



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة مصطفى اسطمبولي معسكر

كلية الحقوق والعلوم السياسية

قسم الحقوق

النظام القانوني لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

- دراسة مقارنة -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه (ل.م.د) في الحقوق

تخصص قانون الشركات

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

دحو مختار

من إعداد الطالبة:

محمودي سميرة

السنة الجامعية: 2022/2021



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة مصطفى اسطمبولي معسكر

كلية الحقوق والعلوم السياسية

قسم الحقوق

النظام القانوني لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

- دراسة مقارنة -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه (ل.م.د) في الحقوق

تخصص قانون الشركات

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

دحو مختار

من إعداد الطالبة:

محمودي سميرة

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	رصاع موسى
مقررا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	دحو مختار
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذة محاضرة "أ"	بلخوان غزلان
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضرة "أ"	حيرش نور الدين
ممتحنا	جامعة مستغانم	أستاذ التعليم العالي	فنينخ عبد القادر
ممتحنا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذة التعليم العالي	كريم كريمة

السنة الجامعية: 2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

أشكر أولاً وأخيراً الله تعالى الذي أسبغ علياً نعمه الظاهرة والباطنة، وأمدني بالصبر لتذلل الصعوبات أمامي، وأعانني كل العون على إنجاز هذه الأطروحة.

الشكر الخالص لأستاذي الكريم دحو مختار الذي شرفني بقبوله الإشراف على أطروحتي، وساعدني خطوة بخطوة لبلوغ نهاية البحث، أشكره كشخصه فكان نعم الأخ قبل الأستاذ، فمهما شكرته في كلمات لا أمنحه حقه.

الشكر الموصول للدكتور عزوز سعيدي على مساعدته وتوجيهاته القيّمة.

كما أشكر الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول المناقشة؛ إنه لشرف لي أن يناقش عملي قامة من الأساتذة الكرام.

الإهداء

إلى أبي.....أبي فقط

إلى نفسي التي قاومت لأجلي

إلى شهدائنا الأبرار

المختصرات

أولاً: باللغة العربية

ج. ر. ع	جريدة رسمية عدد
ع	عدد
د. ع	دون عدد
ص	صفحة
ص.ص	من صفحة إلى صفحة
د. ص	دون صفحة
د. د. ن	دون دار نشر
د. ب. ن	دون بلد نشر
د. س. ن	دون سنة نشر
ط	طبعة
د. ط	دون طبعة
ج	جزء
مج	مجلد

ثانياً: باللغة الفرنسية

P	page
PP. ; ps	de la page à la page ; pages
Art	article
Al	Alinéa
Op.cit	ouvrage précédemment cité
Ibid	même référence, dans le même ouvrage
N°	numéro
C.com.fr	code commerce français
C.civ.fr	code civil français

« La société anonyme tient une place centrale dans le système économique libéral ; son avènement dans la deuxième moitié du XIX^e siècle a marqué le triomphe du capitalisme. Elle a été et demeure l'instrument juridique de ce système économique auquel elle s'identifie....la société anonyme n'est pas seulement un mécanisme juridique ; c'est un phénomène social ... source d'argent et de pouvoir ».¹

¹ **Mohamed El Mernissi**, traité marocain de droit des sociétés, Lexisnexis, Paris, 2019, p. 287.

مقدمة

"إحترام وتقديس حق الملكية"؛ "حرية الإستثمار الواسعة"؛ "إستقلال الإدارة في التسيير"؛ "تقديس الإدارة الحرة" .. هي مجموعة مبادئ جاء بها النظام الرأسمالي، الذي تمخّص عنه الإقبال على تأسيس الشركات التجارية التي تُعدّ إحدى أهم مُفرزات نُظم الإقتصاد الحر، بإعتبار أن العصر الذي نعيشه عصر التكتلات والتجمعات وإشتراك مجهود عدة أشخاص في مشروع إقتصادي مُحدّد سلفاً، فالشركة كتجمّع تجاري تهدف أساساً إلى تكتل الوسائل المُتاحة أمامها من أجل تحقيق نتائج أفضل من تلك التي تُحقّقها الجهود المعزولة، بُغية تنفيذ المشاريع الطموحة بأفضل كيفية، عن طريق الإستفادة من المهارات المختلفة، في ظل ما يسمى بالمنفعة النظامية *utilité organisationnelle* التي تتطلّب موارد هائلة¹، إما من أجل تحقيق المزيد من الأرباح، أو من أجل المُساهمة المُشتركة في التكاليف، أو من أجل مُواجهة المنافسة²، تعزيزاً للمؤهلات الإقتصادية التي تضمن ديمومة وجودها من جهة، ودعمًا لتنافسية الشركة من جهة ثانية، دائماً في إطار التأقلم مع مُتطلبات السوق الإقتصادي.

فُتعدّ بذلك الشركة التجارية الأداة العجيبة للبرالية الحديثة، لاسيما إذا أخذت شكل شركة مساهمة³؛ حيث أثبتت التجارب أن الشركات الخاصة والعائلية غالباً ما تنهار وتفتّت بعد رحيل الجيل الثاني من العائلة، فالتحوّل لمساهمة عامة يُصبح هو المُنجذ في عديد الأوقات⁴، خاصة أن هذا النوع من الشركات هو الشكل النموذجي للشركات ذات رؤوس الأموال؛ لأنها مُهيأة للإدخار العام عن طريق دعوة الجمهور إلى الإكتتاب في أوراقها المالية، بمعنى أنها تستطيع تجميع رؤوس الأموال الضخمة لتستخدمها في إقامة مشاريع إقتصادية مُنتجة؛ فلازالت الوظيفة الإقتصادية للشركة بإعتبارها عمل جماعي تتأكد يوماً بعد يوم، تاركة خلفها الإمكانات الفردية التي تخلفت عنها بأشواط؛ حيث يُستعصى على الأفراد توظيف طاقاتهم الفردية مهما بلغت من ضخامة، ما لم يتم تجميعها لتحقيق مشروع مُعيّن. فالشركة تُشكّل كيان قوي تزداد قوته بمرور الوقت، ليتعاظم دورها تبعاً لهدفها كونها نظام نفعي خلاق للثروة وفرص العمل، فهي أساس ديناميكية إقتصاديات السوق⁵، حتى أنها تكاد تحتكر القيام بجُل المشاريع الصناعية والتجارية الكبيرة التي تتطلّب حشد

¹ Ali Nenni, droit des sociétés commerciales, cours pour la 3^{ème} années licence fondamentale droit privé, université Tunis El Manar, faculté de droit et des sciences politique de Tunis, 2020/2021, p.04.

² عز الدين بنستي، الشركات في القانون المغربي، ج01، دط، ددن، دب ن، دس ن، ص05.

³ Patrice Giron, droit commercial, 3^{ème} édition, FOUCHER, Vanves, 2008, p.167.

⁴ أزهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط01، دار جنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص32.

⁵ Frédéric Teulon, introduction à l'économie, 3^{ème} édition, Peuf, Paris, 1998, p.72.

الأموال الكافية، قصد تلبية حاجتها المتزايدة لتغطية النفقات الرئيسية كنفقات التجهيز والتشغيل والإنتاج، وكذا النفقات الإضافية التي تظهر لاحقاً كالتسويق والإعلان والتأمين ضد المخاطر وغيره، في ظل ما يشهده السوق من مُتغيرات مُتواترة تؤثر على قُدراتها التنافسية.

كما قد يحدث في عديد الأحيان حاجة الشركة إلى توسيع نشاطها وزيادة إنتاجها، فيمكن لأسباب شتى، إقتصادية أساساً كالحالة التي تصل فيها إلى مرحلة من النمو تجعل مُسيرها يحسّن بضرورة زيادة رأسمالها الإجماعي، وخلفية هذه الزيادة هي خلفية إقتصادية تكمن في تقوية الضمان المُقرّر لدائنيها، قصد جذب المزيد من رؤوس الأموال بهدف تحقيق إستثمارات أخرى وكذا الجهر بالأرضية المالية للشركة، ففي هذه الحالة تُعد الزيادة مؤشراً على صحتها المالية ونموها الإقتصادي، مما يسهّل تأكيد يُسرّها لدى المؤسسات المالية *affirmer sa solvabilité*¹. ومن وجهة نظر أخرى، قد تسعى الشركة من وراء زيادة رأسمالها إلى تجاوز خسارة حلّت بها وسببت لها عجز في السيولة المالية، أو بهدف تصحيح إخفاق المؤسسين في تقدير رأسمالها التأسيسي، أو بهدف تجنّب الآثار المُتولّدة عن التضخم، أو سعياً منها لتنفيذ مطالب أعضائها في الحصول على الإحتياطي لسداد الديون، أو تنفيذاً لرغبة المساهمين في الحصول على أسهم بدل الأرباح النقدية، وغيرها من الحالات الأخرى التي تُشكّل أكبر المشاكل والعقبات التي تُواجه ذلك المشروع.

ولأن رأسمال شركة المساهمة هو النواة الأساسية لها وقلبها النابض وصمام أمنها ومرآة تعكس قيمة نشاطها؛ فإنه يزيد من إئتمانها لدى المُتعاملين معها والعكس كذلك، فقد يؤدي إلى خشية التعامل معها لمخاوف تتعلّق بتنفيذ إلتزاماتها، مما يتطلّب التفكير في مصادر جديدة لتمويلها ورفع الموارد المالية المرصودة لخدمة نشاطها، ليستقيم القول أن التمويل بمثابة الضالة التي تشهدها معظم الشركات، ويُعد المُحرك الأساسي لأي مشروع وشريان الحياة الإقتصادية ومن أبرز عوامل النجاح والإستمرار، خصوصاً أن تمويل شركات المساهمة من النظام العام، فهي بحاجة إلى الأموال للنهوض بأعبائها أكثر من بقية الشركات الأخرى، ولو أن مُعظم شركات المساهمة الكبيرة تنشأ في بادئ الأمر كشركات خاصة أو عائلية مثلما سبق قوله، تُقدّم خدماتها ومُنتجاتها بحجم صغير ثم تتطوّر ويتسع نطاق عملها وترتفع حصتها السوقية، الأمر الذي يتطلّب

¹ _الطيب بلوله، قانون الشركات، ترجمة إلى العربية محمد بن بوزة، ط02، برتي للنشر، الجزائر، 2017، ص114.

رفع حجم رأسمالها الذي لا يتصور أن يرفعه شخص واحد حتى لو كانت لديه موارد مالية كبيرة، لاسيما عندما يتعلّق الأمر بإستغلال مشروع تجاري برقم أعمال ضخم¹، وهو ما تفتنّ إليه المشرع الجزائري على غرار التشريعات المقارنة. فالإهتمام التشريعي بشركة المساهمة لم يتوقّف عند مرحلة التأسيس فحسب؛ بل إمتد كذلك خلال المرحلة اللاحقة له، عن طريق الإعتناء بها وتوفير الأدوات التي تُساعد على الإستمرارية داخل الحقل التنافسي من خلال زيادة رأسمالها، كوّنها عقد يتميز عن غيره من العقود بتأثيره الإجماعي الذي يدلّ على الرغبة في السعي لتحقيق مردود طيّب على مختلف الأصعدة، ولها في ذلك أكثر من خيار مُنفرد؛ بحيث يُمكنها أن تلجأ إلى إصدار أوراق مالية تمنح للمُكتتبين فيها حقوق ملكية يُصطلح عليها بالأسهم، كما يُمكنها طرح أوراق أخرى تمنحهم حقوق دائنية تُسمى بالسندات. وفي إطار الإستدانة دائماً، لها بدائل إضافية لتحصيل موارد مالية من جهات خارجية كالبنوك والمؤسسات المالية؛ لكن نظراً لقلّة مُميزاتها وكثرة عيوبها كإجراءاتها المُعقدة وشروط الدفع الصارمة والأجال القصيرة؛ فإنه يتولّد لديها النية في الإقتراض من لدن الغير، الأشخاص غير الرسمية لتجاوز هذه العقبات.

على سبيل المُفاضلة بين مختلف الآليات التي أتاحتها التشريع أمامها، نجد أسلوب طرح سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم كأحد أدوات التمويل المباشر ما بين وحدات العجز لدى الشركة ووحدات الفائض لدى المدخرين، لنتوقّف عندها لدراستها والتوسّع فيها كنظام قانوني خاص يحتاج إلى البحث، رغم أن السندات عموماً موجودة منذ أكثر من قرن من الزمن²، وهذا في خضمّ مُسايرة التحوّلات الجذرية التي شهدتها النظام الإقتصادي للدولة الجزائرية؛ إذ لم يكن نظام الإقتصاد المُوجّه الذي تبنته الجزائر قبل التحوّل إلى إقتصاد السوق مُشجعاً على تواجد بدائل إستثمارية مُتنوعة، وكانت العمليات المالية السائدة مُقتصرة على السندات التي تصدرها الدولة (سندات التجهيز أو سندات الخزينة) التي يتم من خلالها تمويل عجز الخزينة العمومية عن طريق البنوك والمؤسسات المالية فقط دون الحاجة لإشراك الجمهور في العملية؛ إلا أنه في إطار التحوّل إلى إقتصاد السوق، وتفعيلاً للإصلاحات الإقتصادية عامة والإصلاح المالي على وجه الخصوص، عمدت الجزائر إلى فك إحتكار النشاط الإقتصادي وتحرير بعض الأنشطة لصالح

¹ _Frédéric Teulon, op. cit., p.73.

² _Jan De Spiegeleer-Wim Schoutens foreword by Philippe Jabre, the handbook of convertible bonds (Pricing, Strategies and Risk Management), 1st édition , Wiley Finance, 2011, p.03.

فاعلين جُدد خواص، تماشيًا مع إقرار حق الملكية الفردية¹ الذي استُتبِع بنصوص قانونية فعّلت التوجّه الإقتصادي الجديد للدولة على غرار المرسوم التشريعي رقم 08/93²، الذي فتح المجال لشركة المساهمة من أجل إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة لم تكن موجودة سابقاً³، كطريقة لإستحداث آليات مُساعدة على حشد المُدخرات وتتنوع مصادر تمويل المشروعات، لتكون سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إحدى أهم هذه الخيارات، وتكمن أهميتها بالنظر لطابعها الهجين، فتحجز زاوية مُتميّزة إلى جانب باقي الأوراق المالية الأخرى، وتتربّع على مكانة وسطى بين الأوراق المالية التي تُمثّل رأسمالها (الأسهم) وبين الأوراق المالية التي تُمثّل ديونا على نمتها (السندات)؛ حيث تسمح خاصية التحويل لحاملها من الإنتقال بين هذين المُنتجين الماليين، ليتحوّل من حامل سند قابل للتحويل إلى حامل سهم؛ إذا توفّرت شروط مُعيّنة ضبطتها النصوص القانونية بعناية، هذه النصوص إهتمت أيضاً بمختلف مراحل حياة سند الاستحقاق القابل للتحويل كورقة مالية؛ فإذا نجحت الشركة في إستيفاء شروط الإصدار، تكون قد خطت أهم خطوة في سبيل إنجاح عقد قرضها السندي، على إعتبار أن المشرع قد هدف من خلال هذه الشروط إلى مُمارسة نوع من الرقابة المالية على نشاط شركات المساهمة، حتى لا يكون الغرض من إصدار السندات أو الزيادة اللأحقة لرأسمالها في حال ما فعّل الحملة خيار التحويل يُشكّل تسرّر عن وضع إقتصادي غير قانوني، كتتحقيق مزايا شخصية خالصة للأشخاص المُكونين لها.

فزيادة على كُون سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أوراق مديونية؛ فإنها تتميز بجملة من الخصائص الأخرى، كالقابلية للتداول التي تعكس الإعتبار المالي الذي تقوم عليه شركة المساهمة⁴؛ ولأن التداول يتم داخل أسواق مُنظمة يُصطلح عليها ببورصة القيم المنقولة، الأمر

¹ المادة 49 من المرسوم الرئاسي رقم 18/89، المؤرخ في 28 فبراير 1989، المتعلق بنشر نص تعديل الدستور الموافق عليه في إستفتاء 23 فبراير 1989، ج ر ع 09، الصادرة بتاريخ 01 مارس 1989.

² المرسوم التشريعي رقم 08/93، المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 59/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، ج ر ع 27، الصادرة بتاريخ 27 أبريل 1993.

³ على غرار سندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم les obligations avec bons de souscription d'actions؛ سندات المساهمة les titres participatifs؛ سندات الاستحقاق العادية les obligations simples، بالإضافة إلى شهادات الإستثمار certificats d'investissements وشهادات الحق في التصويت certificats de droit de vote.

⁴ إن تقسيم الشركات التجارية إلى شركات أشخاص تقوم على الإعتبار الشخصي وشركات أموال تقوم على الإعتبار المالي، ما هو إلا تقسيم فقهي وليس قانوني.

