى أن معظم القرارات المتخذة في إطار إنفاذ عملية الاستحواذ، سواء المتخذة من تقديم عرض الاستحواذ أو المتخذة من قبل المتدخلين في عملية الاستحواذ، وسواء لإنجاز العملية أو لعرقلة إتمامها تكون جميعها متخذة للتوازن بين مصالح متعارضة، وهذه المصالح إما خاصة بالشركة مقدمة العرض أو خاصة بالشركة المستهدفة، ومن ناحية أخرى مصالح المساهمين في الشركة المستهدفة ومصالح السوق الذي تتم فيه عملية الاستحواذ<sup>(39)</sup>.

لذا ونظراً لكل هذا التعارض في المصالح؛ نجد أنّ المشرع الكويتي قد أصاب في تطلبه للكثير من المعايير على الوجه العام والخاص لإتمام عمليات الاستحواذ، فقد طلب نوعاً من الشفافية وحرية المنافسة، وذلك في سبيل المحافظة على نزاهة السوق واستقراره، وقد وُضِع الكثير من القواعد الحاكمة لإيجاد حد للموازنة بين مصالح جميع الأطراف في عملية الاستحواذ، وقد أكد المشرع الكويتي من ناحية أخرى حرصه الشديد على أقلية المساهمين والاهتمام بتحقيق مصالحهم على كل الأوجه، هذا بالإضافة إلى تأكيده على حرية المساهمين في الشركة المستهدفة وعدم إجبارهم على الموافقة على إنفاذ الاستحواذ، كما منحهم - كما ذكرنا - مدة لسحب القرار أو الرجوع فيه بشأن إتمام تلك العملية.

(38) د. أحمد حسن وسمي بنيان، مرجع سابق، ص 253.

(39) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، مرجع سابق، ص 226 وما بعدها.

## المبحث الثاني

### أثر الاستحواذ على الشركات المستحوذ عليها إدارياً ومالياً وآلية حماية أقلية المساهمين

لا مرأى في أن الاستحواذ بعملياته هو طوق النجاة بالنسبة للخروج من دائرة التعثر، وقد يظهر من استخدام هذا اللفظ (التعثر) للوهلة الأولى أن حديثنا دائر عن الإفلاس، ولكن إذا كان القانون بقواعده التنظيمية قد يحقق التوازن بين الأطراف وحماية حقوقهم، فالإدارة بمعاييرها الفنية هي الصبغة الحقيقية لتحقيق مراد القانون. فالتعثر الذي نعنيه هنا هو المفهوم الواسع، أي الإصلاح الذي يأتي كنتاج إيجابي لإنفاذ عملية الاستحواذ، وهذا ما حدا بالمشروع الكويتي إلى إيجاد نصوص تتفق مع منطق تطور الحياة الاقتصادية مع الحفاظ على حقوق المساهمين بالشركة المستهدفة من هذه العملية.

وقد يأتي الإصلاح الإداري داخل الشركة المستهدفة، سواء بإحلال مجلس إدارة جديد، أو بإنهاء عمل بعض المديرين الذين يمثلون عبئاً دون فائدة، وذلك باللجوء إلى المهارات الفنية أو غيرها من الطرق التي سوف نوضحها. وقد يكون الإصلاح للهيكلة المالي للشركة سواء بإعادة هيكلة، أو باستخدام بعض التدابير الوقائية لحماية الشركة المستهدفة، هذا بالإضافة إلى حماية أقلية المساهمين وحقوقهم أثناء تنفيذ عروض الشراء بالنسبة للشركة المستهدفة، وسوف نوضح هذا في مطلبين: نتناول في المطلب الأول أثر الاستحواذ على التعثر الإداري والمالي للشركة المستهدفة. أما المطلب الثاني فيركز على أثر الاستحواذ على مشاركة أقلية المساهمين.

### المطلب الأول

#### أثر الاستحواذ على التعثر الإداري والمالي للشركة المستحوذ عليها

يُعد إنفاذ عملية الاستحواذ ذا أثر إيجابي في إصلاح الجهاز الإداري بالنسبة للشركة المستهدفة والمساهمين فيها، وذلك لأن هذه العملية تقوم منذ نشأتها على فكرة التكامل بين المشروعات، ففي بعض الأحيان يكون مقدم عرض الشراء شركة مساهمة تعمل في مجال ما، فتلجأ إلى فكرة الاستحواذ من أجل تحقيق بعض الأهداف التي تبتغيها في شركة أخرى تساعدها على إتمام هذه الأهداف، وهي في سبيل ذلك قد تعيد هيكلة الشركة المستهدفة، مما يستتبع معه بعض الآثار الإيجابية التي تترامى على أصول الشركة واستراتيجياتها من ناحية، وعلى المساهمين فيها من ناحية أخرى.

وقد تتبع الشركة مقدمة العرض ترسيخاً لفاعلية مبادئ الإدارة الرشيدة، وذلك كدلالة على تعزيز الثقة والمصداقية في عرض الاستحواذ كالإفصاح والشفافية والمساواة والعدالة والنزاهة والحفاظ على حقوق المساهمين وأصحاب المصالح في الشركة المستهدفة. كما أن النفع الحقيقي في إتمام عملية الاستحواذ، هو ما قد يحققه المساهمون من ربح مالي يظهر في ارتفاع قيمة الأسهم بعد إحكام السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة، ولعل من ضمن الآثار غير المباشرة لهذه العملية هو حث المديرين على الابتعاد عن الإدارة السيئة وتحقيق مصالح المساهمين.

وبذلك فإنّ عروض الاستحواذ قد تساعد في تحسين الرقابة أو الإشراف على المشروعات المستهدفة، من خلال تركيز الأسهم في أيدي فئة قوية ومستقرة، مما يستتبع معه تطوير تلك المشروعات وزيادة إنتاجها، ولما لهذا من آثار على زيادة قيمة السهم في سوق الأوراق المالية.

ولا يخفى أنّ التغيير في تركيبة المساهمين سيستتبع بالضرورة تغييراً في تشكيل وتركيبه صناع القرار داخل الشركة، مما يدفعها إلى التوسع في أنشطتها وتحقيق المزيد من الأرباح بعد أن كانت تحقق المزيد من الخسائر. فقد يكون لإدخال النظم الحديثة في الإدارة والإنتاج فائدة ليس لصالح المساهمين في الشركة المستهدفة فقط، بل لأبعد من ذلك وهو تحقيق الصالح للاقتصاد القومي للبلاد، لهذا فقد وصف بعض الفقه الفرنسي ظاهرة عروض الشراء بأنها الظاهرة الإيجابية التي تؤدي إلى حلول شركات نشطة محل شركات خاملة، هذا إضافة لإصلاح الجهاز الإداري للشركة المستهدفة بإعادة هيكلتها مرة أخرى، مما يجعلها أكثر قدرة على مواجهة المنافسة في الأسواق العالمية<sup>(40)</sup>.

ومن الجدير ذكره، أنّ إنفاذ عملية الاستحواذ يؤدي إلى تغيير الإدارة القديمة في الشركة المستحوذ عليها، وهذا هو الإصلاح الحقيقي الذي يُنفذ من خلال إحلال إدارة أكثر فاعلية وذلك عن طريق الرقابة والالتزام والتدقيق حسب الخطط الموضوعية وفقاً لما تقتضيه القوانين والأنظمة السائدة.

فامتلاك الخبرة الإدارية التي تنهض بالشركة المستهدفة بعد إتمام الاستحواذ، قد يترتب عليه استبعاد المشروعات الضعيفة سيئة الإدارة، وانتقالها إلى سيطرة محكمة من قبل المستثمرين الجدد، (الشركة المستحوذة). ومن ضمن أوجه الإصلاح في هيكل الشركة المستهدفة هو التخلص من بعض الوظائف المتداخلة التي لا يكون لها أي أثر إيجابي على الشركة سوى أنها تكلف الشركة وتزيد من أعبائها، وينتج عن هذا بشكل غير مباشر

(40) Marianne Haschke – Dournauk, Chronique de droit Financier No IV (Ire Partie), PA, 26 avril 2004, p. 10.



اهتمام مديري الشركة المستهدفة بالعمل على زيادة كفاءة وإدارة الشركة بطريقة صارمة من أجل تحاشي تدني سعر سهم الشركة في البورصة، ومن ثم تتخلص من مجلس الإدارة الذي يفتقد الكفاءة ويذهب بالشركة إلى نزييف من الخسائر<sup>(41)</sup>.

هذا بالإضافة إلى الإصلاح الذي يأتي نتيجة إعادة هيكلة رأس المال في الشركة المستهدفة، لأنه قد يهدف مقدم عرض الاستحواذ إلى إدخال مساهمين جدد مالكن لغالبية رأس المال أو حقوق التصويت، وبهذا يتم توزيع حقوق التصويت في الشركة المستهدفة بطريقة قانونية وبرضاء غالبية المساهمين على حقوق الأقلية منهم، وهذا ما حدا بالفقه لوصف تلك الحالة بأن المشروعات التي وصلت مرحلة النضج أو الشيخوخة تسعى إلى الاندماج المالي وإلى التقارب مع المشروعات الجديدة التي لديها آفاق نمو كبير، أو دخول الشركة المستهدفة كشركة تابعة تحت لواء مجموعة الشركات<sup>(42)</sup>. فبذلك قد يكون بيد الإصلاح الإداري الخروج من التعثر الذي قد يقلل من احتمال إفلاس الشركات، بل قد يزيد من درجة التحرير المالي الذي من شأنه أن يدعم سلامة ومثانة المركز المالي للشركة، والتخلص من القيود وتحقيق الاقتصاديات القوية<sup>(43)</sup>.