الذي يستدعي حماية هذه العملية عن طريق رصد هياكل مؤسساتية تُشرف على إيداع المكتتب في هذه القيم وتسهر على حسن سير السوق، مما يعني أن شركة المساهمة في إطار عملية ترفيع رأسمالها تمتد على مساحة قانونية شاسعة، والمُعطى الأساسي في هذه الرقعة القانونية هو المُعطى المالي الذي يمتزج بعناصر أخرى لا تقل أهمية عنه؛ بحيث يقع قانون الشركات خصوصا الأحكام المنظمة لشركة المساهمة والأوراق المالية الصادرة عنها على غرار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، في منطقة التماس بين قوانين المال والأعمال ولا عجب في ذلك، كَوْن إصدار هذا النوع من السندات عملية داخلية تتم داخل الشركة؛ لكنها تحوز ميزة التداول داخل سوق خاص تحكمه تنظيمات قانونية نوعية، خاصة إذا كانت الشركة مُسجّرة في البورصة، فيُكَيّف التداول على أنه عملية خارجية على خلاف الإصدار، هذه الإزدواجية أدت إلى تقاطع أحكامها التنظيمية مع مجموعة قوانين أخرى، لتخرج بمزيج من النصوص القانونية والتنظيمية، تسمح للراغب في الولوج إلى هذا الميدان التجاري من تحقيق مُبتغاه وتذليل صِعبه وجهله القانوني، خصوصا إذا كان غير مُتمرن في مجال المال والأعمال، فيُحقّق صالحه الخاص بشكل مباشر والصالح العام للإقتصاد القومي بشكل غير مباشر، خاصة أن المدخر بطبعه جبان لاسيما إذا كان مبتدئا، فمن الصعب عليه أن يُوظّف أمواله في بيئة تُعاني من اللاإستقرار قانوني وإقتصادي وغيره؛ حيث أن أول ما يتفقّه زيادة على ملاءة الذمة المالية للشركة بإعتبارها الضمان الأصلي له كدائن، هو التأكد بشأن إمكانية وجود ترسانة قانونية فعّالة تُترجم مدى دقة المنظومة القانونية، بداية من القانون التجاري والطريقة التي يتعامل بها مع حامل السند القابل للتحويل بوصفه دائما للشركة من نوع خاص، فالبحث حول ما إذا وُجدت إمتيازات وضمانات إستثمارية في عقد إصدار هذه السندات كفيل بأن يزيد من طمأنينة المُكتتب ليندفع صوب الإكتتاب بكل ثقة، تفعيلا لما يصطّح عليه بالأمن القانوني الداعم لفكرة الإستثمار داخل الشركة التجارية، خصوصا أن المال هو قوام الحياة وضرورة من ضرورياتها، وأن السعي لكسبه والعمل على تنميته واجب لا يُستقر معاش ولا تهنأ حياة من دونه¹، الأمر الذي ينطبق تماما على الإيداع² داخل الشركة التجارية، لاسيما شركة المساهمة

¹ حريزي رابع، البورصة والأدوات محل التداول فيها، د ط، دار بلقيس، الجزائر، د س ن، ص 05.

² يطول الحديث عن الفرق بين الإستثمار والإيداع، فليس من الهين التفريق بينهما؛ لأن المصطلحين على قدر كبير من الأهمية والتداخل؛ لكن ما يمكن قوله في إطار هذه الدراسة أن مصطلح الإيداع يصلح أكثر في علاقة حامل السند بالشركة أثناء مرحلة تمويلها ما لم ينقلب إلى مساهم لاحقا، حينها يصحّ مناداته بالمستثمر بدل المدخر، وهو ما سيتوضّح لاحقا خلال أطوار الدراسة.

التي تُتيح الفرصة أمام الراغب في نماء ماليته إنتاجًا وتنميةً وإستهلاكًا عن طريق تفعيل سُبل إِدْخار مُتَّوَعَة، قد يجد الباحث عنها ضالته إذا وظَّف مُدْخَراته في السندات القابلة للتحويل التي تطرحها، وهذا هو الرهان الذي تُعَوِّل عليه الإقتصاديات الحديثة، مما يسمح لصغار المُدْخَرين والمُستثمَرين من تنشيط التعامل مع الشركات التجارية، بعد ضمان وضع آليات وميكانيزمات هادفة وداعمة للإئتمان الذي له أهمية قصوى في الحياة الإقتصادية ويعكس مدى الثقة الموضوعية في الشركة الشخص التاجر بغض النظر عن طبيعته¹، فحسب بعض المُعلِّقين على هذه السندات كمنتج مالي مُستحدث مُقارَنة بالأسهم مثلاً؛ فإن إصدارها يصطدم بعيب أساسي يتمثل في التآكل النقدي؛ حيث أن الفترة ما بين تاريخ الإصدار وتاريخ التسديد قد تمتد لمدّة تصل في الغالب إلى 15 سنة، وخلال هذه الفترة من شأن التضخم أن يُقلِّص بشكل كبير من القوة الشرائية لمبلغ التسديد. وبعبارة أخرى؛ فإن المُقرض حامل السند عندما يسترجع قيمة سنده عند تاريخ الاستحقاق؛ فإن المبلغ الذي يستخلصه يكون قد فقد جزء مُهم من قُدْرته الشرائية. لهذا السبب؛ فإن الشركات المُصدرة من أجل جلب المُكْتَبِين في سنداتِها تضع عدّة إمتيازات أهمها تقنية التحويل²، بالإضافة إلى رصد نسب معلومة من الفوائد يتقاضاها حامل السند دورياً في غالب الأحيان، فلا يُتصوّر أن يُمسك الحامل عن إستعمال أمواله التي وضعها تحت تصرّف الشركة دون مُقابل، فلا مجانية في المعاملات التجارية.

إن النشاط الإقتصادي جوهره هو ترقّب المستقبل، وشركة المساهمة تأمل أن تُحقّق إنتاجًا في المستقبل ولا يتحقّق هذا الإنتاج بغير تمويل، أساسه منحها قيمة إقتصادية تستخدمها الآن على أن تردّها مستقبلاً، ولن يمنح أحد إئتمانه بغير ضمان كافي؛ فإذا إستطاعت شركة المساهمة طالبة الإئتمان أن تُقدّم لحامل سند الاستحقاق القابل للتحويل ضمان على قدر كبير، تكون قد نجحت في جلب دائنين أصحاب ذمم مالية عامرة، فنتحقّق مصلحة الطرفين بما يُنعش الحياة الإقتصادية

¹ فقلما يعتمد التمويل الإقتصادي لمشروع ما على القدرة الذاتية لمن يقوم بهذا المشروع؛ بل الغالب أنه يقوم بالإئتمان من الغير. فالإئتمان الإستثماري هو عبارة عن قروض يحصل عليها المنظمون أو المستثمرون من أجل إنشاء مشاريع إنتاجية ذات رأسمال كبير لما تتطلبه من تكاليف كبيرة. سمير عبد السيد تناغو، التأمينات الشخصية والعينية، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص 08.

² عز الدين بنستي، مرجع سابق، ص 144.

أيضاً؛ لذلك إعتبر الفقه أن الإئتمان¹ هو روح التجارة، فلا يمكن بأي حال من الأحوال ممارستها إلا بوجوده، فبدونه لا يمكن أن تُخلق تجارة مُزدهرة؛ بل يعمّ الكساد²، خصوصاً أن القرض السندي مُمتد على فترة زمنية ليست بالقصيرة، مما يعني أن الوضعية الإقتصادية للشركة غير ثابتة وشكلها القانوني من المُمكن تغييره، كل هذه العوامل يأخذها الدائن حامل السند في الحسبان؛ لذا يتوقّف نجاح الإكتتاب في سنداتنا على ما ترصده من ضمانات قوية زيادة على تلك التي أوجدتها النصوص القانونية؛ حيث فتح لها التشريع المجال لضمان قرضها السندي بضمانات خارجية وحسناً فعل، بعثاً لروح المنافسة بين الشركات التي يبقى أمامها الإستجداد بمصادر أخرى مُتعدّدة تضمن لمقرضيها الوفاء بقيمة قرضهم فيما لو عجزت هي عن السداد، الأمر الذي سيزيد من طمأنينة المدخرين بالتأكيد.

باعتبار حامل السند القابل للتحويل الطرف الأضعف أمام ما تحوزه الشركة المُصدرة من قوة؛ فإنه من الضروري وضعه في الواجهة حول ما سوف يجنيه من إدخاره، كبيان الجوانب الأساسية والثانوية وكل ما يتعلّق بسنده، في شكل بيانات يتضمّننها عقد الإصدار بشيء من التفصيل، دون أن يدع أي شك يحوم حوله، حمايةً له بصفته مُكاتب في ورقة مالية صادرة عن شركة المساهمة، وبصفته دائن ضعيف في مُواجهة مدين قوي؛ وحتى إن تضمّن عقد الإصدار كل تفاصيل العملية، فليس معناه أن المدخرين الراغبين في الإكتتاب سوف يصبحون دائنين للشركة بشكل مباشر؛ حيث أن تعاقدهم معها لا يتوقّف على مُجرد رغبتهم الجامحة في ذلك؛ إنما تتحكّم فيه ظروف أخرى تتعلّق أساساً بالأشخاص المُكوّنين للشركة المُصدرة، كقدامى المساهمين الذين أولاهم المشرع العناية اللازمة وأعطاهم أحمية الإستمرار داخل هذا التجمّع الإقتصادي، فأى إكتتاب في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم يحتاج إلى مُوافقة المساهمين لإعتبارات عديدة، أهمها تحقيق العدالة والإستقرار داخل الشركة. فمن حيث تحقيق العدالة؛ إنهم أول من تحمّلوا

¹ يهتم القانون التجاري بالإئتمان إهتماماً بالغاً، ويتمثّل الإئتمان في منح المدين أجل للوفاء، فالتاجر غالباً ما يحتاج فترة زمنية من أجل تنفيذ تعهداته، خاصة أنه يأخذ وقت لقبض ثمن بضاعته، فالقانون التجاري هو الذي يحتوي مجموعة القواعد والأنظمة التي تعني بخلق أدوات إئتمان ومؤسساته وفي نفس الوقت يقوم بتدعيمه، فحماية وضمان الإئتمان وتدعيمه أساس إستمرار النشاط التجاري؛ حيث أن الثقة المدعّمة (الإئتمان) هي القلب النابض للتجارة. **نجيم أهتوت**، الوجيز في القانون التجاري، ط1، مكتبة الأنوار، د ب ن، 2020، ص08.

² **عبد الله جدة**، تدخّل القضاء التجاري في حياة المقاول، منشورات مجلة الباحث، سلسلة أبحاث قانونية جامعية مُعمّقة، ع 27، 2019/2018، ص109.

الوضع السيئ الذي كانت عليه الشركة سنوات تأسيسها الأولى، بالتالي من حقهم الإستمرار داخلها. أما من حيث تحقيق الإستقرار؛ فإن من شأن إكتتابهم في الأسهم المُصدرة جزاء التحويل أن يُحافظ على ذات التركيبة البشرية التي تتواجد عليها الشركة، دون إحداث تغيير كبير على السُلطات داخلها.

وعلى قدر المخاطر المُحيطة بالإدخار في سند الاستحقاق القابل للتحويل على قدر ما ترصده الشركة من إمتيازات، فكونها ورقة مالية فهي ليست بمعزل عن المخاطر التي تُحدق بالأوراق المالية عموماً، سواء كان مصدر هذا الخطر الشركة المُصدرة التي قد تُخالف ما أوردته في نشرة الإصدار من بنود تتعلق بمواعيد التسديد بشكل صريح أو حتى بطريقة مُبطّنة؛ كأن تتعمّد تضمين معلومات مغلوبة أو ناقصة أو مشكوك في صحتها، ولا يتوقّف الأمر عند هذه المخاطر فحسب؛ بل يتّسع ليشمل المخاطر المرتبطة بالسوق المالي الذي تتغيّر فيه المُعطيات المالية بإستمرار مثل نسب الفوائد التي تتحكّم فيها الحالة العامة للسوق، كوّن الشركة المُصدرة لا تُقدّر مُعدل الفائدة إعتباطاً؛ إنما بالنظر إلى حُزمة من المُعطيات التي يتواجد عليها السوق المالي الخاضع للوضع الإقتصادي العامة.

وأمام حاجة حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل المُتواصلة إلى تنويره بالمعلومات؛ فإن عقد الإصدار من شأنه أن يُبصره حول مضمون الإيجاب الذي تتوجّه به الشركة صوبه وصوب العشرات أو المئات من المُكتتبين؛ لأن المعلومات المُتضمنة فيه ذات أهمية قصوى بالنسبة لهم تجعلهم في وضعية دراسة كافية لمُعطيات الإصدار، لاسيما من حيث بيان الحجم الإجمالي للإصدار الذي تحتاجه الشركة والقيمة التي يحوزها كل سند مُنفرداً، بالإضافة إلى بيان كيفية دفع أقساط السند وكيفية التحويل وغيره، وذلك عن طريق صياغة بنود واضحة وصريحة لا تحمل أي غموض؛ لأن من شأن الطريقة المُتبعة في التحويل أن تضيّع عليهم فرص ربح أو العكس تُحقّق لهم مكاسب جمة، خصوصاً إذا صادفت مواعيد التحويل إزدهار كبير في سوق الأسهم التي سوف يتوصّلون بها مستقبلاً.

ولأن التحويل يُشكّل جوهر هذا النوع من السندات وميزتها الرئيسية التي تجعل منها نموذجاً مُستحدثاً بعيداً عن السندات الكلاسيكية المعروفة؛ فإن من شأن تفعيل هذا الخيار أن يُخلف آثار على المخاطبين به من حملة السندات القابلة للتحويل، بالإضافة إلى الشركة المُصدرة التي من

المُمكن أن تعجز عن سداد مقدار قرضها السندي دفعةً واحدةً، خاصة إذا كان حجم الإصدار ضخماً وعدد المُكنتبين هائل، لتستعين بتقنية التحويل وتتخلص من حجم مديونية السندات كلياً أو جزئياً، الأمر الذي يعود عليها بالفائدة؛ حيث ينقضي الدين الذي كان يُثقل كاهلها ويرتفع رأسمالها، مما يستوجب إعادة ضبط رقمه الجديد بموجب تعديل على عقدها التأسيسي وفق الأشكال المُتطلبية قانوناً حتى يكون ساري المفعول. وبخصوص مُلاك السندات الذين حوّلوا سنداتهم إلى أسهم؛ فإنهم يكتسبون وصفاً مُستحدثاً جرّاء إمتلاكهم أوراق مالية مُختلفة جوهرياً عن النظام القانوني الذي يحكم السندات القابلة للتحويل، فيتغيّر مركزهم القانوني تبعاً لتغيّر الأوراق التي يحملونها، ليتحملوا إلتزامات جديدة ويكتسبوا حقوق مُغايرة عن تلك التي ألقوها سابقاً، فيتقاضون الأرباح في مواعيد صرفها بدل الفوائد، ويضمنون البقاء داخل الشركة إلى أجل غير مسمى بعدما كانوا مُرتبطين مع الشركة بمُدّة معلومة قوامها ميعاد إستحقاق السندات.

فإذا كان حملة السندات القابلة للتحويل يحوزون هذه الحقوق طالما لم يطرأ على الشركة أي مستجدات تُذكر؛ فإن هناك طائفة أخرى من الحقوق تُضاف إليهم إذا أصابها طارئٌ مُفاجئ يؤدي إما لِحلها المُسبق الذي يُستتبع بالتسوية القضائية والإفلاس، أو إتخاذها قرار التحوّل إلى نظام قانوني مُغاير تماماً، إضافة إلى الحالة التي تُريد من خلالها ضم ماليتها إلى شركة أخرى في إطار ما يُعرف بالإندماج، أو حتى في الحالة العكسية التي تتفكك ذمتها المالية إلى ذمم مُجزأة في إطار ما يُسمى بالإنفصال، كل هذه المُتغيرات تفتن لها المشرع وحاول من خلالها الحفاظ على مركز حملة السندات القابلة للتحويل الحالية بوصفهم دائنين، والمُستقبلية بوصفهم مساهمين مُحتملين.

إن الرقابة النوعية التي تُمارسها النصوص القانونية على الشركة المُصدرة لا تقتصر على مرحلة إصدارها للسندات القابلة للتحويل ومدى إستيفائها للبنود الأمرة التي تحكم عمليتي الإصدار والإكتتاب؛ إنما تتجاوزها إلى رصد الحد الأقصى من الحماية لحملتها، عن طريق وضع شروط وموانع تحكم التصرفات القانونية التي تقوم بها شركة المساهمة خلال المرحلة اللاحقة للإصدار؛ حيث رصد المشرع حالات على سبيل الحصر يمنع فيها الشركة منعاً مُطلقاً من تجاوزها تحت طائلة البطلان، حماية للضمان العام المُقرّر لفائدتهم، كونها تسمّ بشكل مباشر رأسمالها الذي يُعد أهم الضمانات الممنوحة لهم، كالحالة التي تُقرّر فيها الشركة المُصدرة تخفيض رأسمالها أو

إستهلاكه أو تغيير طريقة توزيع الأرباح، على أن يمتد هذا المنع طيلة مدة القرض إلى أن ينتهي بسداده أو بتحويل السندات إلى أسهم.