ومن بين الأدوات التي استخدمتها معظم التشريعات المقارنة للإصلاح الإداري في الشركة المستهدفة، هو إخراج المدير من صنع القرار الخاص بالاستحواذ، ويعد هذا منهجاً صحيحاً وصائباً للوصول إلى توازن ملموس بين جميع الأطراف، لأنه بالنظر الفاحصة إلى المدير في الشركة المستهدفة، فهو أكثر الأطراف تضرراً بإنفاذ هذه العملية، ومن زاوية أخرى قد يكون له مصلحة إيجابية من إتمام هذه العملية، لهذا فإنّ خروجه من هذه الدائرة من شأنه إيجاد توازن ملموس، وهذا هو ما حرص عليه المشرع الكويتي حينما أحال مثل هذه القرارات إلى غالبية أعضاء مجلس الإدارة لإتمام الاستحواذ.

ومن الملاحظ أن العلة الحقيقية وراء خروج المدير من صنع قرار الاستحواذ، هو تحقيق للتدابير الوقائية الرامية إلى حماية مصلحة الشركة والمساهمين فيها من دون أي تأثير إيجابي أو سلبي. وفي هذا الاتجاه يثير الفقه الأمريكي<sup>(44)</sup> تساؤلاً: هل يجوز في حالة قبول الإدارة لعرض الاستحواذ، وقد بدأت بالفعل عملية بيع الأسهم والتي يملكها أعضاءها بترك أقلية المساهمين الذين رفضوا البيع في إطار عرض الشراء ووضعهم تحت رحمة المستحوذ إذا نجح في إنفاذ العملية؟

(41) Wu Jianduan and Xu Lining, Corporate Takeovers: Legal Aspects of Takeovers Among Chinese Airlines, Journal of Air Law and Commerce, vol. 68, 2003, p. 584.

(42) د. حسين فتحي، مرجع سابق، ص 52.

(43) د. طارق محمود عبد السلام السالوسي، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 83.

(44) Edwin L. Miller JR., Mergers and Acquisitions, John Wiley and Sons, Inc., 2008, p. 272.

يرد الفقه على هذا بأنه لمجلس إدارة الشركة المستهدفة وسائل لإجهاض عرض الشراء بقصد الاستحواذ، ما دامت في غير مصلحة الشركة ومصلحة المساهمين فيها، وهذا إذا كانت الأسعار المعروضة لشراء الأسهم منخفضة بشكل كبير عن القيمة الحقيقية للسهم. تجدر الإشارة إلى أن هناك حالة يجوز فيها أن يبرر مجلس إدارة الشركة المستهدفة اعتراضه على إنفاذ عملية الاستحواذ، وذلك عن طريق إفصاحه بأن بقاء الشركة مستقلة يحقق لها نفعاً في المستقبل، أو أن الشركة صاحبة عرض الشراء لديها ديون كثيرة، ويعتقد وبشكل شبه يقيني أن خدمة هذه الديون ستحملها في النهاية أصول الشركة المستهدفة لو نجحت عملية الاستحواذ. لذلك فإن القضاء الأمريكي<sup>(45)</sup> قد اتفق على ضرورة أن يكون قرار مجلس الإدارة بالموافقة أو الرفض لعرض الاستحواذ منحصراً في ثلاث غايات:

- 1- يجب أن يكون منسجماً مع التهديد الذي يواجه الشركة المستهدفة إن وجد هذا التهديد.
- 2- أن يتفق مع رغبة معظم المساهمين في الشركة.
- 3- أن يكون تحقيق مصلحة الشركة والمساهمين هو الهدف.

ونلاحظ أن المشرع الأمريكي لم يراع من وراء تلك المعايير الحاسمة مصلحة الشركة والمساهمين فيها فقط، بل ذهب إلى أبعد من ذلك حين قرر مراعاة الأهداف الاقتصادية للدولة<sup>(46)</sup>، ونأمل من مشرعنا أن يأخذ بتلك المعايير ويصيغها بشكل ملزم لإيجاد روح من التوازن بين الأطراف من ناحية، ولتحقق الغاية الاقتصادية لدولة الكويت من ناحية أخرى.

ومما سبق قد يثور التساؤل بشأن: هل تحقيق السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة قد يؤدي إلى إنهاء لوجودها القانوني أم لا يؤثر عليها إلا بإعادة الهيكلة وحلول إدارة جديدة تديرها وفقاً لآليات واستراتيجيات الإفصاح والمساواة بين المساهمين وغيرها؟

من المتفق عليه أن تحقيق السيطرة هو النتيجة الفعلية للموسسة لعملية الاستحواذ، ذلك باعتباره هو الهدف الأساسي من عرض الاستحواذ العام لشراء الأسهم بالنسبة لمقدم العرض، وعلى اعتبار أن السيطرة هي نتيجة يكون من شأنها أن تعيد تشكيل مجلس الإدارة وتتحكم في التصويت داخل الجمعيات العمومية التي من خلالها تصنع القرارات المصيرية في الشركة المستحوذ عليها، وقد يكون هذا كله دون تضحية بالشخصية

(45) د. حسين فتحي، مرجع سابق، ص 249.

(46) Laura femino Ex Ante, Review of Leveraged Buyouts, the Yale Law Journal, 123:1830, (2014), p. 1834.

المعنوية للشركة المستهدفة، بل تظل مستمرة وقائمة على مزاولة الغرض الذي أنشئت من أجله، ولكن مع إبراز بعض التعديلات على السياسات الصناعية والمالية لها، وذلك من أجل كفاءة إنتاجية أكثر فاعلية داخل الأسواق.

ونلاحظ أن هذا ما يميز الاستحواذ عن الاندماج<sup>(47)</sup> فقد تتحقق وسائل السيطرة في هذا الأخير من خلال زوال الشخصية المعنوية للشركة المندمجة أو مزجها في الشركة الدامجة، على عكس الاستحواذ الذي تظل الشركة المستحوذ عليها فيه متمتعة بالشخصية القانونية وبذمتها المالية، بل وإلى أبعد من ذلك مثل الحفاظ على أصولها ومحاولة زيادتها والاهتمام بالعمالة وأصحاب المهارات الفنية وغيرهم، وقد يتحقق نتيجة ذلك ثقة العاملين والدائنين الذين يخشون في الحالات الأخرى للسيطرة التضحية بمصالحهم، وقد أكد البعض<sup>(48)</sup> أيضاً على أنه ليس هناك أثر من الاستحواذ على جنسية الشركة المستحوذ عليها، فتحفظ بجنسيتها وتخضع لأحكام القانون الوطني، وهذا من شأنه أن يقلل من الآثار الضارة والمعارضة الوطنية للاستثمارات الأجنبية.

وعلى ذلك ينتهي القول بأنه لا مساس بالوجود القانوني للشركة المستهدفة (المستحوذ عليها)، بل تظل متمتعة بكافة الحقوق القانونية والمالية وتستمر في مزاولة الغرض الذي أنشئت من أجله. ولكن هذا قد يثير تساؤلاً آخر، هل يجوز إنفاذ عملية الاستحواذ وهي في دور التصفية أم أن القانون لا يسمح باتخاذ مثل هذه القرارات في تلك الفترة؟

بداية سوف ننوه مجازاً عن فكرة الانقضاء أي انحلال الرابطة القانونية التي تجمع جميع الشركاء المؤسسين لها في ظل شخصية قانونية مستقلة تجعلها أهلاً لاكتساب الحقوق والتحمل بالالتزامات باعتبارها كياناً قانونياً واقتصادياً مستقلاً عن الشخصية القانونية للشركاء فيها<sup>(49)</sup>، وحتى لا نخوض في أسباب الانقضاء العامة والخاصة، فسوف ننتقل إلى الأثر الحتمي من جراء الانقضاء وهو زوال الشخصية المعنوية الذي يستوجب حصراً لموجوداتها وتحديداً لخصومها، وتحصيل ما لها من حقوق، والوفاء بما عليها من التزامات. وبالرغم من أن تلك الفترة «التصفية» تعتبر من الفترات العصبية في حياة الشركة، وذلك بسبب انقطاع وتوقف نشاطها الاقتصادي إلا أنها تظل شخصاً معنوياً قائماً من المنظور القانوني<sup>(50)</sup>.

(47) د. سمير برهان راغب، مرجع سابق، ص 50.

(48) نورة حزام عواض المطيري، مرجع سابق، ص 23.

(49) د. محمد فريد العريني، القانون التجاري، ج2، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1995، ص 82.

(50) M. Cozian et A. Viandier, Droit des Sociétés, 2e éd., Litec, Paris, 1990, p. 164.

مشار إليه لدى: د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، 2013، ص 551.

وعلى ذلك فإنّ المشرع الكويتي قد رد على هذا التساؤل، ولكن في موضع آخر وهو قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 ولائحته التنفيذية، حينما أجاز للشركات الاندماج أثناء فترة التصفية، ولكن بعد استيفاء الشروط والضوابط المطلوبة لذلك<sup>(51)</sup>.

وعلة المشرع في هذا، أنّ أعمال التصفية قد تستغرق وقتاً طويلاً مما يستتبع احتفاظها بقدر من الشخصية الاعتبارية للقيام ببعض التصرفات القانونية لإنهاء إجراءات التصفية، ولعل هذا القدر الذي منحه المشرع للشركة في دور التصفية يعطيها الحق في إبرام بعض التصرفات القانونية النافذة على الرغم من أن صناعة القرارات في هذه المرحلة من حياة الشركة قد تكون بيد المصفي، فقد يتخذ تصرفاً قانونياً يهدف إلى تجميع مجموعة من الشركات تحت سيطرة وسلطة شركة واحدة يتمكن من خلالها المحافظة على الكيان القانوني للشركة المتعثرة والمهددة بالانقضاء نتيجة لعدم قدرتها على الوفاء بالالتزامات المفروضة عليها، وعجزها التقني في تحقيق الغرض الذي أنشئت من أجله، مما يؤثر سلباً على الشركة كمشروع اقتصادي<sup>(52)</sup>، إلا أنه يحقق كثيراً من النفع على مستوى الشركة والمساهمين والعاملين فيها وما تقوم به هذه الشركة من دور مهم ذي أثر على التنمية الاقتصادية للبلاد<sup>(53)</sup>.

من أجل تلك المبررات، فقد سمح القانون الكويتي بإبرام تصرف مثل الاندماج في تلك الفترة من حياة الشركة المتعثرة مالياً وإدارياً، وذلك من خلال إدماجها في غيرها، والذي قد يساعد في إعادة هيكلتها المالية والإدارية وفقاً لأدوات النظم الإدارية الحديثة في إطار القوانين واللوائح. ولعل المشرع قد أحسن صنعاً بهذا الاتجاه الذي يعطي فرصة حقيقية للشخصية المعنوية المهددة بالانقضاء لبث روح جديدة تنعشها مرة أخرى داخل الأسواق التجارية.

ومن ثم نستطيع أن نلجأ إلى بعض الأسس القانونية التي تعرفنا عليها من المشرع الكويتي وغيره من النظم المقارنة، وهو ما يعرف بالقياس القانوني، فإذا كانت مسألة

(51) قضت المادة (255) من القانون رقم 1 لسنة 2016 بأنه: «يجوز للشركة، ولو كانت في دور التصفية، أن تندمج في شركة أخرى من ذات شكلها القانوني أو من شكل آخر، ويكون الاندماج...».

(52) أشار جانب من الفقه إلى أنّ هناك أثراً سلبياً قد يتحقق من جراء عملية الاستحواذ، وذلك بسبب النتيجة التي تتحقق من عروض الشراء، لأن من شأنها تعديل في الهيكل الإداري للشركة المستهدفة، مما يؤدي إلى تسريح الموظفين فيها، وهناك إشكالية عملية ظهرت حين إتمام عملية الاستحواذ على الشركة الوطنية للاتصالات «الشركة المستهدفة» من قبل شركة كيوتل القطرية «الشركة المستحوذ» لأنها قامت بإنهاء عمل ما يقرب من ستين موظفاً كويتياً. انظر في ذلك: نورة حزام عواض المطيري، مرجع سابق، ص 88.

(53) د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، مرجع سابق، ص 553؛ د. حسني المصري، اندماج الشركات وانقسامها: دراسة مقارنة بين القانون الفرنسي والقانون المصري، دون ناشر، القاهرة، 1986، ص 136 وما بعدها.

اندماج الشركة في دور التصفية مسموحاً بها كما ورد بنص المادة (255) من القانون رقم 1 لسنة 2016، فقد يكون من شأن إنفاذ عملية الاستحواذ الأثر نفسه، وذلك لأن الاستحواذ ليس سوى عقد يبرم بين الشركة المستحوذة والشركة الأخرى التي تمر بتعثر مالي وإداري، وهو ما أطلق عليه الفقه: الشركة المستهدفة، وذلك للمحافظة على نشاط هذه الأخيرة وتحقيق الغرض الحقيقي الذي أنشئت من أجله، لاسيما وأن هناك الكثير من النتائج التي قد تتحقق بالنسبة للمساهمين في تلك الشركة المستهدفة، فزيادة الإنتاج في الأسواق التجارية قد يكون له أثر على زيادة القيمة الاسمية للسهم، هذا بالإضافة إلى مساعدة الاقتصاد القومي وتنميته وترويجه بشكل غير مباشر داخل الأسواق المالية، فيمكننا أن نصف إنفاذ عملية الاستحواذ بأنها اليد الخفية التي تبث الروح داخل الشركة المستهدفة لتعيدها إلى الحياة التجارية والأسواق العالمية.

تجدر الإشارة إلى أنه - من زاوية أخرى - قد يكون هناك أثر للاستحواذ على التعثر المالي في الشركة المستهدفة، وذلك بسبب الإشكاليات التي تواجه الهيكل المالي عموماً عند إتمام هذه العملية، لذا فسوف نوضح بداية أثر الاستحواذ على الذمة المالية من ناحية، ثم نسلط الضوء على الآثار المترتبة بالنسبة لدائني الشركة المستهدفة، وبجانب كل هذا سوف نثير فكرة التدابير الوقائية التي حرص عليها المشرع لحماية الشركة المستحوذ عليها أثناء إتمام هذه العملية.

من المتفق عليه سلفاً، أنه لا مجال لتطبيق فكرة الخلافة المعترف بها في عمليات الاندماج التي تقوم على تنازل أو انتقال أصول الشركة المندمجة إلى الدامجة، فالاستحواذ يبقى على الشخصية المعنوية للشركة المستهدفة أي تظل مالكة لأصولها وموجوداتها، فلا يعتبر تغيير الشركاء (أعضاء مجلس الإدارة) في الشركة المستهدفة عن طريق التنازل عن الأسهم دليلاً بذاته على إخفاء التصرف في أصولها ما دامت السيطرة على تلك الشركة قد تمت من خلال عروض الشراء بقصد التملك، فإن من النتائج المترتبة على استمرار الشخصية المعنوية للشركة المستهدفة أنها تظل متمتعة بالذمة المالية بما لها من حقوق وما عليها من التزامات.

ومن مظاهر تمتعها بالذمة المالية، أنه لا يتم شطبها من القيد بالسجل التجاري على الرغم من ضرورة توثيق عقد الاستحواذ والتأشير في السجل التجاري بتغيير شكلها القانوني الذي لحق بالشركة، سواء من تغيير في نمط الملكية أو إعادة الهيكلة الإدارية، وأيضاً لا مساس بسجلات ملكية الأوراق المالية، هذا بغض النظر عن تغيير الأنصبة بالنسبة للمساهمين.

ولكن التساؤل الذي يثور هنا إذا كانت الشركة المستهدفة ما زالت محتفظة بقدر من الشخصية المعنوية والذمة المالية، فهي بذلك مسؤولة عن دفع الديون الناشئة قبل عملية الاستحواذ، فهل يمكن أن تنعقد مسؤولية الشركة المستحوذة بعد إنفاذ عملية الاستحواذ على اعتبار أنها أصبحت المسؤولة والمتحكمة في إدارة الشركة المستهدفة إذا كانت موجودات وأصول هذه الأخيرة غير كافية لسداد الدين؟

بداية سوف ننوه برأي القانون الفرنسي في هذا الشأن، حيث ذهب المشرع في قانون إنقاذ المشروعات المتعثرة رقم 26 لسنة 2005 إلى أن هناك إلزاماً لأعضاء مجلس الإدارة بسداد كامل الديون متى وضعت الشركة تحت التصفية القضائية، هذا دون النظر إلى ما إذا كانت موجودات الشركة كافية لسداد الدين من عدمه. ويجد هذا الالتزام أساسه في نص المادة (131)<sup>(54)</sup>، وهو مساهمة أعضاء مجلس الإدارة بأفعالهم المنصوص عليها في هذه المادة في توقف الشركة عن سداد ديونها، بل اعتبر المشرع الفرنسي أن ارتكاب فعل واحد يكفي لإلزام الفاعل بسداد الدين<sup>(55)</sup>.

وبوضع هذا النص على عملية الاستحواذ، فيكون أعضاء مجلس إدارة الشركة المستحوذة مسؤولون عن سداد الديون في الشركة المستهدفة ما دام قد توافر بشأنهم أي من الأفعال المنصوص عليها في نص المادة (131)، وهذا يعتبر جزاءً وليس تعويضاً، لأن المبلغ الذي يلزم المستحوذ بدفعه ليس مرتبطاً بعدم كفاية أصول الشركة، ولكنه مرتبط بمدى إسهام هذه الأفعال في توقف الشركة عن دفع ديونها.

ويمكننا بالنسبة للمشرع الكويتي الرجوع إلى القواعد العامة، أي انعقاد المسؤولية العقدية متى توافرت أركانها، وذلك لأن الشركة المستحوذة هي المدير أو المتحكم في إدارة الشركة المستهدفة، ولكن نحن نرى أنها لا تسأل إلا بقدر مساهمتها في الشركة

(54) تنص المادة (131) من قانون إنقاذ المشروعات الفرنسي رقم 26 لسنة 2005 على أنه: «يجوز للمحكمة أثناء سير إجراءات التصفية القضائية أن تحكم بإلزام أحد المديرين القانونيين أو الفعلين للشخص المعنوي بكل أو بجزء من ديون هذا الأخير إذا ثبت أن هذا المدير قد ساهم بأحد أخطائه التالية في توقف الشركة عن الدفع:

- 1- إذا تصرف في أموال الشركة كما لو كانت أمواله الخاصة.
- 2- إذا مارس تحت ستار الشركة أعمالاً تجارية لحسابه الخاص.
- 3- إذا تصرف في أموال الشركة أو أئتمنها بطريقة تخالف غرضها، ومن أجل تحقيق مصلحته الشخصية، أو مصلحة شخص معنوي آخر، أو مصلحة مشروع له فيه مصلحة مباشرة أو غير مباشرة.
- 4- إذا استمر متعسفاً لتحقيق مصلحته الشخصية في الاستغلال المدمر الذي لا يؤدي إلا إلى توقف الشخص المعنوي عن الدفع.
- 5- إذا أخفى أو اختلس كلاً أو جزءاً من أصول الشركة، أو رفع غشاً أصول هذه الشركة».

(55) P. Didier, Droit commercial - l'entreprise en difficulté, T. 5, Thémis, P.U.F., Paris, 1995 - p. 282.

المستهدفة فقط، وذلك من خلال تقدير القيمة الاسمية للأسهم التي تملكها الشركة المستحوذة في المستهدفة<sup>(56)</sup>.

وبالنسبة لأثر الاستحواذ على الدائنين في الشركة المستهدفة، فقد وصف الفقه عقد الاستحواذ بأنه رابطة تبعية بين الشركتين وتعتمد على تحقيق فكرة التركيز الرأسمالي القائم على مبدأ حرية الإرادة لأطراف الاتفاق، وهذا تأكيد لما سبق قوله من أنه ليس إلا تغييراً للشكل القانوني للشركة المستحوذ عليها<sup>(57)</sup>، لذا فقد حرص معظم التشريعات على توفير الحماية الكافية للدائنين وعدم الإخلال بحقوقهم. وقد أولى المشرع الكويتي اهتمامه بهذه المسألة في القانون رقم 1 لسنة 2016 الخاص بالشركات التجارية، فقد نصت المادة (252) منه على أنه: «لا يترتب على تحول الشركة اكتسابها شخصية اعتبارية جديدة، وتظل محتفظة بما لها من حقوق وما عليها من التزامات سابقة على التحول...».