إلى جانب العمليات الممنوعة منعاً باتاً، نجد عمليات أخرى لا يُمكن للشركة المُصدرة القيام بها في ظلّ سريان القرض السندي؛ إلا بتوفّر مجموعة من الشروط، وهذه العمليات لم يُدرجها المشرع على سبيل المثال حتى لا يقضي على الحرية الكاملة للشركة في إبرام ما تحتاجه من معاملات ضرورية؛ إنما حصرها في عملية إصدار أسهم نقدية جديدة وكذا دمج الإحتياجات أو الأرباح أو علاوة الإصدار في رأسمالها، بالإضافة إلى الحالة التي تُقرّر فيها إصدار سندات جديدة في ظلّ سريان القرض القديم. كل هذا المنع والتضييق على الشركة يصب في خانة حماية حملة السندات القابلة للتحويل بوصفهم دائنين ينظر إليهم القانون كمساهمين مُحتملين؛ لأن الثقة الظاهرة من جانب الشركة لا تُغني عن مراقبتها¹، فالواقع أن حماية المُتعاملين مع الشركة أمر يقتضيه تأمين حركة التعامل في المُجتمع ككل، خاصة أن مُخالفة القاعدة القانونية ليس بالأمر النادر؛ بل أضحت من الظواهر التي يتكرّر وقوعها نظراً لتشابك المصالح وتعدّد الحياة وكثرة التشريعات، فضلاً عن تعدّد التنظيمات القانونية التي تنظم موضوع واحد، فحماية المُتعاملين مع الشركة المُستهدفين بمراكزهم الموضوعية وليس الشخصية هي حماية ذات خصوصية، بإعتبارها وسيلة أوجدها القانون لإشباع الحاجة إلى الأمان في المُعاملات القانونية وتشجيعها²، فيتّضح مما سلف أن الإدخار في هذه السندات أمر مُثمر، كيف لا؟! ورأس مال الشركة مضمون والعائد جذاب للغاية وإذا أفلسَت الشركة تكون الأولوية لهؤلاء الدائنين في إقتضاء حقوقهم، هذه الأسباب وأخرى تجعل إختيار المدخرين لسندات الشركة دائم بالتأكيد³.

في ذات السياق، يظهر لنا جلياً أن النصوص التشريعية سخّرت آليات مُختلفة ضمن مواد مُتفرّقة لرقابة منحى الإدخار في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، تشجيعاً لتوظيف الفوائض المالية وتقليلاً من إكتنازها، وقرّرت الوسائل اللاّزمة من أجل إتخاذ القرارات الجماعية داخل جمعيات خاصة، كوّن القرض السندي يتم جماعياً، فيتوّجّد موقف حملة السندات ليشكّل قوة ضد

¹ _la confiance n'exclut pas le contrôle.

² _سعودي حسن سرحان، نحو نظرية لحماية الغير المتعاملين مع الشركات التجارية (دراسة تحليلية-تأصيلية-مقارنة)، د ط، د د ن، الجزيرة، د س ن، ص 51.

³ _Thierry Bechu, économie et marchés financiers perspectives 2010-2020, Eyrolles, Paris, p. 227.

أي تصرفات صادرة من الشركة ومن شأنها المساس بحقوقهم؛ لأن المكتتب في السند يكسب حقا لا يمكن مُنازعتة فيه أو التقليل من مقداره.

تأسيسا على ما تقدّم؛ فإن عنوان سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم يُثير نقاط قانونية مُهمة تستدعي الإحاطة بجوانبها. فالواقع أن الرؤية التي إنطلق منها هذا البحث وكانت سبباً في الإستقرار على التوسّع فيه؛ إنما تستمد عناصرها من عدم العلم الكافي بهذا النوع الجديد القديم إن صحّ القول من الأوراق المالية، فسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم لم تحظى بالعناية البحثية الكافية من قبل الباحثين الجزائريين رغم الأهمية القانونية لها التي تستمدها من أهمية شركة المساهمة ككل والتي بدورها لا تحتاج إلى تأويل، عكس الأسهم التي نالت حصة الأسد من البحوث؛ بل تكاد تُشكّل الموضوع الوحيد المبحوث فيه بخصوص السندات المالية الصادرة عن شركة المساهمة، فالتركيبة الهجينة لهذه السندات جديرة بالبحث والإهتمام؛ لأنها تسمح لحاملها من الإنتقال بين النصوص القانونية المنظمة لشركة المساهمة بطريقة سلسة تستدعي التوسّع في معرفتها. فإذا كان قانون الشركات الفرنسي الصادر في 24 يوليو سنة 1966 سبّاق إلى تنظيم هذه الورقة المالية؛ فإن المشرع الجزائري لم يكن مُبدعاً في تنظيمها؛ إنما حذا حذوه ولو متأخراً نوعاً ما، الأمر الذي يقتضي التأكيد بشأن هذا التنظيم والبحث في المواطن التي اختلف فيها التشريعان وأي فراغات مازالت تُصادف تُصادف تنظيم أحكامها وكان التشريع الفرنسي قد تفتّن إليها. كما أن الرغبة اللامتناهية من قبل المُدخرين للولوج إلى عالم الإستثمار وخوض تجارب داخل شركات المساهمة تستدعي توفير نوع من المُرافقة القانونية، زيادة على أن البحث في مواضيع الشركات التجارية من أهم المسائل القانونية التي تجذب إهتمامنا وتُثير ميولنا، بداية من دراستنا الأولية في سلك الماستر فرع قانون إقتصادي؛ حيث سمحت لنا الفرصة الحالية في الدراسات العليا من توسيع معارفنا في هذا المجال وإثرائها.

غير أن الرغبة الجامحة في خوض غمار البحث في هذا العنوان إصطدمت بجُملة من العراقيل، بدايتها كان بقلة المواد القانونية المنظمة لهذه السندات ضمن القانون التجاري، وكثرة الإحالات إلى ما يتعلّق بالأوراق المالية عموماً وما يتعلّق بالأسهم على وجه الخصوص، الأمر الذي فرض علينا العودة إلى النصوص المُتعلقة بالتنظيم الجماعي لحملة الأسهم بشيء من الإسهاب، كما لا نُنكر أننا وجدنا صعوبة في بداية البحث بشأن قلة المؤلفات المُتخصصة اللّهم إلا إثنين أو ثلاثة، بالإضافة إلى أبحاث قصيرة في ذات العنوان، فلم يُثير هذا العنوان فضول

القانونيين ربما إعتقاداً منهم أن السندات موضوع إقتصادي بحت، ناهيك عن نُدرة الإجتهادات القضائية الجزائرية فيما يتعلّق بالأوراق المالية الصادرة عن شركة المساهمة، ومَرَدُّ ذلك هو إنعدام المنازعات المُتعلّقة بشركات المساهمة ككل، مما أصبغ على الموضوع صمت قضائي غير محمود. كما لا يخفى أن هذا العنوان يعكس جانب إقتصادي أيضاً، الأمر الذي إستلزم منا بذل جهد إضافي في البحث طالما أنه ليس من إختصاصنا، من أجل تبسيط الصياغة وحرصاً على ألاّ ننحرف عن مسار الدراسة.

إن الغاية من ضبط النظام القانوني الذي يحكم سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تستدعي في البداية تحديد مفهومها، عن طريق رصد مختلف التعريفات الواردة بشأنها وإبراز الإختلاف بينها، فالتعريف من شأنه أن يضع القارئ في الصورة حول مآل الدراسة وأبعادها. وزيادةً على تعريفها، نتوقّف عند تحديد الخصائص التي تقوم عليها والتي تحجز لها مكانة مميّزة إلى جانب بقية الأوراق المالية الصادرة عن شركة المساهمة.

كما أن موضوع سندات الاستحقاق القابلة للتحويل يضع شركة المساهمة كنظام قانوني مُتكامل في مَوْضِع إلتماس مع مواضيع إقتصادية عديدة، يظهر هذا بالأخص من خلال التوسّع في الحديث عن مزايا الإدخار في هذا النوع من الأوراق المالية وكذا العيوب التي تُخفيها. ولأنّ الشركة لا تقتصر على إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل؛ إنما تتجاوزها إلى إصدار أوراق أخرى قد تؤدي ذات وظيفتها أو وظيفة أخرى مُكمّلة لها، الأمر الذي يقتضي بيان أوجه الشبه والفرق بينها، إضافة إلى التفرقة بينها وبين أنظمة قانونية قد تتداخل وإياها في نقاط مُشتركة.

حتى نكون أمام ورقة مالية يُصطلح عليها بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، يجب المرور بسلسلة من المراحل المُختلفة التي تُشرف عليها شركة المساهمة الراغبة في إنماء ذمتها المالية والباحثة عن بدائل تمويلية غزيرة، بداية بتقريرها إصدار السندات بعد إستيفاء الشروط المُتطلّبة قانوناً، مروراً بإكتتاب الجمهور فيها، لينجح الإكتتاب أو يفشل بإختلاف المُعطيات التي كانت تحوزها الشركة، والتي لها أن تستعين بخبرات جهات خارجية لتسويق إكتتاباتها في إطار ما يُسمى بتوظيف السندات، لاسيما إذا كان حجم القرض كبير.

من بين غايات هذا البحث أيضاً، تحليل المُواجهة التي قد تثور بين حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وبين شركة المساهمة المُصدرة لإختلاف المراكز بينهما، رغم

أن الهدف واحد هو تحقيق أكبر قدر من المكاسب مُقابل أدنى قدر من الخسارة في ظلّ منطِق إقتصادي سليم، فالمُواجهة أساسها المساس بالحقوق التي تمنحها السندات لحملتها والتي تُحاول الشركة الإنقاص منها أو إلغائها، سواء كانت حقوق عادية مُتفق عليها في نشرة الإصدار، أو حقوق تنتج جرّاء ما تُبرمه الشركة من تصرفات وكان المشرع سبّاق للإشارة إليها، مع الأخذ بعين الاعتبار أن إستيفاء حملة السندات لحقوقهم مُتوقّف أساساً على أدائهم لمجموعة من الإلتزامات، فرضتها عليهم الشركة ووافقوا عليها صراحة، مما يعني أن الأداءات مُتقابلة وكل طرف مدين للآخر.

إن حماية مركز حملة سندات الاستحقاق من أهم المسائل التي يُثيرها هذا الموضوع، لمعرفة إن كان الضمان العام المُتمثّل في رأسمال الشركة المُصدرة كافي للوفاء بالإلتزاماتها، أم أنها في حاجة إلى ضمانات أخرى إضافية بهدف إنجاح الإكتتاب؛ ولأن الضمان بحاجة إلى حماية، سوف نتوقّف عند مدى فعالية الوسائل العامة والخاصة المنصوص عليها في الشريعة العامة لحمايته.

لما كانت الشركة المُصدرة تعقد قرصاً عاماً، فمن المؤكد أن المُكتتبين فيه سوف يتجاوز العشرات، ونظراً لعددهم الكبير ومصالحتهم الواحدة، إقتضى الأمر ضرورة تجمّعهم ضمن كتلة للدفاع عنها، توحيداً لأرائهم بشأن ما تعقده الشركة من تصرفات تمسّ حقوقهم، مما يسمح بإيصال مُعارضتهم إليها وطرق باب القضاء إذا إستلزم الأمر، هذا كله يتم عن طريق جهاز خاص يُصطلح عليه بوكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، يتّأس الكتلة وينقل إرادة أعضائها الحرة والصريحة إلى الشركة. هذه المسائل وأخرى تُشكّل جوهر بحثنا، الذي حاولنا من خلاله التطرّق لمختلف المسائل التي تطرحها هذه السندات، عن طريق وصف وتحليل النصوص القانونية المُختلفة، وكذا المُقارنة بينها للخروج بمُعالجة شاملة ومُتكاملة للمسائل الشائكة؛ ولعل الإشكال الرئيسي الذي يفرضُ نفسه بإلحاح هو: ما مدى كفاية النصوص القانونية الجزائرية والمقارنة المنظمة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم في أن تمنح لشركة المساهمة طرق بديلة لتمويل مشروعها؟ وإلى أي حد وفّقت هذه النصوص في تنظيمها ومُعالجة جميع الإشكالات التي تُثيرها؟.

وكون هذا العنوان فقير من حيث الدراسات السابقة، الأمر الذي كان من الضروري التوسّع فيه بالوصف والتحليل والمُقارنة، فالوصف يشمل جميع المواد القانونية التي عنيت بتنظيم سندات

الاستحقاق القابلة للتحويل والتي تُحدّد لنا مجال الدراسة، أما التحليل قصد الإلتفاف حول الموضوع وبيان أبعاده ومواطن القصور التي تعترضه، أما المُقارنة فترجع إلى كُون دراسة الموضوع بالإعتماد على القانون الجزائري لوحدته ستكون قاصرة على توضيح الصورة وإيجاد الحلول للنقائص المُسجلة، مما يُحتم علينا الإستجداد بما تضمنته التشريعات الأخرى، كتلك التي لها إرث كبير على غرار التشريع الفرنسي، إضافة إلى بعض القوانين العربية لاسيما أن أغلبها تقريبا أفرد شركة المساهمة أو الشركات التجارية بنصوص مُستقلة عن القانون التجاري، فمن الممكن أن نجد إجابات لتساؤلات نُثيرها ولا نلقى إجابة لها، كما تُمكننا هذه المقارنة من تقييم المكانة التي يحوزها التشريع التجاري الجزائري في الجوانب المُتعلقة بهذه المسألة، أسوة بغيره من التشريعات المغربية والعربية.

للإحاطة بتفاصيل الموضوع، تم الإستقرار على حُطة عمل ثنائية الأبواب؛ أولها مسمى بـ "مدخل لدراسة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم"، يعتني بتسليط الضوء على ماهية سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في الفصل الأول، على أن يُتبع بالعمليات القانونية الواردة عليها في الفصل الثاني. أما الباب الثاني مُعنون بـ "المركز القانوني لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم"، مُفرّع بدوره إلى فصلين؛ يتناول الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها، أما الثاني يُعالج التنظيم الجماعي لهيئة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم.

الباب الأول

مدخل لدراسة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الباب الأول

مدخل لدراسة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

استجابت الإرادة التشريعية لتطلعات شركة المساهمة بإعتبارها من أعمدة الشركات التجارية، ووقّرت لها كل السبل من أجل إستمرارها داخل السوق بأفضل كيفية مُمكنة، بعثا للتنافسية ودعما للإقتصاد القومي، خاصة أنها في حاجة دائمة إلى الإمداد المالي طيلة مختلف مراحلها، وهو ما يُترجم في حاجتها الملحة للإقتراض من مصادر مُتباينة تكون فيها مُدخرات الغير إحدى البدائل المعروضة أمامها، فتستجد بها الشركة في عديد الأحيان بالنظر للمزايا العديدة التي تتطوي عليها بخلاف الإقتراض من جهات رسمية أخرى لأسباب نكتشفها لاحقا، فعملية الإقتراض هذه تتم عن طريق إصدار شركة المساهمة لسندات يُصطلح عليها بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، إعتنى القانون التجاري بتنظيمها ضمن الشق المُتعلق بالأوراق المالية الصادرة عن شركة المساهمة نظرا لأهميتها، فهي أفضل وسيلة لإشراك الغير من ذوي الذمم المالية العامرة في تمويل شركات المساهمة على مدى زمني ليس بالقصير.

وقد تناول هذا التنظيم العديد من النقاط التي تستدعي الضرورة البحثية الوقوف عندها لدراستها وتحليلها بإسهاب ضمن بابين؛ الباب الأول تم التطرق فيه لعدة محاور مُهمّة وقُسم إلى فصلين، سُمي **الفصل الأول** منه بـ "ماهية سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم"، وسُمي **الفصل الثاني** بـ "العمليات القانونية الواردة على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم"؛ لذا فإن ضبط عنوان هذا الباب يجمع بين شقين، شق مفاهيمي فقهي خالص يقوم على عرض التعريفات المختلفة لهذه السندات ويُميّزها عما يُشبهها من نظم أخرى، يُضاف له شق آخر قانوني خالص كذلك، يستعرض بالتسلسل كل التصرفات القانونية التي ترد على هذه السندات، منذ أن تُقرّر الشركة إصدارها لغاية أن تُسوّق لها بأفضل كيفية حتى تصل إلى أيدي حاملتها بعد إكتتابهم فيها وفق ما تتطلبه النصوص التشريعية من أحكام.

الفصل الأول

ماهية سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الفصل الأول

ماهية سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تتعدّد جهات إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، وتُشكّل شركة المساهمة واحدة من أنشط مُصدريها؛ لأن القانون التجاري قد أولاها عناية خاصة ووضع أمامها مختلف الآليات التي تُساعدُها على توسعة نشاطها، نظراً لأثرها البالغ في دفع عجلة الإقتصاد الوطني، فشركة المساهمة لما لها من خصوصية تُعتبر من أنسب التنظيمات التي تستوعب تنظيم مختلف الأوراق المالية على تنوعها، ولا تتوقّف هذه الشركة على إصدار هذا النوع من الأوراق المالية فقط؛ بل تتعداها لتشمل الكثير منها، مما يجعلها في مواطن إلتماس معها في عديد الأحكام التي تسري عليها. ومن أجل رواج التعامل بهذا النوع من المُنتجات المالية، لا بُدّ من إزالة اللبس بشأن الإطار العام الذي يُنظمها، تعزيزاً للثقة المُتبادلة بين الشركة وحملة السندات القابلة للتحويل، الأمر الذي يؤدي إلى مُضاعفة الإقبال عليها من المدخرين، فتزدهر تبعاً لذلك الحركة الإقتصادية أسوة بتطور منحنى نشاط شركة المساهمة المُصدرة.

إن البحث في ماهية سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم يستدعي بيان مفهومها بدقة، عن طريق رصد مختلف التعريفات الواردة بشأنها (المبحث الأول) التي حاولت أن تحجز لها مكانة خاصة إلى جانب بقية الأوراق المالية التي تبنتها الأنظمة المختلفة، ولتوضيح هذا المفهوم أكثر، يجب أولاً تمييزها عن النظم الأخرى المشابهة لها سواء كانت صادرة عن شركة المساهمة أو صادرة عن جهات مُغايرة؛ لكن تؤدي ذات وظيفتها أو وظيفة أخرى قريبة منها إذا هُيأت لها ظروفها الخاصة (المبحث الثاني)؛ لذا من الممكن أن تتقاطع وإياها في نقط تماثل وإختلاف كثيرة، هذا التقاطع من شأنه أن يُثير مسألة التكييف القانوني لها، الذي يُفرز بدوره آثار لاحقة بخصوص بيان مركز أطرافه، سواء بالنسبة للشركة المُصدرة أو بالنسبة للدائن حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم.