فبالقياس - كما ذكرنا سلفاً - لا مساس بالشخصية الاعتبارية والذمة المالية في حالة إنفاذ عملية الاستحواذ، وهذا يمثل ضماناً بالنسبة للدائنين في الشركة المستهدفة، لأنها سوف تظل مستمرة في الوفاء بالديون، وذلك لأنه ليس هناك أي مساس بالحقوق العينية والتبعية المنشئة لضمان الوفاء بحقوق أصحاب الديون القائمة حتى بعد انتقال السيطرة والتحكم في الإدارة إلى الشركة المستحوذة.

وإزاء هذه الضمانات، فقد حرص المشرع الفرنسي على أن يكون للدائنين الحق في إبداء الاعتراض على انتقال الذمة المالية من الشركة المستهدفة إلى الشركة المستحوذة، وهنا يقع الالتزام على هذه الأخيرة في أن تقوم بتقديم ضمانات جديدة للدائنين أو بتعجيل الوفاء بالديون، وتعد هذه ضمانات لحماية الدائنين وعدم الإخلال بحقوقهم<sup>(58)</sup>.

وفي ضوء ذلك، نخلص إلى القول بأن المشرع الكويتي كان حريصاً منذ البداية على حماية جميع الأطراف في حال إنفاذ عقد الاستحواذ بين الشركتين، وقد ظهرت تلك التدابير الوقائية في أكثر من موضع، ولعل ما يخصنا هنا أنه يمكننا القول بأنه إذا كان لا مساس للشخصية المعنوية والذمة المالية للشركة المستهدفة (المستحوذ عليها) بعد إنفاذ عقد الاستحواذ، فهذا بذاته دلالة كافية على حماية الدائنين.

(56) هناك جانب من الفقه أكثر تشدداً فلا يكتفي بالمسؤولية المحدودة، بل يتجاوزها بمسألة الشركة المستحوذة بشكل تضامني مع الشركة المستحوذ عليها، فتسأل في جميع أموالها الخاصة أي بجميع ذمتها المالية، ومبررهم في هذا اعتبار هذه الشركة المستحوذة هي المتحكمة في إدارة الشركة المستهدفة. انظر: د. أحمد حسن وسمي بنيان، مرجع سابق، ص 327.

(57) د. حسام عيسى، الشركات متعددة القوميات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1999، ص 417.

(58) د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، مرجع سابق، ص 597 وما بعدها.

ونحن نرى أنه بالرجوع إلى القواعد العامة، فليس هناك خطر على الدائنين في أن يقيموا دعاويهم ضد الشركة المستحوذة، وذلك لأن هذه الأخيرة هي المسيطرة والمتحكمة في الإدارة. فالشركة المستهدفة بإنفاذ تلك العقود، تكون في مقام الشركة التابعة للشركة المستحوذة، وبهذا لا يجوز لهذه الأخيرة التنصل من مسؤوليتها، وهناك تبرير آخر هو أن الشركة المستحوذة كانت على علم كاف بالمركز المالي للشركة المستهدفة قبل إتمام عقد الاستحواذ، وبهذا فليس هناك مفاجأة بأن تكون ملتزمة بالوفاء بالديون العالقة في رقبه الشركة المستهدفة، وأظن أن المشرع الكويتي قد أبرز هذه الصورة في أكثر من موضع حينما سمح للشركة المستحوذة أن تضع الأهداف والاستراتيجيات للنهوض بالشركة المستهدفة من خلال قواعد الإدارة الرشيدة، وفي موضع آخر في السيطرة الفعلية من الشركة المستحوذة على الشركة المستهدفة التي تكمن في الحفاظ على الكفاءات والتخلي عما يؤثر سلباً داخل هذا الكيان الاقتصادي، فمن شأن كل هذا تحقيق الإصلاح الإداري وإعادة الهيكلة وأيضاً الإصلاح المالي للخروج من دائرة التعثر<sup>(59)</sup>.

وبالنسبة لمديني الشركة المستحوذ عليها (المستهدفة) فإن بقاء استقلالها المالي والإداري ينتج عنه بقاء العقود والتعهدات التي أبرمتها مع الغير بما يترتب عليها من آثار، ومن الأمثلة التي ساقها الفقه في هذا الشأن بأنه لا يحق لمؤجر العين المستأجرة والملوكة للشركة المستهدفة أن يتمسك بالأحكام المقررة للمؤجر في حال التنازل عن العين المؤجرة، وذلك لأن هذه العين لم تنتقل ملكيتها إلى شخص آخر، فما زالت العلاقة الإيجارية وعقد الإيجار بين الأشخاص ذاتهم بعد إنفاذ عملية الاستحواذ، فهذه العلاقة لا تؤثر على الشخصية المعنوية للشركة المستحوذ عليها، ذلك لأنه لم ينشأ شخص معنوي جديد<sup>(60)</sup>.

وأخيراً، فيما يخص التدابير الوقائية لحماية الشركة المستهدفة، فقد حرص المشرع على السيطرة الفعلية في أثناء عرض الاستحواذ عليها وخلال مدة سريانه أن يلجأ مجلس الإدارة إلى استخدام السلطات الممنوحة له من الجمعية العمومية للمساهمين، إما لإصدار أسهم جديدة، وإما إلى الاستعانة بالشركات الصديقة لطرح عرض عام

(59) آثار جانب من الفقه مسألة الاستحواذ بالاقتراض الذي قد يزيد من أعباء الشركة المستحوذ عليها، وهذه تعد من سلبيات عملية الاستحواذ التي لا بد من تجنبها حتى يظل الاستحواذ أحد الضمانات بالنسبة للدائنين. انظر: د. حسين فتحي، مرجع سابق، ص 191.

(60) د. أساور حامد عبد الرحمن، اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، العراق، المجلد الثاني، العدد 6، سنة 2013، ص 43؛ د. سمير برهان راغب، مرجع سابق، ص 591.



على أسهم الشركة المهاجمة، وقد يستند مجلس الإدارة في هذا على الموافقة السابقة للجمعية العمومية غير العادية للمساهمين في حدود رأس المال المصرح<sup>(61)</sup>. وعلى ذلك، فإنه يجوز لمجلس الإدارة استغلال الرخصة الممنوحة له من قبل المشرع بإصدار كمية من الأسهم لاستخدامها في زيادة حجم ما يمليه قدامى المساهمين، أو لدخول مساهمين جدد وهذا من شأنه تكوين ضمانات في الشركة المستهدفة ضد عروض الاستحواذ.

ومن ناحية أخرى، قد يلجأ مجلس الإدارة في أثناء مدة طرح العرض على أسهم الشركة إلى المساعدات الخارجية من البنوك والشركات الشقيقة، وذلك لتنفيذ عمليات شراء منظمة على أسهم الشركة، مما يستتبع زيادة لسعر السهم في بورصة الأوراق المالية، وهذا يحقق كتدبير نتيجة إيجابية للمساهمين في الشركة المستهدفة فقد يحاول مقدم العرض أن يزيد من قيمة السهم.

وفي موضع آخر بين القانون الإنجليزي أنه في حالة الاستحواذ يجوز إدخال نظام إعادة التنظيم المالي (restructuring) وهي محاولة لإعادة هيكلة رأس المال في الشركة التي لا يدر رأس مالها العائد المناسب، أو إذا كان النظام الضريبي يستحوذ على جزء كبير من العائد. لذا وإزاء العرض المقدم للشركة المستهدفة فقد يتجه أعضاء مجلس الإدارة إلى اقتراح إعادة تنظيم رأس المال، وذلك لإدخال التعديلات الضرورية على هيكل رأس المال عن طريق تحويل الأسهم الممتازة ذات العائد الثابت إلى أسهم عادية، هذا مع ضرورة الموافقة المسبقة من قبل الجمعية العمومية للمساهمين<sup>(62)</sup>.

وفي بعض الأحيان قد يكون لدى الشركة المستهدفة احتياطات نقدية كبيرة لا تستطيع استغلالها بالشكل الذي يحقق لها عائداً، مما يجعلها محلاً للعروض العامة من الشركات المنافسة طمعاً في الاستفادة من هذا الاحتياطي، لذا فمن الأفضل أن تعاد هيكلة رأس مال الشركة وإعطاء الفرق للمساهمين في محاولة لتحسين المركز المالي للشركة، وذلك بالتخلص من الأصول السائلة التي تشجع الشركات المنافسة وتدعوها إلى التقدم بعروض الاستحواذ.

(61) أظهر المشرع الفرنسي ونظيره المصري بشأن زيادة رأس المال أنه يجوز بقرار من مجلس الإدارة زيادة رأس المال المصدر في حدود رأس المال المرخص به في حالة وجوده، يجب أن تتم زيادة رأس المال فعلاً خلال السنوات الثلاث التالية لصدور القرار المرخص بالزيادة. انظر بالتفصيل: المادة (33) من قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981، والمادة (343) من قانون الشركات الفرنسي.

(62) د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، مرجع سابق، ص 675.

## المطلب الثاني

### أثر الاستحواذ على أقلية المساهمين وحمايتهم

نوهنا في أكثر من موضع عما أضفاه المشرع الكويتي من حماية لأقلية المساهمين، وذلك من خلال الوسائل التشريعية الحاكمة التي جاء بها في قانون الشركات رقم 1 لسنة 2016، والقانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته والقواعد الصادرة من هيئة أسواق المال (قواعد حوكمة الشركات الخاضعة لرقابة هيئة أسواق المال).