المبحث الأول

مفاهيم أساسية حول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تُشكّل موضوع قديم جديد يحتاج لرؤية مُستحدثة¹ لما يُثيره من غموض حول تحديد مفهومها، وقد تعدّدت الإجهادات والآراء الفقهية حول وضع مفهوم دقيق لها، في المقابل تخلّفت أغلب التشريعات المقارنة بما فيها المشرع الجزائري عن ذلك، فتوجّه فريق من الفقه الذي يُشكّل الأغلبية في معرض حديثه عنها إلى وضع تعريف لها يستند على الصفة الرئيسية التي تُخرجها من طائفة السندات الأخرى؛ ألا وهي خاصية التحويل، التي تُشكّل ميزة فارقة في هذا النوع من الأسناد، والبعض الآخر خصّها بزاوية مُغايرة إستنادا للغرض العام من إصدارها الذي يختلف جوهريا عن إصدار باقي الأوراق المالية الأخرى لاسيما الأسهم، ولم يتوقّف الأمر عند هاتين الطائفتين من الفقه؛ بل إمتد ليشمل جانب ثالث الذي لم يُركّز على خاصية التحويل فحسب؛ إنما أعطاهما نظرة شمولية أكثر إستنادا إلى جميع المُميزات التي تقوم عليها؛ لأنها لا تتركّب من صفة واحدة أو إثنين، ولا تقلّ باقي الصفات الأخرى أهمية عن خاصية التحويل (المطلب الأول).

ويكاد يلتصق مصطلح الإستثمار والإدخار بمصطلح السندات -التي من بينها سندات الاستحقاق القابلة للتحويل-، فمن مُميزات هذا العنوان أنه يعكس ظل إقتصادي، كوّن القانون التجاري يتّصل إتصالا وثيقا بعلم الإقتصاد، فهذا الأخير يبحث عن إشباع الحاجات الإنسانية عن طريق موارد الثروة، وعلم القانون يُنظّم وسائل الحصول على هذه الحاجات وتحقيقها، فالأشياء أو الأموال التي يهتم رجل الإقتصاد بعوامل إنتاجها وتداولها وإستهلاكها ذاتها يهتم رجل القانون ببيان نظامها، كلّ من ناحيته².

¹ حسن حسني، التمويل بالسندات .. وتنشيط سوق المال (رؤية جديدة .. لموضوع قديم)، مجلة المدير العربي، ع 92، أكتوبر 1985، ص 25. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/67645> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/01/01 على الساعة 22:17.

² سميحة القيلوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، ج 01، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2012، ص 17. أيضا نادية فضيل، القانون التجاري الجزائري (الأعمال التجارية-التاجر-المحل التجاري)، ط 06، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 13.

كما لا يستوي الحديث عن بيان مفهومها دون التطرق إلى تقييمها كأداة إدخار، والتقييم لا يخرج عن ذكر إيجابيات وسلبيات النظام محل الدراسة، ولتتضح الرؤية أكثر حول هذا المصطلح، يجب التطرق لبيان طبيعته القانونية (المطلب الثاني) بطرح مختلف الآراء الفقهية حوله؛ لأن البعض لا يُخرجه عن صنف العقود الكلاسيكية، بينما البعض الآخر يعتبره من العقود النموذجية.

المطلب الأول

تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وخصائصها

يُسلط الضوء في هذا المطلب على طائفة السندات التي تُمثّل تمويل عن طريق الإقراض، وتُشكّل رسوم ديون على ذمة الشركة المُصدرة لها، والتي من الممكن أن تُعطي الحق في منح سندات أخرى تُمثّل حصة في رأسمالها عندما تجتمع جملة من الشروط المُترابطة، وتأخذ سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الشكل القانوني لها.

وردت تعريفات مُتعدّدة لسندات الاستحقاق من أهل اللغة والإصطلاح، مع محاولات تعريفها من قبل الفقه والسلطات التشريعية المقارنة، وأمام ما سُجل من نقائص لاسيما من قِبَل التعريفات التشريعية التي غاب عنها تعريف صريح وواضح، لا مانع من الإجتهد في وضع تعريف خاص يجمع بين جُلّ التعريفات المطروحة ويُغطي النقائص المُسجلة (الفرع الأول)، وكان مردّ تباين التعريفات الفقهية المختلفة يستند إلى الخصائص التي تقوم عليها هذه السندات، فمن هذه الخصائص ما يُدرجها مع عداد باقي الأوراق المالية الأخرى كونها أحد أنواعها، ومنها ما يُفرد لها مكانة مُميزة بإعتبارها قابلة للتحويل إلى نظام قانوني مُغاير (الفرع الثاني).

الفرع الأول

تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إنطلاقة أي دراسة عادة ما تكون بتحديد مضمونها وتحليل المُفردات التي يتكوّن منها عنوانها، الأمر الذي لا يتم إلا بوضع مفهوم دقيق لموضوع البحث عن طريق تفكيكه وإعادة تركيبه لإستخلاص معناه، لاسيما أن عنوان سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم يتكوّن من شطرين؛ الثاني يُخصّص المعنى الأول، وقد تم رصد عدة تعريفات لسند الاستحقاق القابل للتحويل

إلى سهم لغة، كما عرّف إصطلاحاً؛ تشريعاً وفقها، بالإضافة إلى ما تم التوصل إليه كتعريف خاص؛ لذا قسّم الفرع إلى خمس نقاط، كالتالي:

أولاً: التعريف اللغوي

تم الإستقرار في آخر المطاف على إدراج التعريف اللغوي لسند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم كونه أحد أنواع السندات؛ لأن الأخيرة شاع إستعمالها في التشريعات القانونية المقارنة بدلالات مختلفة، فكل مشروع إستعمل مصطلح خاص به¹، لاسيما أن للإسم أو المصطلح أثر بالغ الأهمية في بيان طبيعة المسمى، هذا التباين المُسجّل في الصياغة يقضي تحديد التسمية الصحيحة التي أخذ بها أي تشريع محل المقارنة، على أن تُحترم تسمية كل مشروع خلال أطوار الدراسة.

السَّنَدُ فِي اللُّغَةِ: مَا قَابَلَكَ مِنَ الْجَبَلِ مِمَّا عَلَا عَنِ السَّفْحِ، وَجَمَعُهُ أَسْنَادٌ²، وَتُعَدُّ هَذِهِ الدَّلَالَةُ أَصْلُ كَلِمَةِ سَنَدٌ ثُمَّ تَوَلَّدَتْ مِنْهَا دَلَالَاتٌ تَحْمَلُ مَعَانِي أُخْرَى كَالسَّنَدِ الْمُعْتَمَدِ، يُقَالُ فُلَانٌ سَنَدٌ أَيْ مُعْتَمَدٌ³ أَيْ مَا يُعْتَمَدُ عَلَيْهِ، فَكَأَنَّهُ مَأْخُودٌ عَنِ جَبَلٍ مُعْتَمَدٍ لِلأَرْضِ فِي تَبَاتِهَا وَالْجَبَلُ فِي فَمِ الوَادِي مُعْتَمَدٌ لِلْمَاءِ تُرْكَنُ إِلَيْهِ، وَمِنْ هُنَا صَارَ السَّنَدُ كُلُّ مَا يُعْتَمَدُ إِلَيْهِ، فَيُقَالُ: فُلَانٌ سَنَدٌ بَنِي فُلَانٍ؛ إِذَا كَانَ مُعْتَمَدُهُمْ فِي أُمُورِهِمْ⁴.

أما جَمْعُ سَنَدٍ فَهُوَ أَسْنَادٌ، وَلَمْ تُجْمَعْ جَمْعاً غَيْرَهُ، وَهَذَا هُوَ الْجَمْعُ الْقِيَاسِي؛ إِذْ يُجْمَعُ الْإِسْمُ عَلَى وَزْنِ (فَعَل) عَلَى وَزْنِ (أَفْعَال)، وَعَلَى الرَّغْمِ مِنْ أَنَّ هَذَا الْجَمْعُ جَمْعُ قَلْبَةٍ؛ إِلاَّ أَنَّ عَدَمَ وُجُودِ جَمْعٍ كَثْرَةٍ لِـ (سَنَدٌ) يَفْرِضُ عَلَيْنَا إِسْتِخْدَامَهُ.

¹ على أن يُستعمل المصطلح الذي أخذ به كل مشروع. وبناء على ما سبق، يلاحظ تباين في موقف التشريعات المقارنة من التسمية، فبعضهم إصطلاح عليها بسندات القرض القابلة للتحويل كالمشروع المغربي والبحريني والأردني، في حين أطلق عليها المشروع الكويتي مصطلح سندات الدين القابلة للتحويل وهو كذلك بالنسبة للمشروع السعودي الذي سماها أدوات الدين، أما المشروع التونسي سماها الرقاع القابلة للتحويل، وتشابه المشروع الجزائري مع المصري؛ فالأول سماها سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، أما الثاني سماها السندات القابلة للتحويل وهي ذات التسمية التي أطلقها عليها المشروع الفرنسي les obligations convertibles en actions.

² ابن دريد، جمهرة اللغة، تصحيح حيدر آباد، ج 02، ط 01، د ب ن، 1344هـ، ص 266.

³ أبي نصر إسماعيل بن حماد الجوهري، الصحاح (تاج اللغة وصحاح العربية)، تحقيق محمد محمد تامر - أنس محمد الشامي - زكرياء جابر أحمد، مج 01، د ط، دار الحديث، القاهرة، 2009، ص 564.

⁴ بطرس البستاني، قطر المحيط، ط 02، مكتبة لبنان، لبنان، 1995، ص 273.

وَقَدْ شَاعَ فِي اللُّغَةِ الْمُعَاَصِرَةِ إِسْتِخْدَامُ (السَّنَدَاتِ) جَمْعًا لـ (سَنَدٌ) وَهُوَ جَمْعٌ غَيْرٌ مَسْوُوعٌ؛ ذَلِكَ أَنَّ جَمْعَ كَلِمَةٍ (سَنَدٌ) لَيْسَتْ مُؤَنَّثًا وَلَا مَصْدَرًا حَتَّى يُصَاغَ جَمْعُهَا جَمْعَ مُؤَنَّثٍ سَالِمٍ¹.

أَمَّا الْقَرْضُ² فَهُوَ بِمَعْنَى الْقَطْعِ، وَالْقَرْضُ مَا يَنْجَازِي بِهِ النَّاسُ بَيْنَهُمْ وَيَتَقَاضُونَ وَيُعْطَى مَنْ الْمَالِ لِيُقْضَى، وَالْجَمْعُ قُرُوضٌ؛ فَيَسْمَى الْمَالُ الَّذِي تُعْطِيهِ لِغَيْرِكَ ثُمَّ تَتَقَاضَاهُ مِنْهُ قَرْضًا؛ لِأَنَّهُ قَطَعَهُ مِنْ مَالِكِ، وَإِسْتَقْرَضَ: طَلَبَ الْقَرْضَ، وَأَقْتَرَضَ: أَخَذَهُ³.

ثانيا: التعريف الإصطلاحي

يُعرف السند في إصطلاح الإقتصاديين أنه: "صك قابل للتداول يُمثل قرضا، يُعقد عادة بواسطة الإكتتاب العام، وتُصدره الشركات أو الحكومة وفروعها، ويُعتبر حامل السند دائنا للشركة ولا يُعدّ شريكا فيها"⁴، وقيل أيضا أن: "السندات عبارة عن وثيقة بقيمة مُحدّدة، يتعهد مُصدرها بدفع فائدة دورية لحاملها في تاريخ مُحدّد"⁵.

ثالثا: التعريف الفقهي

تباينت تعريفات سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم لدى الفقه، وتوجّهت أغلبها إلى سند الاستحقاق بوجه عام؛ ومردّ الإختلاف هو الزاوية التي يُنظر منها لهذه السندات، كَوْن بعضهم

¹ يُفهم من المعنى، أن الأسناد هو الجمع الصحيح لمفرد السند. وعليه؛ فإن صياغة المشرع الجزائري قد جانبت الصواب.

² القرض بالنسبة للتشريعات المشرقية التي تستخدم هذا المصطلح.

³ ابن منظور، لسان العرب، ج03، د ط، دار الكتب العلمية، د ب ن، 2003، ص216. عن يوسف محمد المصاروة، المركز القانوني لمالكي أسناد القرض التي تصدرها الشركات -دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص القانون الخاص، قسم القانون الخاص، كلية الدراسات القانونية العليا، الجامعة العربية للدراسات العليا، عمان، 2006، ص08.

⁴ عبد اللطيف أركان-إيمان عبد الله جاسم، الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مجلة جامعة تكريت للعلوم العلمية، مج01، ع22، 2014، ص10. متوفر على الرابط: <https://iasj.net/iasj/issue/5479> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/04/06 على الساعة 20:00.

⁵ أحمد عبد الحفيظي-عادل سلمان، كيفية تقييم الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الإقتصادي، مج01، ع02، د س ن، ص205. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/36686> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 11:46.

يُسلط النظر على الناحية الشكلية لها، باعتبارها صكوك تُمثّل علاقة مديونية¹ بين الشركة² والمقرض، أما البعض الآخر ينظر إليها من زاوية العناصر الجوهرية المكونة لها التي تُميّزها عن سائر الأوراق المالية الأخرى. وقد نبغ هذا الإختلاف من منطلق كون سندات الاستحقاق ورقة مالية وما أثير حول طبيعة الأوراق المالية من لغط، ففي المفهوم التقليدي تتجسد القيمة المنقولة للسند كونه أحد أشكال دعامة الحق؛ لأنه يتم إثبات السند الإسمي بموجب سجل خاص، أما السند لحامله هو التمثيل المادي للحق المُجسد فيه؛ لكن الأسناد المالية في المفهوم الحديث لها قيمة تدوينية معزولة عن الشخصية الفردية³، كما إعتبرت سندات القرض ذات طبيعة منقولة *caractère des biens interchangeable et mobilier à fonds* تندرج ضمن تعداد الأموال المثلية *des biens interchangeable et mobilier à fonds*.⁴ أمام تباين وجهات النظر؛ فإنه من الضروري حصرها تحت عناوين تشترك فيها وتنفرد بها عن غيرها، كالتالي:

أ - تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بالنظر لخاصية التحويل

إن مصطلح سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم مُركّب إضافي يتكوّن من لفظين؛ أولهما "سندات الاستحقاق"، وثانيهما "قابلة للتحويل"، هذا المُركّب الأخير أخرج هذا النوع من السندات عن طائفة باقي السندات الكلاسيكية الأخرى التي تُمثّل قيمة قرض على ذمة الشركة لا غير، في حين شكّلت القابلية للتحويل صنف جديد من ذات النوع.

¹ غير أنها تختلف عن علاقة المديونية الناتجة عن دين عادي، فالأخير يكون فردي لأجل قصير مبدئياً؛ أما سندات القرض تُمثّل دين جماعي لأمد متوسط أو طويل، كما أنها تفرض على حاملها الدخول في تكتل مُنظم بقوة القانون.

² الشركة هي الشكل القانوني الذي تتخذه الملكية الصناعية الإرادية للمشروع الرأسمالي، الذي يُعد حاصل العلاقات القانونية والإقتصادية بين المدخرات والأعمال المادية والمعنوية وحقوق الملكية. فالشركة هي أحد الأشكال التي يضعها القانون تحت تصرف المشروع؛ فإن شاء يتبناها لينظم ويُحدّد المراكز القانونية المختلفة، التي قد تتباين مع الأسس الإقتصادية التي تستعملها كمرجعية في إتخاذ قراراتها ضمن إطار علاقاتها مع غيرها. المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة (دراسة في الأسس الإقتصادية والقانونية)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008، ص14.

³ ج. ريبير-ر. روبلو، المطول في القانون التجاري، ترجمة إلى العربية منصور القاضي-سليم حداد، مج02، ج01، (الشركات التجارية)، ط01، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2008، ص724.

⁴ نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير في القانون، تخصص القانون الخاص، فرع القانون التجاري، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة السانيا، وهران، 2000، ص03.

حسب الفقيه الفرنسي Fronçoi pasQualini؛ فإن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم هي: "سندات تُعطي لأصحابها حق طلب تحويلها إلى أسهم، على أن يُصبحوا شركاء في الشركة بعد تحويلها"¹، مما يعني أنها وسيط بين التحويل بالمدىونية والتمويل بالملكية².

كما رأى بعض الفقه المغربي أنها: "سندات من نفس الطبيعة، تمتاز عن سندات القرض العادية بكونها تُعطي لحملتها الحق في إختيار تحويلها إلى أسهم في أي وقت أو في أي أجل تُحدده الشركة المُصدرة"³، بالتالي تُحول لحاملها (المدخر) خيار تحويلها لأسهم، مما يُجنبه المخاطر السلبية للسندات في أوقات التضخم التي تتآكل فيها الفوائد⁴.

من جانب آخر، عرّفها الفقه العراقي أنها: "السندات التي يكون لأصحابها الحق في تحويلها إلى أسهم وفق شروط مُعيّنة، لتتغير مراكزهم من دائنين للشركة إلى شركاء فيها، لهم نصيب من الأرباح وحق المشاركة في الإدارة"⁵.