ومن الأهمية أن نشير إلى أن مجلس الإدارة في الشركة المستهدفة أو الجمعية العمومية عند قيامه بمباشرة قراراته واختصاصاته باتخاذ القرارات اللازمة لتحقيق مصلحة الشركة والمساهمين فيها، يكون بناء على تصويت بالغالبية في الجمعية العمومية للمساهمين، وبهذا تعتبر آلية التصويت هي الأداة التي من خلالها تُصنع القرارات في الشركة، ولكن قد يثور التساؤل عند وجود معارضين بالنسبة للقرارات الصادرة من الجمعية العمومية للشركة فما هو مصيرهم؟ هذه هي حالة ظهور ما يُعرف بأقلية المساهمين، وقد عرّفهم الفقه بأنهم مجموعة المساهمين الذين تُفرض عليهم قرارات الغالبية في اجتماع الجمعية العمومية، لذا فأهميتهم لا تعتمد في المقام الأول على مساهمتهم في رأس المال الكلي للشركة، بل تعتمد على ما تمثله هذه المساهمة بالنظر إلى ما يمثله كل المساهمين الذين حضروا اجتماع الجمعية العمومية.

وعلى ذلك إذا كانت الغالبية في الشركة المستهدفة بالاستحواذ قد صوتت أو أبدت رغبتها في قبول أو رفض الإيجاب المقدم بخصوص عرض الشراء المطروح على أسهم الشركة، فإنّه من الواجب حماية أقلية المساهمين الذين لم يعترضوا على القرار الصادر (الاستحواذ) بالقبول أو الرفض<sup>(63)</sup>، وبهذا فإنّ المشرع الكويتي قد أرسى بعض المبادئ للشركات التجارية، وما يهمننا في هذا المقام، هو ضرورة أن تكون القرارات الصادرة من مجلس الإدارة تحقق مصلحة الشركة بوصفها كياناً قانونياً مستقلاً عن أشخاص المساهمين أو الشركاء فيها، وهذا بالإضافة إلى ضرورة ألا يكون القرار صادراً لصالح فئة من المساهمين على حساب فئة أخرى باستخدام المجاملة أو المحاباة للأغلبية، لأن هذا من شأنه الإخلال بمبدأ المساواة بين المساهمين.

(63) د. عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية، القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعيات العامة للمساهمين: دراسة مقارنة القانون المصري والفرنسي، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، مصر، 1991، ص 22.

وبهذا فإنّ المشرع الكويتي استطاع أن يبيّن لنا الأساس القانوني لحماية أقلية المساهمين في الشركة المستهدفة بالاستحواذ، وهو ضرورة الالتزام بمبدأ تحقيق المساواة بين كل المساهمين حتى لا تضار مصلحة وحقوق أقلية المساهمين بسبب استخدام الغالبية لممارسات غير مشروعة، وذلك لأن مراكزهم في الشركة قد تمكنهم من الاطلاع على أسرار الشركة والحصول على المعلومات التي تؤثر على سعر السهم في سوق الأوراق المالية، أو ذلك الناتج عن نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن وضع الشركة<sup>(64)</sup>.

لذا فإنّ إتمام عمليات الاستحواذ قد تؤدي إلى تحقيق الأهداف المرجوة بالسيطرة من الغالبية في الجمعية العمومية للمساهمين في الشركة المستهدفة، وما يترتب على ذلك من سيطرة على مجلس الإدارة سواء بتغييره أو بإحلاله، وهذا الغرض الهيمنة على القرارات الصادرة منه.

ومن ثم يثور التساؤل هل للاستحواذ أثر على مشاركة أقلية المساهمين في إدارة الشركة؟ وهل يحق لهم إبداء الاعتراض على عروض الشراء المقدمة من الشركة المستحوذة؟ وأخيراً ما هي التدابير الوقائية التي أتى بها المشرع الكويتي لإضفاء الحماية لهم أثناء إتمام هذه العملية؟

بداية تعتبر فئة أقلية المساهمين ذات دور وأثر فعالين في حياة الشركة (شركة المساهمة)، فهي تحقق الحماية الكافية لمصالح الشركاء من خلال الوسائل التي ميّزها بها المشرع، أما بالنسبة لدورها في إنفاذ عملية الاستحواذ، فقد يكون هذا الدور مختلفاً؛ إذ إنّ لها حق الاعتراض على عروض الشراء المقدمة، فقد عرفهم بعض الفقه<sup>(65)</sup> على أنّهم: «عدد من المساهمين الباقين في الشركة، والذين رفضوا بيع أسهمهم بعد نجاح عرض الشراء، واستحوذ مقدم العرض على نسبة معينة من الأسهم داخل الشركة محل العرض بنسبة تسمح بالسيطرة على إدارة الشركة».

وبالتأمل في هذا التعريف نلاحظ بأنّ فئة أقلية المساهمين هي من تمثّل دائماً الاعتراض على عروض الشراء، وذلك لأحد الأسباب الآتية «على سبيل المثال»:

- أن يكون هناك سعر مغاير للأسهم بالنسبة لكبار المساهمين دون الأقلية منهم.
- عدم توافر العلم الكافي لهم عن العرض المقدم.
- أن يكون لهم ولاء خاص لإدارة الشركة المستهدفة، وذلك لأنّها تحافظ على مصالحهم وتعمل على زيادة قيمة أسهمهم.

(64) د. محمد تنوير محمد الرفاعي، مرجع سابق، ص 311.

(65) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، مرجع سابق، ص 119.

- التخوف من أن تتوّل أسهم الشركة بعد إنفاذ العملية إلى شركة تكون للأغلبية فيها مصلحة «تعارض المصالح بين الأطراف».
- التخوف من الإخلال بمبدأ المساواة بين المساهمين بعد إتمام عملية الاستحواذ.
- عدم توافر المعلومات التي من خلالها تظهر رؤية استراتيجية للشركة وأهدافها في إنفاذ عملية الاستحواذ.

وبهذا يكون الدور الذي تقوم به هذه الفئة من التأثير على إدارة الشركة هو سبب الحماية التي أضفاها لها المشرع الكويتي، فهناك نوعان من الحماية: الأولى هي حماية عامة نص عليها الدستور وقد يكون من شأنها عرقلة تنفيذ عرض الشراء بقصد الاستحواذ<sup>(66)</sup>، والثانية حماية خاصة نص عليها القانون رقم 7 لسنة 2010 بتعديلاته، حيث ألزم المشرع المستحوذ بتقديم عرض شراء إلزامي أو إجباري للمساهمين متى ما تجاوزت ملكيته نسبة معينة<sup>(67)</sup>.

كما أنّ هناك ارتباطاً وثيقاً بين حماية أقلية المساهمين وبين قواعد الإدارة الرشيدة، فقد حرص المشرع الكويتي على إصدار بعض المواد المنظمة لهذه الحماية وتفعيل الدور الذي تقوم به هذه الفئة في إدارة الشركة، وذلك حين أصدرت هيئة أسواق المال قواعد الحوكمة، ولم يقف الأمر عند إصدار تشريعات منظمة وإجراءات وغيرها، بل حرص المشرع على إضفاء الدور الرقابي لهيئة أسواق المال على تنفيذ تلك الإجراءات والحفاظ على حقوق المساهمين وعدم المساس بها.

وتجدر الإشارة إلى أنّ لقواعد الإدارة الرشيدة (الحوكمة) دوراً في حماية الشركة من التعرض لعروض الشراء بقصد الاستحواذ، وهذا ما عرفه بعض الفقه<sup>(68)</sup> بالدور ذي التدابير الوقائية بالقول إنّه: «لو استخدمت الشركة تلك المعايير الإدارية والتزمت بتنفيذها، فهذا من شأنه أن يرفع من مستوى أداء الإدارة، ويساعد على تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والإداري التي قد تواجهها الشركة، ومن ثم تجنب اللجوء إلى عروض الشراء بقصد الاستحواذ».

تبدو المشكلة العملية التي تثور بشأن أقلية المساهمين أن تكون هناك موافقة من مجلس إدارة الشركة على عرض الشراء بقصد الاستحواذ، ثم يطرح هذا على الجمعية العمومية فما هو مصير أقلية المساهمين؟

(66) المادة (166) من الدستور الكويتي التي كفلت حق التقاضي: «حق التقاضي مكفول للناس، ويبين القانون الإجراءات والأوضاع اللازمة لممارسة هذا الحق».

(67) أضفت القواعد العامة لحماية أقلية المساهمين حين منحهم حق اللجوء إلى القضاء لرفع دعوى التعويض بسبب استعمال الأغلبية للتعسف في حقوقهم.

(68) د. سمير برهان راغب، مرجع سابق، ص 100.

من المتفق عليه أن الجمعية العمومية في شركة المساهمة هي صاحبة القرار المؤثر في حياة الشركة، ومن ثم فعروض الشراء تعرض مقدماً على الجمعية العمومية، والحديث هنا عن جمعية عمومية غير عادية تطبيقاً لنص المادة (218) من القانون رقم 1 لسنة 2016، وهذا على خلاف ما جاء بالكتاب التاسع عن الاندماج والاستحواذ وفقاً للمادة (3/9/3) التي منحت الجمعية العمومية العادية حق نظر عروض شراء المنافسة، ولم تشترط انعقاد جمعية عمومية غير عادية<sup>(69)</sup>.

وبالرجوع إلى طبيعة القرارات التي تصدر سواء من الجمعية العمومية العادية أو غير العادية بشأن عروض الشراء بقصد الاستحواذ، نلاحظ أن المشرع قد حرص على توفير حق المساهمين في الحضور<sup>(70)</sup>، وذلك لأنه حق ولا يجوز تقييده أو منعه لأي سبب، وقد أكدت نصوص القانون رقم 1 لسنة 2016 على هذا في أكثر من موضع<sup>(71)</sup>.

وبهذا فقد يندرج عن هذا الحق الذي منحه المشرع للمساهمين حق صنع القرار من خلال التصويت تحقيقاً لمصلحة الشركة، حيث إنه إذا ثبت أن ثمة مصلحة شخصية لأحد أعضاء

(69) ونحن من جانبنا لا نتفق مع ما جاء به المشرع في نص المادة (3/9/3) من الكتاب التاسع الخاص بالاندماج والاستحواذ، وذلك لأن عملية الاستحواذ هي عملية خطيرة ومؤثرة بشكل كبير على النطاق الداخلي في الشركة المساهمة، والنطاق الخارجي بشكل عام (الاقتصاد الوطني)، لذا فقد كان على المشرع كما أولى كامل الاهتمام لهذه العملية، أن يكمل ذلك في انعقاد جمعية غير عادية للنظر في أي إجراء من إجراءات عروض الشراء.

(70) حيث نصت المادة (208) من القانون رقم 1 لسنة 2016 أنه: «لكل مساهم، أيأ كان عدد أسهمه، حق حضور الجمعية العامة...»، وبهذا فلم يميز المشرع بين كبار المساهمين وصغارهم، بل ترك حق الحضور للجميع، وهذا على عكس ما جاء به نظام الشركات السعودي، حيث إنه حدد من له حق حضور الجمعيات العامة، وقد أكد ذلك نص المادة (83) التي نصت على أنه: «يبين نظام الشركة من له حق حضور الجمعيات العامة من المساهمين، ومع ذلك، يكون لكل مساهم حائز لعشرين سهماً حق الحضور، ولو نص نظام الشركة على غير ذلك. وللمساهم أن يوكل عنه كتابة مساهماً آخر من غير أعضاء مجلس الإدارة في حضور الجمعية العامة». (كما أضيفت الفترة الثالثة بالرسوم الملكي رقم م/ 23 بتاريخ 1804/6/28 هـ): «ويجوز لوزارة التجارة أن توفد مندوباً أو أكثر الحضور للجمعيات العامة كمراقبين...».

(71) نصت المادة (178) من قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 على أنه: «يتمتع العضو في الشركة بوجه خاص بالحقوق التالية: 1- قبض الأرباح والحصول على أسهم المنحة التي يتقرر توزيعها، 2- المشاركة في إدارة الشركة عن طريق العضوية في مجلس الإدارة، وحضور الجمعيات العامة والاشتراك في مداوراتها، وذلك طبقاً لأحكام القانون وعقد الشركة، ويقع باطلاً كل نص في عقد الشركة على خلاف ذلك، 3- الحصول قبل اجتماع الجمعية العامة العادية بسبعة أيام على الأقل على البيانات المالية للشركة، عن الفترة المحاسبية المنقضية، وتقرير مجلس الإدارة، وتقرير مراقب الحسابات، 4- التصرف في الأسهم المملوكة له والأولية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة والسندات الصكوك وفقاً لأحكام القانون وعقد الشركة، 5- الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند التصفية بعد الوفاء بما عليها من ديون»، وأيضاً نصت المادة (3/180) على: «فرض شروط جديدة غير الشروط المذكورة في عقد الشركة تتعلق بأحقية المساهم في حضور الجمعيات العامة والتصويت فيها».

مجلس الإدارة أو أحد المساهمين في عرض الشراء المطروح على الجمعية العمومية، فإنّه يُحرم المساهم من التصويت، ويُعد هذا من أوجه تعارض المصالح ومدى تأثيرها على قرارات الشركة التي تحدثنا عنها سابقاً.

وما يعنينا هنا أنّ من حق أقلية المساهمين الامتناع عن التصويت أو الاعتراض وهذا لا تتعقد به مسؤوليتهم، أما بالنسبة لأثر هذا الاعتراض على عملية الاستحواذ فقد يختلف حسب نسبة التصويت ضد إتمام الاستحواذ، وقد أحسن المشرع الكويتي صنعا عندما طلب نسبة معينة لصدور القرارات في الشركة.

وهذه النسبة هي الغالبية أي ما يزيد على نصف مجموع أسهم رأس مال الشركة للموافقة على صدور مثل هذا القرار، (إتمام الاستحواذ)<sup>(72)</sup>، هذا بالإضافة إلى الحق في الطعن على قرارات الجمعية العمومية العادية أو غير العادية، ما دام أنّه ليس هناك موافقة على القرار الصادر بإتمام عروض الشراء، وقد أشار القانون إلى أن يكون هذا الاعتراض من الذين يملكون 15% من رأس مال الشركة المصدر<sup>(73)</sup>، وهذا ما جاء بنص المادة (2/220)، إلا أنّ المشرع في موضع آخر في المادة (2/73) قد أجاز لأقلية المساهمين المعارضين المالكين لنسبة 5% ولا تزيد عن 30% من أسهم الشركة المدرجة بسوق المال أن يقدموا للهيئة اعتراضهم على قرارات الجمعية العمومية العادية وغير العادية.

وهذا ما دعا البعض<sup>(74)</sup> إلى أن يوجه نقداً للمشرع الكويتي، فبالنظر إلى مصلحة أقلية المساهمين، يكون الأفضل هو استخدام نص المادة (2/73) من القانون رقم 7 لسنة 2010 التي قللت من نسبة المساهمين المعارضين إلى 5%، على عكس ما جاءت به المادة (2/220) من قانون الشركات رقم 1 لسنة 2016 هذا من ناحية، إلا أنّه اتفق مع ما جاء بهذا النص. ومبررهم في ذلك أنّ اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 قد جاءت بإجراءات

(72) تنص المادة (217) من قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 على أنّه: «لا يكون اجتماع الجمعية العامة غير العادية صحيحاً ما لم يحضره مساهمون يمثلون ثلاثة أرباع رأس مال الشركة المصدر. فإذا لم يتوافر هذا النصاب ووجهت الدعوة إلى اجتماع ثانٍ يكون صحيحاً إذا حضره من يمثل أكثر من نصف رأس المال المصدر. وتصدر القرارات بأغلبية تزيد على نصف مجموع أسهم رأس مال الشركة المصدر».

(73) تنص المادة (2/220) من قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 على أنّه: «كما يجوز الطعن على قرارات الجمعية العامة العادية وغير العادية التي يكون فيها إجحاف بحقوق الأقلية، ويتم الطعن من قبل عدد من مساهمين الشركة يملكون خمسة عشر بالمائة من رأس مال الشركة المصدر، ولا يكونون ممن وافقوا على تلك القرارات، وتسقط هذه الدعوة بمضي شهرين من تاريخ قرار الجمعية، وللمحكمة في هذه الحالة أن تؤيد القرارات أو تعدلها أو تلغيها، أو أن ترجى تنفيذها حتى تجرى التسوية المناسبة لشراء أسهم المعارضين بشرط ألا يتم شراء هذه الأسهم من رأس مال الشركة».

(74) نورة حزام عواض المطيري، مرجع سابق، ص 104.

معقدة بالنسبة للاعتراض الوارد من أقلية المساهمين، حيث إنّه طلب أن يتقدموا بتظلم ثم تبت الهيئة في هذا التظلم خلال خمسة عشر يوماً، وإذا لم ترد الهيئة اعتبر ذلك بمثابة رفض للتظلم، أما إذا كان هناك رد من قبل الهيئة فيجوز الطعن على هذا القرار خلال ستين يوماً من تاريخ صدور القرار.

ونحن من جانبنا لا نتفق مع ما ارتآه الفقه، وذلك لأنّ المشرع الكويتي لم يتبع مسلك الإجراءات المعقدة فيما نص عليه في المادة (3/12/4) من الكتاب التاسع للاندماج كما أدعى الفقه، وإنما فكرة أن تكون المسألة التي تمثل اعتراضاً من قبل المساهمين ذات أهمية بالنسبة لحياة الشركة، فهذا ما جعل المشرع يشترط في المادة سالفة الذكر إجراء التظلم أمام الهيئة، وإذا لم يُبت فيه يتم الطعن أمام الهيئة، وهذه دلالة على حماية جميع المساهمين في الشركة دون تمييز فئة عن أخرى، فقد لا يوافق بعض المساهمين على عروض الشراء لأسباب غير جديرة، في حين أن يكون لمصلحة الشركة وتحقيق أهدافها إتمام عملية الاستحواذ، فتلك الإجراءات قد تأخذ كثيراً من الوقت، ولكن هذا ظاهري ولكن حقيقة ما أراده المشرع هو التأمي في صنع القرار سواء بالقبول أو بالرفض وما يترتب عليه من حقوق في التظلم والتقاضي لهذا الشأن.

وهناك دليل آخر ذو صلة بهذا الأمر، وهو الحق الذي مُنح لفئة أقلية المساهمين في المادة (204) من قانون الشركات، حيث أعطاهم الحق في رفع دعوى بالتعويض ضد أعضاء مجلس الإدارة في حال اعتماد عرض الشراء بقصد الاستحواذ<sup>(75)</sup>، إلا أنّ الفقه استقر على أنّه وفقاً للقواعد العامة والخاصة، لا يجوز للأقلية رفع دعوى المساهم ضد الشركة إلا إذا كان هناك ضرر قد لحق بأقلية المساهمين وخطأ يوجب المساءلة عليه، وإلا كانت هذه الدعوى تمثل تعسفاً في استعمال الحق<sup>(76)</sup>.

لقد بات الأمر مختلفاً بالنسبة لعروض الشراء الإيجابية والاختيارية ومدى تأثيرها على فئة أقلية المساهمين، فمن الملاحظ من الناحية العملية أن عروض الشراء الاختيارية دائماً ما تتم بمحض إرادة مقدم العرض، في حين أن الإيجابية تُفرض على صاحب العرض، وقد يظهر هذا الاختلاف في الغاية، فالهدف من العروض الإيجابية يكمن في تحقيق المساواة بين أقلية المساهمين، ويهدف في الوقت ذاته أيضاً إلى تحقيق مصلحة صاحب العرض من خلال إعطائه الفرصة لاستكمال سيطرته على الشركة المستهدفة من أجل

(75) تعرف هذه الدعوى باسم دعوى المساهم الفردية التي يجوز رفعها في حال قد لحق به ضرر بسبب خطأ مجلس إدارة الشركة.

(76) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، قانون الشركات الكويتي المقارن، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2014، ص 591.