أخيرا وليس آخرا، عرّفها الفقه الجزائري أنها: "سندات تصدر بقرار من الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، تمنح لحاملها حق تحويلها لأسهم وإقتضاء قيمتها إذا رغب في ذلك بواسطة المقاصة مع باقي السندات"⁶.

¹ بهية هوداف، إنعكاس إنضمام الجزائر إلى النظام الإقتصادي الجديد على الإستثمار في القيم المنقولة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في الحقوق، فرع القانون الخاص، كلية الحقوق سعيد حمدين، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة، 2015/2014، ص115.

² يوسف منصوري، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 01 بن يوسف بن خدة، 2019/2018، ص61.

³ فؤاد معلال، شرح القانون التجاري المغربي الجديد، ط02، د د ن، د ب ن، د س ن، ص187.

⁴ كناكريه عز الدين محيي الدين، محددات استخدام سندات الشركات كأداة تمويل وإستثمار من قبل الشركات المساهمة والمستثمرين في الأردن، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن، 2010، ص13. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/RECORD/637247> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/11/02 الساعة 17:35.

⁵ سلوان تركي مجيد، التنفيذ على الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة، رسالة ماجستير، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة النهرين، العراق، 2018، ص34.

⁶ نادية مطلاوي، النظام القانوني لحرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص قانون الأعمال، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2015، ص32.

من خلال ما سبق، يتبين أن هناك من الفقه من يرى في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تلك الصكوك التي من الممكن أن تمنح لحاملها خيار التحوّل إلى مساهم؛ ولعل هذه الخاصية هي أهم ما يميّزها عن باقي السندات الأخرى المشابهة لها في التسمية أو حتى في النظام القانوني الذي تخضع له.

ب- تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بالنظر إلى الغاية من إصدارها

لم يتوقّف الجانب الثاني من الفقه في تعريفه لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم على خاصية التحويل فقط؛ إنما كانت نظرتة شمولية أكثر، لتمتد إلى الهدف من إصدارها الذي يختلف عن إصدار الأوراق الأخرى. فخصّها الفقيه روبلو بالقول أنها: "سندات قابلة للتداول، تُصدرها شركة المساهمة لتقترض رأسمال مُهم لأجل طويل إجمالاً، وتُقسّم دينها إلى عدد كبير من القسائم لكل دائن، وهو دين ثابت على الشركة من أجل دفع الفائدة الموعودة وإبقاء رأس المال المُقرض؛ لكن لا يأخذ في ذات المعنى أن هذا الدين ذو طابع إنفرادي ضد الشركة"¹.

وعاد ذات الفقه الأردني وعرف السند أنه: "وعد مكتوب من قبل المُقترض بدفع مبلغ مُعيّن من المال إلى حامله، مع الفائدة المُستحقة على القيمة الإسمية له بتواريخ مُحدّدة"².

وعرفه أبو زير رضوان كونه: "صك قابل للتداول، يُثبت حق حامله فيما قدّمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المُستحقة وإقتضاء دينه في الميعاد المُحدّد لإنهاء مُدة القرض"³.

في حين رأى عمار عمورة أنها: "سندات تُطرح للإكتتاب العام، تُصدرها شركة المساهمة التي تحتاج إلى أموال جديدة لمُدّة طويلة، تمنح أصحابها حق الحصول على فائدة سنوية إضافة إلى إسترداد قيمة السند في ميعاده"⁴.

¹ ج. ريبير - ر. روبلو، مرجع سابق، ص 725.

² كناكريه عز الدين محي الدين، مرجع سابق، ص 20.

³ رضوان أبو زير، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن، د ط، دار الفكر العربي، القاهرة، د س ن، ص 564.

⁴ عمار عمورة، شرح القانون التجاري الجزائري، د ط، دار المعرفة، الجزائر، 2018، ص 241.

في ذات الشأن، إعتبرت نادية فضيل السند أنه: "صك قابل للتداول، يُمثّل مديونية على الشركة لصالح الغير نتيجةً لتقديم هذا الأخير قرضاً لها، يُسدّد بعد فترة مُحدّدة طويلة الأجل، مُقابل حصول صاحب الصك على فائدة دورية مُتفق عليها سلفاً"¹.

يلاحظ أن التعريفات السابقة قد ركّزت على الدور الذي تلعبه هذه الصكوك داخل الشركة، لاسيما الدور التمويلي الذي يُساهم بشكل كبير في مواصلة الشركة ممارسة نشاطها والتوسّع فيه، بإعتبار أن إصدار هذه السندات إحدى الخيارات المهمة التي أوجدتها التشريعات المختلفة من أجل زيادة رأسمالها.

ت- تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بالنظر إلى جميع مميزاتها

على خلاف ما سبق عرضه من تعريفات التي ركّز البعض منها على ميزة التحويل التي تتفرد بها هذه السندات، والبعض الآخر على الغاية من إصدارها، جاءت طائفة من الفقه ببيان المقصود بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، إستناداً على ذكر جميع الخصائص التي تُميّزها دون إفرادها بخاصية واحدة.

فهي حسب مأمون عبد العزيز إبراهيم: "ورقة مالية إسمية، صادرة عن شركة المساهمة بواسطة الإكتتاب العام في غالب الأحيان، تُرتّب إلتزامات مُتقابلة على المُكُتّبين فيها والشركة المُصدرة لها داخل المُدة المُحدّدة للقرض"².

وعاد من جديد أبو زير رضوان ليُعرفها بأنها: "صكوك تُمثّل قروضا تعقدها الشركة، تكون مُتساوية القيمة؛ قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة؛ يثبت حق حاملها فيما قدّمه من مال على سبيل القرض للشركة، إضافة إلى حقه في الحصول على الفوائد المُستحقة وإقتضاء دينه في الميعاد المُحدّد لإنهاء مُدة القرض"³.

في ذات السياق، عرّفها إلياس ناصيف أنها: "صكوك قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، تكون ذات قيمة إسمية واحدة إذا كانت عائدة لإصدار واحد، تُصدرها الشركات المغفلة (شركة

¹ نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ط02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص218.

² مأمون عبد العزيز إبراهيم، التشريعات التجارية، ط01، دار الإعمار العلمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص350.

³ رضوان أبو زير، مرجع سابق، ص564.

المساهمة)، وتُعطى إلى المُكتتبين مقابل المبالغ التي أسلفوها للشركة، على أن يعود لأصحابها خيار تحويلها إلى أسهم؛ أي الحق في تحويل مركزهم القانوني من دائنين للشركة إلى شركاء فيها أو الإبقاء على مركزهم كدائنين فقط¹.

من جهته، عرّفها الدكتور خالد الشاوي أنها: "وثائق دين تُصدرها الشركة لا لمفوض مُعيّن؛ بل إلى عموم الجمهور، على أن تكون مُتساوية في الحقوق، يُرَقَّم فيها مبلغ الدين الذي يحصل على فائدة مُعيّنة في مُدة مُحدّدة، وتكون هذه الوثائق لحاملها وقابلة للتداول من غير تدخّل الشركة، وتؤهله للحصول على قيمتها الإسمية من جميع أموال الشركة عند الإقتضاء"².

بنفس الطريقة، عرّفها الأستاذ شكري السباعي بدوره، على أنها: "قِيم منقولة قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة (والمؤسسات العمومية والجماعات)، قصد الحصول على قرض جماعي واجب الاستحقاق على الأمد الطويل أو المتوسط مُقابل فائدة، من أجل تمويل مشاريعها وأنشطتها عن طريق الإكتتاب العام أو الخاص، أي عن طريق دعوة الجمهور للإكتتاب أم لا"³.

بدون شك ومهما يكن الإختلاف بين هذه التعريفات؛ فإن وحدة الإقتراض لا تخرج عن كونها تُقيم رابطة قانونية بين حملة سندات الدين والشركة المُصدرة، كما أن صاحب الفائض الذي يكتتب في سندات الدين بالرغم من أنه ليس شريكاً؛ إلا أنه يتمتع بحق يرتبط في وجوده بجديّة الشخص المعنوي في تنفيذ تعهده، ومن الواضح أن مُتطلبات تمويل الشركات أدت إلى ظهور أشكال مُركّبة تُقرب بين سندات الدين وسندات رأس المال، مما يُتيح لصاحبها إمكانية الانتقال من فئة إلى أخرى⁴، فالخصائص الجوهرية التي تقوم عليها هذه السندات لا تكاد تُخرجها عن طائفة سندات المديونية ككل.

¹ إلیاس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، ج09، (الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس)، د ط، منشورات حلبی الحقوقية، بیروت، 2005، ص59.

² منقول عن بني مصطفى أكرم مصلح عبد الكريم، أسناد القرض في القانون الأردني، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة اليرموك، الأردن، 2013، ص07. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/743901> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/11/10 على الساعة 21:21.

³ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي، ج03، (شركات المساهمة)، د ط، دار نشر المعرفة، الرباط، 2012، ص403.

⁴ ج. ريبير - ر. رويلو، مرجع سابق، ص725.

رابعاً: التعريف التشريعي

لم تُحاول التشريعات المقارنة إعطاء تعريف مُستقل لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم في الأحكام المُنظمة لها، مُكتفية أغلبها بالتنصيص على السندات بوجه عام، مما يُحتم العودة إلى هذه المفاهيم العامة، فنصّ قانون التجارة اللبناني على السندات بإقتضاب شديد عن طريق بيان الجهة المُصدرة لها، بقوله: "تُصدر الشركات المغفلة أسهماً ويمكنها أن تُصدر سندات، كما يمكنها أن تصدر سندات قابلة للتحويل إلى أسهم...". وحاول القانون المعدّل تدارك الوضع بذكر خصائص إضافية، غير أنه لم يرقى إلى مستوى التعريف، فأصبحت الإشارة إليها كالتالي: "يجوز للشركة المغفلة أن تُصدر سندات قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة ولها قيمة إسمية واحدة، تُعطى للمُكتتبين مُقابل المبالغ التي إستلفوها"¹.

بدورها، لم ترقى إشارة المشرع الإماراتي التي جاء بها بموجب قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع لسنة 2005، بشأن النظام الخاص بإدراج سندات القرض إلى مستوى التعريف، وإكتفى بالإشارة إليها: "السندات التي تُثبت أو تنشئ مديونية في ذمة الجهة المُصدرة سواء كانت مضمونة أو غير مضمونة"².

وكان نظام الشركات السعودي³ قد إكتفى أيضاً بالإشارة إلى أدوات الدين وصكوك التمويل دون بذل مشقة إعطاء تعريف خاص بها، وذلك بموجب نصّين، جاء فيهما تيّباً: "على الشركة مراعاة الأحكام الشرعية للديون عند إصدار أدوات الدين وتداولها؛" "شركة المساهمة أن تُصدر - وفقاً لنظام السوق المالية- أدوات دين أو صكوك تمويلية قابلة للتداول".

¹ فوزي عطوي، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية، ط01، منشورات حلبي حقوقية، لبنان، 2005، ص194.

² محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة -دراسة مقارنة-، ط01، المركز القومي للإصدارات، القاهرة، 2014، ص56.

³ ضمن المادة الحادية والعشرون والثانية العشرون بعد المائة من نظام الشركات السعودي لسنة 2015. متوفر على الرابط: <http://mc.gov.sa/ar/Regulations/Pages/Details.aspx?lawid=07140004-6a05-48e3-bb04-a8250094bb85> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 14:51.

على نقيض نظام الشركات السعودي، عرّف قانون الشركات الأردني¹ أسناد القرض على أنها: "أوراق مالية قابلة للتداول، يحق إصدارها لشركة المساهمة العامة أو لشركة المساهمة الخاصة أو لأي من الشركات التي يُجيز لها قانون الأوراق المالية إصدار هذه الأسناد، ويتم طرحها وفقاً لأحكام هذا القانون وقانون الأوراق المالية للحصول على قرض، وتتعهّد الشركة بموجب هذه الأسناد بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار". كما عاد وأكد أنه: "يحق لشركة المساهمة أن تُصدر أسناد قرض، وأسناد القرض هي وثائق ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، تُعطى للمُكتتبين مقابل المبالغ التي أقرضوها للشركة قرصاً طويلاً الأجل، ويتم هذا القرض عن طريق الدعوة للاكتتاب العام"².

وهو تقريباً ذات تعريف قانون الشركات الكويتي³، الذي جاء فيه: "أسناد القرض هي أوراق مالية قابلة للتداول، يحق إصدارها لشركة المساهمة العامة أو لشركة المساهمة الخاصة أو لأي الشركات التي يُجيز لها قانون الأوراق المالية إصدار هذه الأسناد، ويتم طرحها وفقاً لأحكام هذا القانون وقانون الأوراق المالية للحصول على قرض، وتتعهّد الشركة بموجب هذه الأسناد بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار".

أما قانون الشركات الفرنسي⁴ عرّفها في صيغة الجمع، على أنها: "صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تُحوّل في إصدار واحد حقوق دائنية مُتساوية عن نفس القيمة الإسمية"، كما

¹ المادة 116 من قانون الشركات الأردني رقم (22) وتعديلاته لغاية قانون رقم 57 لسنة 2006، الصادر بتاريخ 2006/11/01 متوفر على الرابط:

https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=z&url=https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/companies_jordan.pdf&ved=2ahUKEwiJ7OOTkbnrAhUlXlUKHW8PCdgQFjAEegQIAxAB&usq=AOvVaw21N-zXkIG62bjPoPC-RtaU تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 16:02.

² المادة 86 من قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964. متوفر على الرابط:

<http://maqam.najah.edu/legislation/17/> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 16:40.

³ المادة 116 من قانون الشركات الكويتي النافذ والمعدل رقم (40) لسنة 2002. كما فعل في القانون رقم (01) لسنة 1989 والقانون رقم (22) لسنة 1997. نقلاً عن حاتم خليل سلمان الشوبكي، مرجع سابق، د ص.

⁴ Art. 284 loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales Créé par Loi 66-537 1966-07-24 JORF 26 juillet 1966 rectificatif JORF 19 octobre 1966 en vigueur le 1er février 1967. Abrogé par Ordonnance 2000-1223 2000-12-14 art. 4 JORF 16 décembre 2000 en vigueur le 1er janvier 2001 : « Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ». Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le : 17/12/2020.

يخضع نظام السندات في القانون المالي والنقدي الفرنسي إلى أحكام المادة 8/222 وما يليها؛ حيث عرفتها المادة 5/213 منه كما يلي:

« les obligation sont des titres négociables qui dans une même émission confèrent les même droits de créance identiques pour une même valeur nominale »¹.

كغيره من التشريعات العربية، عرّف القانون التجاري الجزائري عن إعطاء تعريف لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم²، غير أنه في المقابل عرّف سندات الاستحقاق بوجه عام بالتزامن مع إقراره إصدار هذا النوع من الأوراق المالية، لاسيما أنه بموجب الأمر رقم 59/75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري، لم يكن يسمح لشركات المساهمة إصدار قيم منقولة بإستثناء الأسهم، وهو ما إستغربه الفقه المغربي وإعتبره من أغرب العجائب!، فلم يكن للشركات سابقا سوى اللجوء إلى القروض المصرفية وقروض المؤسسات المالية أو الإقتراض من الأشخاص الطبيعيين، وإن كانت الطريقة الأخيرة مُتعدّرة مبدئيا وواقعا لضعف إمكانيات الأفراد والأشخاص المعنوية من غير البنوك وشركات التمويل والمؤسسات المالية المُتخصّصة في منح القروض³؛ حيث كان يحظر إصدار سندات الاستحقاق وحصص الأرباح وحصص المؤسسين⁴، فإباحة الإصدار جاءت كمنقولة نوعية شهدها نظام الأوراق المالية. وفي غضون ذلك، جاء تعريفه كالتالي: "سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخوّل بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية"⁵. ما يلاحظ على هذا التعريف وإن كان خاص بسندات الاستحقاق ككل؛ إلا أنه ركّز على خاصية التداول وأهمل باقي الخصائص الأخرى، وهو ما كان من الأفضل لو تقاداه المشرع. فالإ جانب غياب تعريف صريح

¹ رزيقة تغريب، النظام القانوني للقيم المنقولة، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2019، ص 63.

² المادة 699 من القانون التجاري القديم، جاء فيها: "يحظر إصدار سندات القرض وحصص الأرباح وحصص المؤسس من تاريخ دخول هذا القانون حيّز التنفيذ".

³ أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 398.

⁴ نوال فنينج، مرجع سابق، ص 06.

⁵ المادة 715 مكرر 81 من الأمر رقم 59/75، المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق لـ 26 سبتمبر سنة 1975، يتضمن القانون التجاري، ج ر ع 101، الصادرة في 16 ذو الحجة عام 1395 الموافق لـ 19 ديسمبر سنة 1975، معدّل ومنتّم.

من جانب المشرع الجزائري دائما، ورد تعريف مُطوّل لها من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، كما يأتي: "يُدعى سندا قابلا للتحويل، السند الذي يمنح صاحبه إمكانية وليس إلزامية إستبداله بسندات ملكية مُتمثلة في أسهم المُصدر نفسه، ويتمكّن حاملو السندات القابلة للتحويل عند الحاجة من بيعها في البورصة، ويتوقّف سعر البيع على سعر الأسهم العادية، وفي بعض الحالات على نسب الفائدة المُطبقة في السوق. تشتمل السندات القابلة للتحويل على نسبة فائدة ثابتة، ومن جهة أخرى تُتيح إمكانية فائض القيمة على رأس المال بفضل الحق الذي يحوزه حاملوها في تحويلها إلى أسهم عادية، ولا يتأثر سعر السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية إلا قليلا بالتغيرات في نسب الفائدة في السوق؛ إذ أن جاذبيتها تكمن خصوصا في أمل حدوث إرتفاع في أسعار الأسهم، على أن تتعرّض لاحقا إلى ذات الخطر الذي يتعرّض له السهم"¹. تعقبا على هذا التعريف، يلاحظ أنه عالج مُتغيرات هامة تطرأ على السندات القابلة للتحويل، كالسيولة والمردودية والخطر الذي يحوم حولها، كونها من المسائل الدقيقة التي يتوقّف عندها المكتب، والتي سوف يتم التوسّع فيها لاحقا.

من جانب ثان، تطابق تعريف قانون شركة المساهمة المغربي² بما أورده القانون التجاري الجزائري بخصوص سندات القرض بوجه عام، يظهر ذلك من خلال التعريف الذي جاء فيه: "سندات القرض سندات قابلة للتداول، تمنح نفس الإصدار نفس حقوق الدين عن نفس القيمة الإسمية..³ وكان هذا التعريف قد تلقى إنتقادا من الفقه المغربي، الذي رأى أنه جاء مبتور تشريعا، مُعتما على ذكر مُميزات السندات التي تشترك فيها مع باقي الأوراق المالية الأخرى وهي

¹ دليل القيم المنقولة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها C.O.S.O.B، إصدار أوت 2004، ص08. متوفر على الرابط: www.cosob.org تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/30 على الساعة 00:05.

² المادة 292 من القانون رقم 95.17 المتعلق بشركات المساهمة، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.96.124، الصادر في 14 من ربيع الآخر 1471 (30 أغسطس 1996)، ج ر ع 4422، الصادرة بتاريخ 04 جمادى الآخرة 1417 (17 أكتوبر 1996)، المعدل بالقانون رقم 20.05، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.08.18، بتاريخ 17 من جمادى الأولى 1429 (23 ماي 2008)، ج ر ع 5639، الصادرة بتاريخ 12 جمادى الآخرة 1429 (الموافق لـ 16 يونيو 2008). متوفر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 17:03.

³ تعتبر أيضا بمثابة قيم منقولة حقوق الإكتتاب Les droits de souscription الناشئة عن القيم المنقولة، بمعنى أن كل القيم المنقولة والحقوق المنفصلة أو الناشئة عنها القابلة للتداول تعتبر أيضا بمثابة قيم منقولة، متى منحت لأصحابها ما يسمح بإثبات حصتهم في رأسمال الشركة. أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص243.

القابلة للتداول، ومنحها نفس حقوق الدين عن نفس القيمة الإسمية، والتي تختلف إختلافا جوهريا عن الحقوق الممنوحة بموجب باقي الأوراق المالية الأخرى¹.

أما مجلة الشركات التونسية² إصطلحت على السندات بـ "الرقاع"³، وعرّفتها أنها: "أوراق مالية قابلة للتداول تُمثّل حق المديونية...". ولم يختلف تعريف مجلة الشركات التونسية عن القانون التجاري الجزائري وقانون شركة المساهمة المغربي، اللذان زكيا بدورهما خاصية التداول.

أمام إحالة كل من التشريع الأردني والتونسي والكويتي في تعريفهم للسندات إلى الأوراق المالية، فلا مناصّة من العودة إلى بيان مفهومها بإيجاز، فعُرّفت هذه الأخيرة في المحاسبة المالية والمصرفية وممارسات البورصة كمصطلح لتعيين الأوراق التي تمنح مالكيها إما حقوق الدائن أو حقوق الشريك، الأول يتلقى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت نظير إقراضه مبلغًا مُعيّنًا من المال للدولة أو إلى سلطة عامة أو شركة خاصة، مع مسؤولية المُقترض عن تعويضه بواسطة السداد الدوري لمبلغ يتناسب مع المبلغ الذي تم إقراضه وهو ما يُسمى بالفائدة، أما الثانية تُسمى الأوراق المالية ذات الدخل المُتغيّر، تُمثّل حق الملكية على جزء من أصول الشركة، مُمثّلة في أسهم المساهمين التي تمنحهم حقوقًا مُعيّنة، كإدارة أصول الشركة نظير تلقي كل سنة جزء من الأرباح المُوزّعة، ومن السمات المُهمّة لهذه الأوراق المالية هي القابلية للتداول في أسواق خاصة مُنظمة "البورصات المالية"، مما يساعد على سهولة تحويلها⁴.

¹ أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 402.

² المادة 327 من القانون ع 93 لسنة 2000، المؤرخ في 03 نوفمبر 2000، يتعلق بإصدار مجلة الشركات التجارية (الرائد الرسمي ع 89، المؤرخ في 07 نوفمبر 2000). متوفر على الرابط:

http://www.legislation.tn/affich-code/Code-des-soci%C3%A8t%C3%A9s-commerciales_94
<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://legistunisie.weebly.com/uploads/9/5/0/9/9509893/societear.pdf&ved=2ahUKEwjA->

تم الإطلاع بتاريخ: 2019/09/26 على الساعة 09:09.

³ يلاحظ أن قوانين تجارية أخرى أدرجت الأحكام المتعلقة بها تحت مسمى القروض، وبذلك إستخدمت المعنى المباشر المقصود بالسندات، على غرار قانون الشركات التجارية البحريني، الصادر بالمرسوم بقانون رقم 21 لسنة 2001، الصادر بتاريخ 28 ربيع الأول 1422هـ الموافق لـ 20 يونيو 2001. متوفر على الرابط: <https://www.legalaffairs.gov.bh/LegislationSearchDetails.aspx?id=1195> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 18:10.

⁴ _Gaston Défossé, Les valeurs mobilières, 2^{ème} édition, Presses Universitaires de France, Paris, 1978, p.03.

بخصوص التعريف التشريعي، يلاحظ أنه جاء بشكل مُقتضب رغم قيمتها الإقتصادية، وكان المشرع الفرنسي قد نصّ عليها ضمن المادة الأولى من القانون رقم 1201/88 الصادر في 23 كانون الأول لسنة 1988، والمتعلق بهيئات الإستثمار الجماعي في الأوراق المالية O.P.C.V.M، التي جاء في فحواها أن الأوراق المالية هي: "صكوك مُصدرة من قبل أشخاص معنوية سواء عامة أو خاصة، تنتقل بموجبها الملكية عن طريق القيد في السجلات المُخصّصة لذلك أو بواسطة التسليم، تمنح صاحبها مجموعة من الحقوق المُماثلة لكل فئة، وتسمح بالدخول بطريقة مباشرة أو غير مباشرة إلى حصة في رأسمال الشخص المعنوي المُصدر أو إلى حق دائنية عام على ذمته المالية"¹.

وكان القانون التجاري الجزائري² قد عرّفها بذكر مُجمل خصائصها على ذات النحو الذي جاء به التشريع الفرنسي، فهي: "سندات قابلة للتداول تُصدرها شركات المساهمة، وتكون مُسوّرة في البورصة أو يمكن أن تُسوّر، وتمنح حقوقاً مُماثلة حسب الصنف، وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة مُعيّنة من رأسمال الشركة المُصدرة أو حق مديونية عام على أموالها". وبهذا يكون المشرع قد حصر إصدارها في شركات المساهمة، في حين يمكن أن تصدر من جهات أخرى زيادة على شركات المساهمة، كالدولة والأشخاص الآخرون المعنويون التابعون للقانون العام³.

كما ينطبق عليها التعريف الذي جاء به الفقه الفرنسي، فهي: "أسناد صادرة عن الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة، تقبل التحويل والانتقال بالكيفيات المُحدّدة، وتوصل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة إلى حصة نسبية في رأسمال الشخص المعنوي المُصدر أو إلى حق تسليم عام إلى

¹ « On sait par ailleurs qu'aucun texte législatif ne définit la notion de valeur mobilière ou même la catégorie plus large des instruments financiers, si ce n'est l'énumération qu'en fait l'article 1^{er} de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 dite de Modernisation des Activités Financières, et l'article 1^{er} de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières portant création des fonds communs de créances qui dispose : « Sont considérés comme valeurs mobilières pour l'application de la présente loi les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine ». Hala Audi, les obligations à haut rendement, magistère de juriste d'Affaires Fin d'Année DESS – DJCE, septembre 2000, p.13.

² المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ المادة 01 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ع 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993.

ذمته المالية¹. فهي أوراق تجمع ثلاث خصائص رئيسية: القابلية للتداول عن طريق التسليم أو التحويل من حساب إلى آخر؛ التماثل في منح الحقوق حسب الفئات؛ ثبات قيمتها أو احتماليتها².

أما الفقه العربي إستقر على القول أنها: "السلعة المتداولة في سوق الأوراق المالية بناء على الصك الذي أصدرته الجهة المخولة لذلك، قصد الحصول على الأرصدة النقدية الكافية التي تحتاجها الجهة المصدرة"³، لينطبق عليها ما ينطبق على الأوراق المالية عموماً؛ لكن يبقى مفهوم الأوراق المالية أشمل وما السندات إلا أحد أنواعها، فمن الأفضل إفرادها بتعريف خاص بدل الإحالة إلى تعريف الأوراق المالية.

خامساً: التعريف المقترح

بعد إستعراض مزيج من التعريفات الفقهية لهذا النوع من الأوراق المالية، تبيّن تركّز أغلبها على بعض الجوانب وإغفال أخرى، لاسيما التركيز على القابلية للتداول ونسيان أو تناسي باقي الخصائص، مما جعلها مُقَصَّرة في تقديم تعريف جامع مانع يُبرز عناصرها ويضع الخطوط الفاصلة بينها وبين باقي الأوراق المالية التي تتلاقى وإياها في عديد المواطن، خصوصاً مع عدم تخصيص القانون التجاري الجزائري تعريفاً واضحاً لها على غرار باقي التشريعات المقارنة. وعليه، تم تقديم تعريف يُوظّف مختلف الخصائص التي تقوم عليها هذه الورقة، وعدم التركيز على خاصية التداول أو التحويل فقط، ليكون كالتالي:

سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم هي: "سندات مالية صادرة عن شركة المساهمة والأشخاص المؤهلة وفقاً للأشكال التي يتطلّبها القانون التجاري والتنظيمات المكتملة له، تُمثّل قروضاً جماعية، ذات قيم متساوية وغير قابلة للتجزئة، تعقدتها الجهة المصدرة مع المُكتتبين الذين يتكثّلون داخل جماعة بقوة القانون لينقل إرادتهم مُمثل أو أكثر، تقبل التداول وتُعطي حملتها حق تحويلها وقبض الفوائد المُترتبة عنها طبقاً لما إشتملت عليه نشرة الإصدار".

¹ ج. ريبير - ر. روبلو، مرجع سابق، ص 09.

² _Georges langlois-Michèle Mollet, Manuel de gestion financière, éditions Fouches, Vanves, 2006, pour la présent édition Berti, Alger, 2011, p.157.

³ _محمد أحمد محمود عمارنة، مرجع سابق، ص 51.

هذا التعريف من شأنه أن يجمعها مع باقي الأوراق المالية ويُفرد لها بخصوصياتها، تفادياً للإحالة إلى سندات الاستحقاق من جهة وإلى الأوراق المالية من جهة أخرى، كما أنه يأخذ بعين الإعتبار كل العناصر التي تشتمل عليها، والتي ستتضح أكثر في الفرع الموالي.

الفرع الثاني

خصائص سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بعد إستعراض التعريفات المختلفة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، يتبين أنه قد إتضحت الملامح الأساسية لهذه السندات التي تتقاطع فيها مع باقي الأوراق المالية الأخرى، نظراً لتشابه الوظيفة الإقتصادية والمالية بينهم داخل شركة المساهمة المُصدرة مع وجود بعض الإختلافات، الأمر الذي يستدعي الوقوف عند الخصائص التي تُضفي عليها طابع خاص وتضعها في زاوية مُميّزة دون سائر الأوراق المالية الأخرى، مما يُسهّم في بيان النظام القانوني الذي يُعالجها كورقة مالية قائمة بذاتها.

أولاً: الخصائص التي تشترك فيها مع باقي الأوراق المالية

بما أن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تدخل ضمن تعداد الأوراق المالية، فمن المؤكد أنها تشترك معها في العديد من الصفات، لاسيما أن المشرع الجزائري تناول أحكامها إلى جانب بقية الأوراق المالية الأخرى ضمن ذات القسم الحادي عشر، المُسمى بـ "القيم المنقولة المُصدرة من شركات المساهمة"، الذي إستتبعه بقسم فرعي أول تضمّن "أحكام مُشتركة"، تناول فيه الخصائص التي تجمع بين مختلف الأوراق المالية.

أ- أداة دين

باعتبار عقد الشركة يتميّز بالديمومة والإستمرار¹، ولا يتناقص بالتنفيذ أو ينفذ أو يُستهلك بالمُدّة أو الوفاء، على عكس العقود المُتتابعة التي يظهر فيها التناقص والإستهلاك واضحاً، تماشياً

¹ -دون أن تتجاوز 99 سنة. المادة 546 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

مع الأحكام العامة للشركات التجارية¹، هذه الإستمرارية تُؤدّ الحاجة الدائمة إلى مصادر تمويل، مما يستوجب توفير قنوات توريد كافية لمُجابهة النكسات الإقتصادية التي إصطدمت بها الشركة سابقا أو من الممكن أن تصطدم بها لاحقا، والتي يتم دراستها وتقديرها بناء على مُعطيات إقتصادية بحتة، ويتوجّب التصدي لها عن طريق ما يُسمى بنظام الإقتراض، بإعتباره رخصة أعطتها التشريعات المختلفة للشركات التجارية لاسيما لشركة المساهمة المُنظمة بموجب ترسانة من الأحكام القانونية، مما يمنح لها الخيار للإقدام على الإستدانة من عموم المُقرضين بواسطة إصدار سندات دين بدل اللجوء إلى كيانات مالية أخرى، فيُعدّ السند مُستند دين لحامله على الجهة المُقترضة، يُمثّل نصيب معلوم من قيمة دين مُعيّن المقدار وواجب الأداء في تاريخ مُحدّد حسب الأشكال المُتفق عليها.

ب- أداة قابلة للتداول

لعل من بين مُميزات شركات الأموال هو سيطرة الجانب المالي على الجانب الشخصي²، مما يفرض المنطق السليم للأمور أن تكون حُرية التنقل مكفولة بالنسبة للأوراق المالية بما فيها سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم³، وتُعدّ القابلية للتداول الخاصية المُشتركة بين جميع القيم المنقولة؛ لأن التداول يدور معها وجودًا أو عدمًا⁴، مع الأخذ بعين الإعتبار أن هذه الخاصية

¹ سمية فاطمة الزهراء بن غالية، الحقوق الأساسية للمساهم ومبدأ الحرية التعاقدية في شركة المساهمة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2016/2015، ص28.

² Yves Guyon, droit des affaires, tom 01, droit commercial général et sociétés, 7^{ème} édition, Economica, Paris, n°277, p.268.

³ كما يمنح القانون لمؤسسي الشركة ومتصرفيها إدراج شرط الموافقة بنظامها الأساسي، ليُخذ من حرية تنقل المساهمين وحققهم المشروع في تقويت الأسهم إلى أشخاص آخرين؛ بحيث تكون موافقة الشركة شرطا جوهريا لصحة عملية التقويت، وشرطا لدخول المساهم أو المساهمين الذين يرغب المفقوت في تقويت أسهمه إليهم. **علال فالي**، هشاشة أسس شركات الأموال، مجلة مغرب القانون، د ع، د س ن، ص142. متوفر على الرابط: www.maroclaw.com تم الإطلاع بتاريخ: 2018/12/30 على الساعة 13:05.

⁴ **الراضي محمد السعيد**، تداول القيم المنقولة في القانون التجاري المغربي، مجلة القانون المغربي، ع13، 2009، ص31. متوفر على الرابط: <https://search.mandumah.com/Record/519120> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/06/16 على الساعة 19:23.

من النظام العام، ولا يكاد يوجد أي تعريف لشركة المساهمة يخلو من ذكرها¹، كونها الميزة الوحيدة التي لاقت إجماع التشريعات المختلفة، فالقانون الخصب لتفعيل القابلية للتداول هو القانون التجاري، نظرا للسرعة التي يتميز بها².

تبعاً لذلك، أكد المشرع الجزائري على هذه الخاصية بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93 السالف الذكر، الذي أحدث تغييراً جذرياً في النظام القانوني للقيم المنقولة، وجعلها تقبل التداول دون الحاجة إلى إبرام عقد توثيقي³، وترجع العلة في ذلك بإعتبارها الطريقة المثلى التي تُسَيِّر رؤوس الأموال الضخمة؛ لأن التداول لا يُنقص من حقوق دائني الشركة بطبيعة الحال ولا يُؤثر في مركزها المالي، وهي التي لا تهتم بشخص مالك السند حتى في حال التنفيذ عليه؛ فإن الدائن لا يحصل على حقه من الشركة مُصدرة السند؛ إنما ممن إشتري هذا السند عند بيعه⁴.

وعليه؛ فإن تقنية التداول تسمح للراغب في توظيف أمواله عن طريق الإكتتاب في هذه الأسناد أو شرائها من البورصة أن يدخل في علاقة مع الشركة المُصدرة ويخرج منها بحرية كلما رأى مصلحة في ذلك، كَوْن المدخر الرشيد يبحث عن سهولة التخارج في أي وقت يرغب فيه، بإعتبار السند في ظل التداول ما هو إلا سلعة تُباع وتُشتري في سوق المال، وتحظى بحماية قانونية تمنح الثقة والإطمئنان لدى الجمهور على مصير الأموال المكتتب فيها⁵، زيادة على أنه يُشكّل أهم الحقوق التي يحوزها حامل هذا السند، والتي سوف يُفصّل في مضمونها لاحقاً بمناسبة الحديث عن مركزه القانوني.