تطوير وتحقيق الخطط المستقبلية لما له من تأثير إيجابي على القيمة السوقية للأسهم، أما بالنسبة لعروض الشراء الاختيارية؛ فإننا نجد أنّ الهدف يكمن في السيطرة على عدد محدد من الأسهم، ومن ثمّ فإنّ مقدم العرض لا يلزم إلا بشراء النسبة المراد الاستحواذ عليها والتي قد حددها سلفاً، وذلك على عكس عروض الشراء الإجبارية والتي لا يجوز أن تكون محددة على أسهم معينة. ولذا يجب على مقدم العرض شراء أسهم كل المساهمين وإلا كانت معلقة على شرط مما يترتب عليه بطلان العرض.

وبالنظر إلى موقف المشرع الكويتي، نجد أنّه لم ينص صراحة على عدم جواز أن تكون عروض الشراء الإجبارية معلقة على شرط، وهذا تأكيد لما ورد بنص المادة العاشرة من اللائحة التنفيذية من القانون رقم 7 لسنة 2010 التي تم تعديلها بموجب القانون رقم 105 لسنة 2014.

ومن ناحية أخرى فقد اهتم المشرع بوضع معيار حاسم لتحديد سعر السهم، فقد ألزم مقدم العرض بالمتوسط المرجح للسعر اليومي للسهم في البورصة بالنسبة للشركة محل العرض، وهذا خلال مدة حددها المشرع وهي الأشهر الستة السابقة لتاريخ الإفصاح عن العرض، وهناك طريقة أخرى وهي أعلى سعر مدفوع من قبل مقدم العرض خلال ستة الأشهر السابقة لتاريخ الإفصاح عن عرض الاستحواذ<sup>(77)</sup>.

وبهذا فإنّ المشرع قد اهتم بالمساهمين عامة، وبالأقلية في الشركة المستهدفة لتحقيق أكبر قدر من الحماية وتحقيق أفضل عرض من العروض المقدمة لما لها من أثر إيجابي على المساهمين والأقلية منهم على الأخص<sup>(78)</sup>، إلا أنّ هناك حالات قد أوردتها المشرع الكويتي في القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن الالتزام بتقديم عروض الشراء الإجبارية، حيث قضت المادة (3/5/1) من اللائحة التنفيذية بأنّه إذا تجاوز الاستحواذ 30% من رأس المال يقع على المستحوذ الالتزام بتقديم عروض الشراء الإجبارية سواء أكان هذا دفعة واحدة أم من خلال عمليات استحواذ متتالية، وهناك حالة ثانية إذا تعدى المستحوذ النسبة خلال المدة التي حددها القانون فإنه يجب عليه تقديم عرض شراء إجباري.

(77) المادة (2/5/3) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية من الكتاب التاسع الخاص بالاستحواذ.

(78) هناك من التشريعات المقارنة، كالتشريع الفرنسي الذي أقر نظام الانسحاب الإجباري من الشركة بموجب لائحة الاستحواذ الفرنسية حيث مُنحت الغالبية حق إجبار أقلية المساهمين على بيع ما يملكون من أسهم أو حقوق تصويت، وذلك من خلال عرض عام بالانسحاب الإجباري يتقدم به المستحوذ، وهذا على العكس من القانون الكويتي فهو لم ينص على جواز سحب العرض في إجراءات الاستحواذ الإجباري. انظر في ذلك: د. أحمد حسن وسمي بنيان، مرجع سابق، ص 323.



كما نلاحظ أنّ المشرع الكويتي قد تدخل بالتعديل على نسب التداول في المادة (3/6) من الكتاب التاسع (الاندماج والاستحواذ)، حيث إنّه منح المسيطر الذي تزيد ملكيته عن 30% إلى نسبة 50% الحق في التصرف بنسبة 2%، في حين قد تزيد هذه النسبة الأخيرة إذا زادت ملكيته عن 50%، وقد تكون العلة الحقيقية وراء هذا التدخل التشريعي هو تحجيم الملكية المسيطر والمحافظة على حقوق أقلية المساهمين.

واستثناء من النص سالف الذكر، فقد أعفى المشرع الكويتي المستحوذ من تقديم عروض شراء إجبارية، وذلك في حالة تحقيق المصلحة العامة، أو تحقيق مصلحة المساهمين، وهذا ما جاء بصدور المادة (74) من قانون هيئة أسواق المال، واشترط المشرع أن يكون قرار الإعفاء مكتوباً ومسبباً، حيث تنص على أنّه: «يلتزم الشخص خلال ثلاثين يوماً من حصوله بصورة مباشرة أو غير مباشرة على ملكية تزيد على 30% من الأوراق المالية المتداولة لشركة مساهمة مدرجة، أن يبادر بتقديم عرض بالشراء لكافة الأسهم المتداولة المتبقية طبقاً للشروط ووفقاً للضوابط التي تحددها اللائحة، ويعفى من هذا الحكم الحالات الآتية:

- 1- الاستحواذ مراعاة للمصلحة العامة وصالح باقي المساهمين، وتصدر الهيئة قرار الإعفاء مكتوباً ومسبباً.
- 2- الحصول على النسبة المشار إليها بسبب زيادة رأس مال الشركة وامتناع بعض المساهمين عن الاكتتاب.
- 3- الحصول على النسبة المشار إليها بسبب رسملة الدين.
- 4- الحصول على النسبة المشار إليها بسبب إرث، أو وصية، أو حكم قضائي، وفي هذه الحالة يتعين عليه أن يوفّق أوضاعه خلال مدة لا تتجاوز سنتين من أيلولة هذه الزيادة.
- 5- الحالات الأخرى التي تقررها التعليمات والقواعد التي تصدرها الهيئة.

وسرعان ما تدخل المشرع الكويتي بإضافة بعض الحالات الأخرى تحقيقاً لتشجيع الاستثمار ولإنفاذ عمليات الاستحواذ بين الشركات، لذا فقد جاءت المادة (3/5/1) من اللائحة التنفيذية (الكتاب التاسع) في القانون رقم 22 لسنة 2015 المعدل لبعض مواد القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية حيث إنّها نصت على إضافة بعض الإعفاءات وهي:

7.. «- الحصول على النسبة المشار إليها نتيجة نقل ملكية أسهم الشركة المدرجة بين الشركات التي تقع ضمن مجموعة استثمارية واحدة، بشرط أن تظل الشركة التي حصلت على هذه النسبة ضمن المجموعة الاستثمارية، على أن يتم نقل الملكية خارج نظام التداول. وتعد هذه الحالة من الحالات المستثناة من التداول من خلال هذا النظام.

9- الحصول على النسبة المشار إليها نتيجة التنفيذ على الأسهم وفاء لمديونية، أو الحصول عليها نتيجة تسوية الديون للمؤسسات المالية عيناً عن طريق نقل ملكية الأسهم المرهونة.

11- الحصول على النسبة المشار إليها من قبل إحدى المؤسسات المالية التزاماً منها بضمان تغطية الاكتتاب في أسهم الشركة المدرجة.

12- الحصول على النسبة المشار إليها بسبب التنازل عن الأسهم بين الأصول والفروع من الأشخاص الطبيعيين.

13- في الأحوال التي تعترض فيها إحدى الجهات الرقابية التي تخضع لها أي من أطراف عملية الاستحواذ.

14- الحصول على النسبة المشار إليها بسبب مزاوله شخص لنشاط صانع السوق، بشرط عدم استخدامها في التصويت في الجمعيات العامة للشركة، أو تفويض الغير للتصويت بها، أو استخدامها في تعيين أعضاء مجلس إدارة، أو التأثير على قرارات تلك الشركة».

وبهذا يمكننا القول بأن المشرع الكويتي قد أصاب في هذا التعديل لإضافة بعض من الإعفاءات على سبيل المثال، وذلك لتحقيق الحماية الكاملة لكل أطراف عملية الاستحواذ، وأيضاً الحفاظ على حقوق أقلية المساهمين وحمايتهم.

ويُعد من ضمن التدابير الوقائية التي استخدمها المشرع الكويتي لحماية أقلية المساهمين، قرار الجزاءات في حالة مخالفة القواعد المنظمة لعروض الشراء الإجبارية في حال تملك المستحوذ النسبة المحددة له من الأسهم، حيث جاءت المادة (123) من القانون رقم 7 لسنة 2010 بأنه: «يعاقب بغرامة لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تجاوز مائة ألف دينار أو 20% من قيمة الأسهم المخالفة وقت وقوع المخالفة أيهما أعلى على كل من خالف أي نص وارد في الفصل السابع من هذا القانون في شأن الاستحواذ وحماية حقوق الأقلية».

فقد يكون هذا النص كفيلاً للتدليل من قبل المشرع الكويتي على أهمية حماية حقوق الأقلية داخل عملية الاستحواذ<sup>(79)</sup>، وذلك باستخدامه عقوبات رادعة للمستحوذ في حال استخدامه سيطرته في الشركة المستهدفة للإضرار بمصالح وحقوق الأقلية من المساهمين.

(79) هناك جانب من الفقه يرى بأن الجزاءات المقررة من جانب القانون رقم 7 لسنة 2010 قد تتسم بالقصور وذلك بمقارنتها بالجزاءات المقررة في القانونين الفرنسي والإنجليزي اللذين اعتبرا أنه إذا لم يقدم عرض شراء إجباري لا يكون للأسهم الزائدة عن الحد حق التصويت على قرارات الشركة التي تطرح في جمعيتها العمومية سواء العادية أو غير العادية، وقد طرأ تعديل من المشرع الإنجليزي أكثر تشدداً حيث أنه حرم المستحوذ من حق التصويت ليس بالنسبة للأسهم الزائدة فحسب وإنما لجميع الأسهم التي يمتلكها بالإضافة إلى حرمان المستحوذ من تعيين ممثلين له في مجلس الإدارة، للمزيد انظر: د. سامي عبد الباقي، مرجع سابق، ص 58 وما بعدها، مشار إليه لدى: نورة حزام عواض المطيري، مرجع سابق، ص 147 وما بعدها.