ت - ذات قيم متساوية

¹ (دون وجود إسم المؤلف)، رهن القيم المنقولة في التشريع المغربي، مجلة مغرب القانون، د ع، د س ن، د ص. متوفر على الرابط: www.maroclaw.com تم الإطلاع بتاريخ: 2018/12/30 على الساعة 14:10.

² « Négociation est le nom technique d'un type de transmission de créance qui déroge au droit commun. Les titres négociables ont été imaginés par le droit commercial : le besoin de rapidité et de sécurité que ressent le monde des affaires s'accommodait mal de la cession classique, à la fois trop formaliste et trop incertaine quand à la solidité du droit transmis. Les titres négociables sont essentiellement les valeurs mobilières et les effets de commerce. Ni la loi ni la jurisprudence ne définissent ce qu'on doit entendre par titre négociable ». **Hala Audi**, op.cit., p.14.

³ المادة 715 مكرر 30 المعدلة لنص المادة 700 من القانون التجاري القديم، كانت تنص على أن حوالة أسهم شركات المساهمة يجب أن تتم بتصريح توثيقي.

⁴ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 131.

⁵ يوسف محمد المصاروة، مرجع نفسه، ص 132.

مثلاً سبق التصريح به في الفقرة السابقة؛ فإن الشركة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عند إقدامها على التعاقد مع المُقرضين، لا تتعاقد مع كل مُقرض مُنفرداً؛ لكن مع مجموعة مُقرضين بهدف الحصول على أكبر عدد مُحتمل من المساهمين¹، فنُصدر بمقدار المبلغ الإجمالي للقرض عدداً من السندات مُتساوية القيمة، ويقتضي تساوي قيمة السندات المساواة بين حقوق حملة الإصدار الواحد إزاء الشركة وبين الحملة ذاتهم، غير أن الشركة لا تلتزم بالمساواة بين حملة سندات إصدارين مُختلفين؛ إذ يجوز أن تُقرّر لكل إصدار شروط مختلفة عن الآخر²؛ لأن القرض يتم إجمالاً كوحدة واحدة، يكون مقداره هو مجموع القيم الإسمية للسندات التي طُرحت على الإكتتاب، وهو ما تُراعيه التشريعات المُقارنة³، تسهيلاً لتداول القيم المُماثلة. فالتساوي يكون من حيث الحقوق المُترتبة لحملتها، لاسيما من حيث تقدير الفوائد وإقرار الضمانات وتحديد ميعاد الوفاء⁴، ومن حيث الواجبات أيضاً، كواجب الحملة في الدفع الكلي لقيمة القرض عند الإكتتاب حتى تنتقل ملكيته إلى الحامل، ما لم يتم الإتفاق على عكسه كتجزئة قيمة السند، وإن كان مثل هذا الإتفاق مُستبعد بإعتباره لا يُحقّق مقاصد الإقتراض؛ لكنه يبقى أمر وارد⁵.

فمبدأ المساواة *principe de l'égalité* يستدعي بالضرورة التماثل في الإصدار الواحد *la fongibilité* لاسيما من حيث صنف السندات، تحت طائلة بطلان الإصدار مثلاً صرّح به المشرع الفرنسي⁶. فالشركة تختار السياسة التمويلية المناسبة لمشروعها، ولا يمكنها المزج بين نوعين من طرق التمويل الأخرى كإصدار أسهم زيادة رأس المال مثلاً إضافة إلى إصدار

¹ _الوندأوي براق أحمد إسكندر، النظام القانوني لسند القرض في الشركة المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة آل بيت، الأردن، 2016، ص10. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/856587> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/10/10 على الساعة 19:19.

² _مصطفى كمال طه، الشركات التجارية (الأحكام العامة في الشركات-شركات الأشخاص-شركات الأموال-أنواع خاصة من الشركات)، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص235.

³ _المادة 292 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ _محمد فريد العريني، الشركات التجارية، د ط، دار المطبوعات الجامعية، د ب ن، 2002، ص303.

⁵ _Cour de cassation, Chambre commerciale, 10 février 2021, 18-24.443. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000043168275?init=true&page=1&query=les+obligation+convertible+en+action+&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

⁶ _ « Cette caractéristique de l'emprunt obligataire est essentielle. Elle fait d'ailleurs l'objet de dispositions pénales. L'article 471-1° de la loi de 1966 punit d'une amende de 60 000 F les dirigeants d'une société par action qui auront émis, pour le compte de cette société, des obligations négociables qui, dans une même émission, ne confèrent pas les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale. La sanction peut être alourdie lorsque l'infraction a été commise frauduleusement (art 477 de la loi de 1966). La nullité de l'emprunt semble même envisageable sur la base de l'article 360 alinéa 2 de la loi de 1966, tant le principe d'égalité est impératif ». **Hala audi**, op.cit., p.16.

السندات. وفي سبيل تحقيق التساوي، تقوم الشركة أولاً بتحديد المبلغ الإجمالي للقرض، على أن تُوزَّع على عدد من السندات بقيمة مُتساوية؛ ثم تدعو الجمهور إلى الإكتتاب فيها، ولا يستلزم الأمر أن تكون جميع السندات مُتساوية بالضرورة، كونها ليست من النظام العام؛ إنما يُشترط أن تكون السندات في الإصدار الواحد ذات نفس القيمة النقدية¹، زيادة على إنتهاج قاعدة التساوي بين حقوق حملة نفس الإصدار، كحق الفائدة مثلا الذي يجب أن يكون بنفس النسبة لكل سندات القرض الواحد وإن اختلفت من إصدار لآخر²؛ فإذا قرَّرت الشركة إبرام العديد من الإصدارات، بإمكانها أن تُقرَّر لكل إصدار قيمته الخاصة، مما يتطلَّب ضرورة المساواة في المراكز القانونية للمقرضين عن كل إصدار³؛ إذ منعت التشريعات المقارنة أي إختلاف في قيمة الإصدار الواحد، ضمانا لمساواة فرص الإدخار، وبعثا للإستقرار داخل السوق المالي وداخل الشركة ذاتها⁴، الأمر الذي من شأنه أن يُشكِّل إقبال مُتزايد للمدخرين على توظيف الفائض من أموالهم في إقتناء هذا النوع من السندات، نظرا لما تُوفِّره لهم من مزايا تعكسها الخصائص العامة لهذه الشركات، كما

¹ - "تحسب القيمة النقدية للأوراق المالية بطرق متعددة، منها:

- القيمة الإسمية *la valeur nominale*؛ يعبَّر عنها بالمبالغ المدفوعة لقاء الإكتتاب في القيم المنقولة، وتبقى الحرية التامة للشركة في تحديد القيمة الإسمية لسندات تطبيقا لنص المادة 715 مكرر 50، التي جاء فيها: "تُحدَّد القيمة الإسمية عن طريق القانون الأساسي". بخصوص سند الاستحقاق القابل للتحويل، نجد أن المشرع قد إشتراط ألا تقل القيمة الإسمية لهذا النوع من السندات عن القيمة الإسمية لسهم الشركة المصدرة الذي سيتوصل به الحامل في حال تم التحويل، عملا بحكم نص المادة 715 مكرر 119.

- القيمة الحقيقية أو القيمة الدفترية؛ تتغيَّر بتغيَّر الوضعية الإقتصادية للشركة وتغيَّر مركزها المالي عكس القيمة الإسمية.

- القيمة السوقية؛ تتمثَّل في سعر تداول السند داخل البورصة وفقا لقانون العرض والطلب ومدى إقبال الجمهور عليه، مع مراعاة حجم الشركات وعوامل أخرى". لتفاصيل أكثر راجع نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، دون تاريخ مناقشة، ص 255.

² - نوال فنينخ، مزايا القرض السندي وحقوق حاملي سندات الاستحقاق، مجلة المؤسسة والتجارة، ع1، 2005، ص13.

³ - هاني دويدار، القانون التجاري، ط1، منشورات حلبي الحقوقية، د ب ن، 2008، ص731.

⁴ - نوارة حمليل، مرجع سابق، ص254.

تُشكّل ميزة فارقة من الإقتصاد القائم على الإستدانة إلى الإقتصاد الحديث القائم على الأموال الخاصة، الذي يقتضي معه زيادة إلتزامات الشركات تجاه الممولين الجُدد¹.

ث - طويلة الأجل

عادة ما تصدر سندات المُكتتبين بأجال طويلة قياساً بطول أجل الأوراق المالية ككل، فقد يصل السهم إلى مدى حياة الشركة أي 99 سنة، أما السندات قد تصل إلى فترة 30 سنة، ويكون السند طويل الأجل حسب القانون الفرنسي إذا كانت مُدته تُعادل سبع سنوات على الأقل؛ إلا أنه في سنة 1992 عدّل هذا الأخير في المُدة وجعلها خمس سنوات على الأقل. وتهدف شركة المساهمة من خلال تقرير مواعيد طويلة لسندات الاستحقاق التي تُصدرها إلى الإستفادة من الأموال المُقرضة لأطول فترة مُمكنة، الأمر الذي يُؤثر بشكل مباشر على الحامل الذي يُصبح في مركز غير ثابت وغير مُستقر بسبب تقلب الأسعار من جهة، وتغيّر جهاز الإدارة داخل الشركة من جهة أخرى، الذي يمكن أن يُعرقله في تحصيل حقوقه نتيجة تعسف الإدارة الجديدة²، زيادة على ما يُمكن أن يطرأ على نظام الشركة الأساسي من تغيير إذا قرّرت تحويل شكلها القانوني إلى نظام آخر.

ج - عدم قابليتها للتجزئة

تتميّز أسناد القرض بعدم قابليتها للتجزئة شأنها شأن الأسهم، ومعنى ذلك عدم جواز تسجيل ملكية السند الواحد بإسم أكثر من مالك كقاعدة، ولم يتضمّن القانون الأردني ولا الجزائري ولا المصري أي إشارة لهذه الخاصية، على خلاف بعض التشريعات التي تؤكد عليها كالمشروع السوري واللبناني؛ ولعل الحكمة من إقرار عدم قابلية السندات للتجزئة تكمن في تسهيل مباشرة الحقوق اللصيقة بالسند التي بدورها لا تقبل التجزئة، كحق التصويت مثلاً³.

¹ إبراهيم بن مختار، سلطة رأس المال في شركة المساهمة، أطروحة دكتوراه ل م د في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة باتنة 01 الحاج لخضر، 2017، ص118.

² الوندأوي براق أحمد إسكندر، مرجع سابق، ص10.

³ نؤارة حمليل، مرجع سابق، ص257.

ومتى آلت ملكية السند لعدة أشخاص كتلك المملوكة على الشيوع أو المثقلة بحق الإنتفاع¹؛ فإنه لا يجوز إستعمال الحقوق المُتصلة به في مواجهة الشركة من جانبهم جميعا؛ بل يتوجب عليهم في هذه الحالة تعيين واحد لتمثيلهم أمامها قياسا على ما هو معمول به بخصوص الأسهم. وعلى ضوء ما سبق، يثبت للشخص المُعيّن من قبل المُشاعين في ملكية السند ممارسة الحقوق المُتصلة به²، كأن يتولى قبض الفوائد وأصل الدين عند حلول أجله، وأن يُشارك باقي حملة السندات في جماعتهم مع حقه في مُباشرة كافة الإمتيازات الأخرى المُتصلة بالسندات القابلة للتحويل³.

ح - قابليتها للتسعير

تتميّز القيم المنقولة التي من بينها سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بقابليتها للتسعير في البورصة تأكيدا لما ورد في القانون التجاري الجزائري⁴، ووحدّ المشرع الأحكام المُطبقة على القيم المنقولة المُسعّرة وغير المُسعّرة من حيث القانون الواجب التطبيق، عكس ما هو عليه الحال في فرنسا؛ بحيث يُنادي الفقه بإستقلالية القيم المُسعّرة وإحالتها لقانون السوق المالي، أما السندات غير المُسعّرة تبقى خاضعة لتنظيم القانون التجاري⁵.

وعادة ما يتوقّف قرار المُدخرين في إقتناء السندات من عدمه على أسعارها المُتداولة في البورصة؛ لأنها تعكس قيمتها الحقيقية، وتُترجم إرادتهم بناء على أوامر البيع والشراء التي يُرسلونها إلى الوسطاء في البورصة⁶، علما أن التسعير في النظام الجزائري يُجرى تحت أنظار شركة تسيير بورصة القيم⁷.

¹_المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

²_بخصوص كيفية ممارسة الحقوق داخل الجماعة في حال ملكية السند لأكثر من حامل واحد، راجع الباب الثاني الفصل الأول.

³_بني مصطفى أكرم مصلح عبد الكريم، مرجع سابق، ص14.

⁴_المادة 715 مكرر 30 جاء فيها: "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعّرة في البورصة أو يمكن أن تسعّر...".

⁵_رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص26. أيضا نوارة حمليل، مرجع سابق، ص258.

⁶_المادة 82 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97، المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ع 87، الصادرة في 29 ديسمبر 1997، معدل ومتمم.

⁷_المادة 87 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

ثانياً: الخصائص التي تنفرد بها عن باقي الأوراق المالية

تترجع سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم على مجموعة من الخصائص الخاصة دون سائر الأوراق المالية الأخرى، والتي تتضمنها نشرة الإصدار بكثير من التفصيل نظراً لأنها تُشكّل عامل جذب للمُكتتبين للتعاقد بشأنها، الأمر الذي يقتضي بيانها والتوقف عندها لتتضح أكثر الزاوية التي يشغلها هذا النوع من السندات.

أ - قرض جماعي واحد

يُجمع الرأي أن شركة المساهمة من أهم أعمدة التطور التجاري والصناعي، وأعظم كيان لتنمية الإستثمار، فهي أداة لجلب المستثمرين وإغراء المدخرين للإقبال على التوظيف الجماعي لمُدخراتهم جماعات وليس فرادى، بُغية تحقيق مقاصدها في تنمية رأسمالها؛ لأنه أساس نشاطها ومن مُستلزماته، تطبيقاً لمبدأ وحدة الإكتتاب الذي يقتضي ضرورة النظر إلى جميع المُكتتبين نظرة جماعية بوصفهم دائنين للشركة بمبلغ القرض¹، فلا يُمثّل إكتتاب المُكتتب ديناً مُستقلاً بذاته؛ لكن جزء من الإصدار الواحد، ويكون مجموع المُكتتبين بتلك الأسناد الطرف الثاني المُقرض في عقد القرض، كما يجب أن يُساوي مبلغ القرض مجموع قيم السندات المطروحة للإكتتاب التي يتم بيعها أو الإكتتاب فيها فعلاً، فحُزمة الإيرادات هي المُكوّن الحقيقي الذي يقود الشركة تجاه تنفيذ الهدف المُسطر لها، فلا وجود للحقوق والإيرادات الفردية²، ويُعد الإكتتاب في هذه السندات ككل العقود الجماعية التي يرتبط فيها المُكتتبون بوحدة القرض الجماعي طيلة مدة العقد، لاسيما قبل ممارستهم خيار التحوّل لمساهمين؛ بحيث تتجسّد هذه الوحدة في تكتّلهم داخل جماعة للدفاع عن مصالحهم المُشتركة بقوة القانون³.

ب - قابليتها للتحويل

¹ أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، ط01، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص152.

² سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص11.

³ « l'assemblée est notamment compétente pour :

- assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt ;
- donner son avis sur toute proposition de modification soit du contrat d'emprunt (report d'échéances, abandon de garanties) soit de modification des status de la société émettrice susceptible d'affecter les droits des obligataires (changement de forme ou d'objet) ». Yves Guyon, op.cit., n°764, p.766.

إن قابلية السندات للتحويل تُتيح إمكانية التوصل بقيمة من رأسمال الشركة مُستقبلاً¹، مما يساعد لا محالة على إنجذاب المُكُتَبِين صُوبها، ففي بعض الفترات تُواجه شركات المساهمة المُصدرة عدة صعوبات، أهمها الصعوبات المالية التي تتمثل في عدم مقدرتها على سداد ما عليها من ديون والتزامات، لاسيما إذا نصّ عقد الإصدار على التسديد الكلي لمرة واحدة، ففي تلك الحالة يقبل حملة السندات تحويل مراكزهم القانونية من دائنين إلى مساهمين عن طريق تحويل سنداتهم إلى أسهم مع الحفاظ على قيمتها ذاتها²، وتُعدّ هذه الخاصية أحد أهم طرق وفاء حقوق الدائنين التي يترتب عليها إنقضاء التزام الشركة في مُواجهتهم، خاصة بالنسبة للشركات متوسطة القُدرة التي قد لا تتمكّن من إيجاد أسواق كافية للاكتتاب بالأسهم الجديدة حين تُقرّر زيادة رأسمالها.