## الخاتمة:

حاولنا أن نستعرض في هذا البحث مدى اعتبار عمليات الاستحواذ الوسيلة الآمنة التي من خلالها تتكون التكتلات الاقتصادية الضخمة، وذلك لأن لها دوراً إيجابياً في إنفاذ سياسات العولمة لتحقيق وتوحيد الكيانات الاقتصادية بما يعزز قوة واستقرار الأسواق التجارية. وتعرض البحث لعملية الاستحواذ على الشركة من بيان مفهوم الاستحواذ، وتوصلنا إلى أنه عملية قانونية بين شخصين يترتب عليها حصول أحدهما على كل أسهم الشركة المستهدفة أو بعضها سواء باتفاق أو من دونه، وتستهدف العملية السيطرة على إدارة الشركة، كما بينا أوجه التمييز بينه وبين الاندماج.

وقد بينا الغاية الحقيقية وراء عملية الاستحواذ ولما لها من آثار على الاقتصاد القومي للبلاد، ثم استعرضنا أثر الاستحواذ على إصلاح التعثر الوارد في الجهاز الإداري للشركة المستهدفة، حيث يترتب على إنفاذ عملية الاستحواذ حدوث تغيير في أعضاء مجلس الإدارة، وهذا كنتيجة تلقائية لحدوث السيطرة الفعلية من قبل الشركة المستحوذة، وكذلك أحقية المالكين الجدد (الشركة المستحوذة) في تقديم طلب لتعديل النظام الأساسي للشركة المستهدفة.

ثم استعرضنا أثر الاستحواذ على الدائنين في الشركة المستهدفة، حيث حرص المشرع الكويتي أن يولي اهتمامه بعدم إهدار حقوق الدائنين وألا تتأثر بعملية الاستحواذ.

## أولاً: النتائج

(1) عملية الاستحواذ ما بين الشركات ليست ظاهرة جديدة، حيث هي نتيجة طبيعية للعولمة وانفتاح الأسواق، فكلما زادت حرية التجارة والانفتاح الاقتصادي زادت عملية الاستحواذ.

(2) إن نجاح أي استثمار يعتمد على تحقيق فرص المنافسة، والذي يحتاج بدوره إلى بيئة قانونية صالحة تحكم عملية الاستحواذ تتضمن العديد من الإجراءات والواجبات وتُرتب الحقوق التي تضمن تحقيق المساواة في الحصول على المعلومات ذات العلاقة وحماية أقلية المساهمين، إضافة إلى ضبط عملية الإفصاح ليكون الاستحواذ كاملاً وعادلاً.

(3) عملية الاستحواذ تتحقق من خلال عروض الاستحواذ التي يتقدم بها مَنْ يسعى إلى السيطرة على الشركة المساهمة، فإذا نجح هذا العرض وتمت عملية الاستحواذ بامتلاكه غالبية أصوات الجمعية العمومية للشركة المستهدفة؛ فإنه

يسعى إلى المساهمة الفعلية في إدارة الشركة المستحوذ عليها من خلال المساهمة في عضوية مجلس إدارتها والسيطرة عليها أو باعتباره مديراً فعلياً لها، ومن ثم التحكم فيها والسيطرة عليها.

(4) غالباً ما يتم الاستحواذ من جانب الشركة المستحوذة دون رضاء أو موافقة الإدارة في الشركة المستحوذ عليها، وقد ينتج عنه تغيير في إدارة الشركة المستحوذ عليها، وفقاً لرغبة الشركة المستحوذة المسيطرة على أسهم التصويت في الشركة المستحوذ عليها، أما الاندماج فعادة يتم بالاتفاق بين إدارتي كل من الشركة الدامجة والمندمجة وبموافقة الجمعية العمومية لكل منهما، نظراً لما يمثله الاندماج من مصلحة مشتركة لكلا الطرفين.

(5) يترتب على الاستحواذ نقل المسؤولية عن الديون من الشركة المستحوذ عليها، التي أصبحت شركة تابعة إلى الشركة المستحوذة التي أصبحت شركة قابضة بامتلاكها نسبة كبيرة من أسهم أو أصول الشركة المستحوذ عليها.

(6) في حالة الاستحواذ الجزئي يحقق المستحوذ الغالبية في الشركة المستحوذ عليها ولا يكون أمام الأقلية أيًا كانت النسبة التي تمثلها إلا أحد الطريقتين: إما الاستمرار بالشركة مع الالتزام بالقرارات الصادرة التي تمثل مصلحة غالبية المساهمين إذا رأوا أن مصلحتهم في ذلك، أو الخروج من الشركة.

## ثانياً: التوصيات

بناء على ما تقدم، توصل الباحث إلى عدد من التوصيات، أهمها:

(1) تقييد عمليات الاستحواذ التي يقوم بها المستثمرون الأجانب، لأن تلك العمليات يترتب عليها تقليص حجم العمالة وزيادة معدل البطالة.

(2) نوصي بضرورة تفعيل مبدأ الشفافية والإفصاح، ومن ثم الرقابة على عمليات الاستحواذ.

(3) ضرورة الحفاظ على إيجاد التوازن بين المصالح لأطراف الاستحواذ بالتدخل بشأن قرار مجلس إدارة الشركة المستهدفة سواء بالموافقة أو الرفض أن يكون مبناه غايات أهمها تحقيق مصلحة الشركة وليس المصلحة الشخصية، وهذا التدخل هو الذي نأمله من مشرعنا وأن يكون بنص صريح.

(4) يتعين فرض جزاءات رادعة في حال استغلال المعلومات المؤثرة على إنفاذ عملية الاستحواذ سواء بالنسبة للشركة المستحوذة أو أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة.

## المراجع:

### أولاً: باللغة العربية

#### 1- الكتب:

- د. إبراهيم الدسوقي أبو الليل، العقد غير اللازم: دراسة مقارنة معمقة في الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية، مطبوعات جامعة الكويت، 1994.
- د. أحمد عبد الرحمن الملحم، قانون الشركات الكويتي المقارن، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2014.
- د. أساور حامد عبد الرحمن، اتفاق الاستحواذ على الشركات، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، العراق، المجلد الثاني، العدد 6، سنة 2013.
- د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لأسواق المال، بدون ناشر، الكويت، 2012.
- د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013.
- د. حسام رضا السيد عبد الحميد، مسؤولية المستحوذ على شركة المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016.
- د. حسام عيسى، الشركات متعددة القوميات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1999.
- د. حسني المصري، اندماج الشركات وانقسامها: دراسة مقارنة بين القانون الفرنسي والقانون المصري، دون ناشر، القاهرة، 1986.
- د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، دون تاريخ نشر.
- د. طارق محمود عبد السلام السالوسي، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- د. محمد تنوير محمد الرفاعي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013.

- د. محمد فريد العريني، القانون التجاري، ج 2، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1995.
- د. مروة محمد العيسوي، مدى توافق الإفصاح في البورصة مع مبدأ السرية، ط 1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2016.
- د. سامي عبد الباقي أبو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري: الواقع والحلول، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016.
- د. عبد الفضيل محمد أحمد، حماية الأقلية: القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعيات العمومية للمساهمين: دراسة مقارنة القانون المصري والفرنسي، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، مصر، 1991.

## 2- الرسائل العلمية:

- د. أحمد السيد عطا الله، المسؤولية القانونية المترتبة على إخلال الشركة التجارية وأعضاء مجلس إدارتها وتابعيها بالالتزام القانوني بالإفصاح عن تعارض المصالح بالشركات التجارية في ضوء مبادئ حوكمة الشركات: دراسة مقارنة بين القانون المصري والقانون الكويتي، ط 1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2017.
- د. أحمد حسن وسمي بنيان، النظام القانوني للاستحواذ على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية وفقاً للقانون العراقي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، القاهرة، 2019.
- د. محمد خليفة راشد محمد الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2017.
- د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، القاهرة، 2013.
- نورة حزام عواض المطيري، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي، دار النهضة العربية، الإمارات، 2017.
- د. سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
- د. عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مجلة كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد 43، سنة 2008.

## ثانياً: باللغة الأجنبية

- Caroline Bradly, Corporate Control Markets and Rules, (1990), 53 Modern Law Review.
- P. Didier, Droit Commercial: L'entreprise en Difficulté, T. 5, Thémis - P.U.F., Paris, 1995.
- Edwin L.Miller JR., Mergers and Acquisitions, John Wiley and Sons - Inc., 2008 .
- Iman Anabtawi & Lynn Stout, Fiduciary Duties for Activist Shareholders, Stanford Law Review, Vol.60, issue 5, March 2008.
- Jeffrey N.Gordon, Rise of Independent Directors, Stanford Law Review, vol. 59, 1465, April 2007.
- Joseph B. Cahill, Circuits - Split on the Elements of Williams Act Manipulation Validity of Tender Offer Defenses Uncertain - Chicago-kent Law Review, October 1984.
- Laura Femino, Ex Ante Review of Leveraged Buyouts - the Yale Law Journal - 123:1830, (2014).
- Michael Homer, Did Tesla Breachhits Fiduciary Duty to shareholders Solar City Acquisition, Berkeley University of California, 3 April 2018.
- Marianne Haschke – Dournauk, Chronique de Droit Financier No IV (Ire Partie), PA, 26 Avril 2004.
- Patrick A. Gaughan, Megers, Acquisitions and Corporate Restructurings fourth edition, John Wiley & Sons - inc., 2007.
- Wu Jianduan and Xu Lining, Corporate Takeovers - Legal Aspects of Takeovers among Chinese Airlines, Journal of Air Law and Commerce, vol. 68, (2003).



## المحتوى:

الصفحة	الموضوع
143	الملخص
145	المقدمة
148	المبحث الأول: الغاية من عمليات الاستحواذ وأثره على مصالح الأطراف
148	المطلب الأول: الغاية من الاستحواذ على الشركات المستهدفة
155	المطلب الثاني: تعارض المصالح بين أطراف عملية الاستحواذ
165	المبحث الثاني: أثر الاستحواذ على الشركات المستحوذ عليها إدارياً ومالياً وألية حماية أقلية المساهمين
165	المطلب الأول: أثر الاستحواذ على التعثر الإداري والمالي للشركة المستحوذ عليها
176	المطلب الثاني: أثر الاستحواذ على أقلية المساهمين وحمائهم
186	الخاتمة
188	المراجع