ت - قابليتها للإطفاء

تُفرز سندات الاستحقاق لحاملها الحق في إسترجاع مبلغ الدين أو القرض عند حلول الأجل المُتفق عليه مع الفوائد السنوية المُقرّرة له بصرف النظر عن وضعية الشركة إذا حَققت أرباح أم مُنيت بخسائر، ليبقى حملتها في مركزهم الطبيعي كدائنين³. ومادام أصل السند يُمثّل قرض لأجل طويل عادة؛ فإن الجهة المُصدرة تقوم بتسديده بمُجرّد حلول الميعاد المُتفق عليه عند الإصدار، حينها تتقطع صلة حامله بالشركة نهائياً، بإعتبار أن أطراف علاقة المديونية قد وفوا إلتزاماتهم التعاقدية⁴. وإهتلاك السندات معناه تسديدها بعدة طرق⁵ ينص عليها نظام إصدارها ما لم يتم تحويلها لأسهم، حينها يسقط أجل سدادها ويسقط إلتزام الشركة بردها، هذه الأخيرة يكون أمامها عدة خيارات تستقر على إحداها في العقد، كسدادها الجزئي الذي يتوقّف فيه مقدار الجزء المُسدّد من قبل الشركة المُصدرة على الإمكانات المادية المُتاحة لها بناء على بند تعاقدى خاص بهذه العملية، لتتجنّب سداد أجزاء كبيرة من السندات مادامت وضعيتها الإقتصادية لا تزال حرجة، كما

¹ _Cour de cassation, Chambre commerciale, 29 septembre 2015, 14-15.767. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000031268301?init=true&page=1&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 12/06/2021.

² _أمين السيد أحمد لطفي، محاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 91.

³ _أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 407.

⁴ _أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 128.

⁵ _Georges Ripert-René Roblot, traité élémentaire de droit commercial (commerçon-sociétés-valeurs mobilières-valeurs mobilières et bourses de valeurs- banques et opérations de banque), 6^{ème} édition, librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1968, n°1432, p.724.

يُمكنها أن تُسَدّد قيمتها بعد تكوين إحتياطي خاص للإستهلاك¹، وهنا تُصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية. وفي حال عدم توفّر أرباح إحتياطية لدى الشركة؛ فإن الأخيرة تدفعها عن طريق الإقتطاع من رأسمالها ولا ضرر في ذلك². ويُشكّل هذا الإحتياطي بعدة طرق، كتخصيص مبلغ ثابت مُعيّن ينص عليه العقد، أو يتم تخصيص مبلغ يكفي لإستهلاك نسبة مُعيّنة من السندات المُصدرة، أو تقوم الشركة بتخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تُحقّقها نتيجة حصيلة أعمالها الإيجابية. وللشركة أيضا خيار آخر هو سدادها تدريجيا، ففي هذه الحالة تُسمى بـ "السندات ذات مواعيد الاستحقاق المُتسلسل"، بمعنى أن السندات المُصدرة لا تستحق الدفع مرة واحدة؛ بل تُسَدّد في تواريخ إستحقاق مُتتالية، وحسب هذه الحالة يُقسّم الإصدار إلى مجموعات مُرتبطة؛ بحيث تُدفع كل مجموعة في السنة المُوالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها³.

المطلب الثاني

تقييم سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم كأداة إِدخار وتحديد طبيعتها القانونية

يكتتب حملة سندات الاستحقاق في هذا النوع من الأدوات المالية بهدف الإِدخار، الذي فحواه التضحية بمنفعة حالية في سبيل الحصول على منفعة أكبر في المستقبل، أو تأجيل الإستهلاك الحالي للإستمتاع بإستهلاك أكبر مستقبلا. والحصول على هذه المنفعة الكبيرة لا يكاد أن يكون في منأى عن المُخاطرة، فينطوي الإِدخار في سندات الاستحقاق على جُملة من المزايا والمساوئ (الفرع الأول)، التي تُشكّل تارة وسيلة لجذب المُكتتبين وتارة أخرى سببا لنفورهم، خاصة أنه ينفذ على مدى زمني، ويتحكم فيه بُعدين أساسيين هما الزمن والمُخاطرة، هذه الأخيرة من الممكن أن تُشكّل عائدا مُربحا كلما كانت مُرتفعة مثلما هو الحال عليه في عديد الأوقات.

¹ _ Mohamed Salah, les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, Edik, 2001, n°48, p.61.

² عكس الأسهم التي تستهلك عن طريق الخصم من الإحتياطي الإختياري للشركة؛ بحيث لا يصح إقتطاع هذه القيمة من رأس المال الإحتياطي الإلجباري. عباس مصطفى المصري، تنظيم الشركات التجارية (شركات الأشخاص-شركات الأموال)، د ط، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 272.

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 65.

فالإدخار في الأوراق المالية عموما يتم من خلال البيع والشراء، وله وجهين؛ وجه يُمثّل العائد الذي يُمكن تحقيقه، والوجه الآخر يُمثّل المخاطر التي يمكن أن تعترض المُدخِر عندما يربط أمواله بنشاط المنشأة، الأمر الذي يقتضي مراعاته سلفاً¹؛ حيث أصبح التعامل بما يقوم مقام النقود لا يخلو من مشاكل وصعوبات جمة، كَوْن المُتعامِل فيها يتطلّع لأقصى مردود دون أدنى خسارة؛ فإذا حَقَّق الإِثْنين يكون قد وُفِّق في إختياريه.

حتى يتبيّن الإطار الذي يحكم هذا التنظيم والمُتمثّل أساسا في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، يجب بيان طبيعتها القانونية لإخراجها من اللبس الذي يعترّيها (الفرع الثاني)؛ لأنّ التكييف القانوني لها يبيّن تحت أي نوع من العقود تندرج تمهيدا لمعرفة مركز أطرافها.

الفرع الأول

تقييم سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم كأداة إدخار

برز التمويل عن طريق السندات إلى جانب التمويل بواسطة الأسهم الذي أصبح رائجا بعد أن كان محدودا نوعا ما، هذا إن دلّ على شيء؛ فإنما يدلّ على زيادة الإهتمام بهذا النوع من التمويل سواء من جانب المكتتبين أم من الجهة الباحثة عنه. وعليه، يمكن توضيح أهمية ومزايا السندات كنوع من التقييم الذي يُبرز أسباب لجوء أصحاب الفائض المالي للإدخار فيها، كونها غدت تلعب دورا كبيرا في تحقيق النمو الإقتصادي لما تُوفّره من دعم للمشاريع الكبرى عن طريق تطوير رأسمال المقاولات، كما تُمكن المدخرين من تنويع محافظهم لتشمل أدوات إدخار ذات دخل ثابت، إضافة إلى تمكين مُصدرها من الحصول على تمويل طويل الأجل بدل اللجوء إلى نظام الإقتراض المصرفي. وعموما، للسندات العديد من المزايا وأبرزها عامل الفائدة أو التكلفة؛ عامل العائد والمردودية؛ بالإضافة لميزة الأمان، فهي أداة آمنة تمنح حاملها حق الإسترداد؛ لكن هذا لا يعني خلّوها من عديد المخاطر التي تُشكّل عائقا أمام حاملها، والتي صنّفها الإقتصاديون إلى مخاطر مُنتظمة كتغيّر سعر الفائدة، بالإضافة إلى مخاطر التضخم والسيولة، أما الصنف الثاني هي المخاطر غير المنتظمة التي تتعلّق أساسا بمخاطر مواعيد الاستحقاق، زيادة على مخاطر الإستدعاء أو الإطفاء السنوي لها.

¹ _Avant d'investir, guide publié par l'école de la bourse de Casablanca, pp. 1_3. Disponible en ligne sur le site : <http://www.ecole-bourse.ma/documentation> consulté le: 22/01/2021.

أولاً: مزايا الإدخار في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

مما لا شك فيه وتأكيداً لما سبق قوله؛ فإن السندات منتج مالي أكثر أماناً دون سائر المنتجات الأخرى، ويظهر ذلك من خلال ما تطرحه من مزايا على كلا طرفي العقد، فبالنسبة للشركة المُستقرضة يسمح لها هذا النوع من الأوراق المالية من تحقيق زيادة رأسمالها بأقل تكلفة ممكنة دون أي زيادة مُماثلة في عدد المساهمين الذي يتبعه بالضرورة إنخفاض في مُعدل الأرباح، ناهيك عما يُصاحب دخول مساهمين جُدد من تغيير في جهاز الإدارة، بالإضافة إلى أنها تكون في موقع قوة؛ بحيث تفرض كامل الشروط المناسبة لها في عقد الإصدار سواء من حيث المجال الزمني للقرض أو من حيث مُعدل الفائدة الذي يتقاضاه المُكاتب، والذي يُمكنها أن تتخلص منه إذا أثقل كاهلها، الأمر الذي لن يحصل لو لجأت إلى الإقتراض عن طريق البنوك¹؛ لأنها في هذه الحالة لن تتحرر من كثرة القيود -ولو أنها في القرض السندي تُصبح في مُواجهة عدد كبير من الدائنين².

أما بالنسبة للمُكاتب في هذا النوع من السندات، فبدوره سوف يكون أمام جملة من مزايا لاسيما أنه مُتأكد من دورية العائد الذي يعود إليه حسب الأشكال المُتفق عليها في العقد؛ لذا يُوفّر له السند الحد الأقصى من الأمان الذي يبحث عنه في هذه المعاملات، إضافة إلى حقه في إسترداد قيمة سنده كلما أتيحت له الفرصة المناسبة؛ ولأن نجاح الشركة في التسويق لسنداتها يتوقّف على ما تُفرزه من مزايا للمُكاتبين؛ لذا يستحسن أن يتم التوسّع في طرحها.

أ - ميزة العائد والمردودية

على عكس المستثمر³ في الأوراق المالية (المساهم)، نجد المدخر (حامل السند) يبغض المُجازفة وينجذب إلى توظيف أمواله في شركة المساهمة بالإعتماد على أساسين مُتغيرين هما

¹ العبادي محمد طارق برهان، الأحكام القانونية لأسناد القرض في التشريعات الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، 2000، ص24. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/548693> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/03/17 على الساعة 18:18.

² Arnaud Lecourt, obligation, Répertoire des sociétés, Dalloz, 2018, n°06.

³ وصف المشرع الفرنسي المستثمر في التعليم رقم CE /39/2004، الصادرة في 21 أبريل 2004، المتعلقة بأسواق الأوراق المالية بالزبون Le client والعميل المستفيد من خدمات الإستثمار le prestataire de service d'investissement

Directive 2004/39/CE, du parlement européen et du conseil du 21 Avril 2004 concernant les d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE du conseil et la directive 200/12/CE du parlement européen et du

العائد والمُخاطرة، أي أنه يبحث عن الإدخار في الورقة المالية التي يتولّد عنها أقصى عائد وأدنى مُخاطرة، فيحق له تحصيل ما تم الإتفاق عليه في عقد الإصدار من فوائد داخل الآجال المُحدّدة سلفاً؛ لأن كوبون السند واجب الدفع ولا يرتبط بحصيلة أعمال الشركة، وهو ما لا نجده في الأسهم التي لا يتقاضى عنها حملتها أي أرباح؛ إلا إذا حقّقت الشركة الحصيلة الإيجابية المُنتظرة منها¹.

ويُعرّف العائد أنه: "المردود الذي يُحقّقه الإستثمار في شكل أرباح صافية للمستثمرين، ولكي يكون لهذا المردود معنى، يجب نسبه إلى الأموال التي ولّدتها"²، كما يعرف أيضاً أنه: "مقدار الإضافة أو الزيادة التي تطرأ على الثروة نتيجةً لهذا الإستثمار"³، ويرى الفقيه Pierre Conso أن المردودية يجب أن تكون كافية على الأقل لتحقيق ضمان المحافظة على رأسمال الشركة وضمان دفع الفوائد وتسديد القروض⁴، فمرّدُ إكتتاب المدخرين في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم هو تحصيل فوائد دورية مُحدّدة عند الإصدار لقاء تنازلهم عن سيولة مبلغ

conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du conseil. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le: 20/01/2021.

وفي أوضاع أخرى، أطلق عليه لفظ حائز الأسهم détenteur d'actions، لاسيما بموجب التعليم رقم 2004/109/CE، ومرات أخرى سماه مستهلك الخدمات المالية حسب التعليم رقم CE /65/2002 المتعلقة بتسويق الخدمات المالية عن بعد.

Art. L 271-16 de la directive 2002/65/CE concernant la commercialisation à distance des service financiers du 23 septembre 2002. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le: 20/01/2021.

¹ كهيّنة رشام، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة مُوجّهة لطلبة الماستر علوم المالية والمحاسبة وعلوم إقتصادية وعلوم تجارية، جامعة البويرة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2016/2015، ص41.

² نعمان محصول-نور الدين محرز، تقييم الإستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، مج09، ع02، جوان 2018، ص52. متوفر على الرابط: <http://www.asjp.cerist.dz/en/article/55399> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 12:27.

³ محمد سحنون، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالإعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية، مج20، ع02، جوان 2009، ص121. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/30802 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/14 على الساعة 12:24.

⁴ يوسف مامش-ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، ط01، دار المحمدية العامة، د ب ن، 2008، ص13.

القرض لمدة مُعيّنة، ويرتبط ذلك بحسب الظروف المالية ومُدّة القرض، فالقروض طويلة الأجل يكون فيها سعر الفائدة أعلى من القروض قصيرة الأجل¹.

ولأن تحقيق المردودية من الأهداف الرئيسية التي تسعى المنشأة الإقتصادية إليها، والتي لا تُعد سوى نتيجة تفاعل جملة من القرارات والسياسات والموارد المختلفة، وحتى تتمكن الشركة من تحقيقها يجدرُ بها مكافئة الأطراف المُساهمة في الحصول عليها، بالأخص أصحاب رؤوس الأموال المدخرة، هذا ما يُسمى في الأدبيات المالية بـ "المردودية المالية"²، ويُبرر حصول المدخر على هذا العائد بإعتباره ثمن التضحية بأمواله الحالية في سبيل الحصول على أموال أكثر حجماً في المستقبل، وتأخذ عوائد الأوراق المالية ثلاث أشكال مُهمّة هي:

- توزيعات الأرباح: فعادة ما تكون الأوراق المُتملّة لحقوق الملكية من نصيب المستثمرين أي المساهمين الذين يتقاضون عنها أرباح دورية؛ لكن لا مانع من أن يتضمّن عقد إصدار السندات ما يُفيد حصول المدخرين من حملة سندات الاستحقاق القابل للتحويل على نصيب من الأرباح، إضافة إلى عوائد أخرى.

- الفوائد: بإعتبار السندات من الأوراق المالية التي تُمثّل قرض على الشركة؛ فإن حملتها يقترضون الشركة بمقابل فلا مجانية في المعاملات التجارية، فالسند يُعطي لحامله حق الحصول على الفائدة المُنتق عليها من الشركة المُقترضة. وعليه، كل من توزيعات الأرباح والفوائد يمكن أن يُصطلح عليها أرباح إيرادية؛ لأنها مُتكررة ناتجة عن الإكتتاب في هذه الأوراق المالية³.

- الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع الأوراق المالية: يرجع الحصول على هذا العائد إلى دهاء حامل السند وقُدّته على التعامل مع مُتغيرات السوق، فحامل السند إذا تمكّن من بيع سنده بمبلغ يزيد عن قيمة الشراء يكون الفرق هو الربح الرأسمالي⁴.

ب- ميزة الأمان

¹ - حامد رفل حسن، النظام القانوني لعقد سندات الإكتتاب الممولة للقرض العام الداخلي (العراق نموذجاً)، مجلة الرافدين للحقوق، مج15، ع52، 2012، ص307. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url!sa=t&source=web&rct=j&urhttp://www.iasj.net/iasj%3Ffunc%3Dfulltext%26ald%3D47000&ved=2ahUKEwiO4669jaXrAhUpQxUIHcXIB04QFjABegQIARAH&usg=AOvVaw1s70dczNoenk>

[nCwELZroy](https://www.iasj.net/iasj%3Ffunc%3Dfulltext%26ald%3D47000&ved=2ahUKEwiO4669jaXrAhUpQxUIHcXIB04QFjABegQIARAH&usg=AOvVaw1s70dczNoenk) تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/30 على الساعة 20:22.

² - يوسف مامش - ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص11.

³ - نعمان محصول - نور الدين محرز، مرجع سابق، ص53.

⁴ - أما إذا بيع بخسارة، فيسمى خسائر رأسمالية.

إن سندات الاستحقاق عبارة عن أداة إدخار¹ مضمونة مقارنة بأسهم رأس المال²؛ بحيث عادة ما يقتني السندات المدخرون مُتجنبو المخاطر، بينما يقتني الأسهم المستثمرون الراغبون في تحمّل الخطر نظراً لما تُخلفه من عوائد قيمة؛ لذا تكون عوائد السندات أقلّ منها في الأسهم³. وفي حالات منصوص عليها صراحة في عقد الإصدار، يمكن أن يكون لسندات الاستحقاق دخل دائم يسمح بدخول مُتغيّر وقابل للتحويل إلى رأسمال بدون تعويض الأصل⁴، فحامل السند محمي جزئياً ضد مخاطر إنخفاض سعر السهم؛ لأنه سيظل قادراً على استخدام عنوانه كسند كلاسيكي⁵.

إن لجوء الشركة إلى إصدار السندات يمنحها فرصة زيادة مواردها التمويلية من جهة، ويُوعّها من جهة أخرى، خاصة عند إجماع البنوك عن تقديم تسهيلات مُناسبة لها، فتمنح هذه السندات المرونة الكافية فيما يتعلّق بالهيكل المالي وقُدرتها على إستدعاء سنداتها؛ لذا هي أداة إدخار أكثر أمان⁶، تسمح للشركة من الإنتفاع بتفريع مؤجل لرأسمالها⁷. كما تتميز بثبات أصلها المالي؛ حيث يتم قياس جودة السندات وفقاً لمركز الملاءة أو القُدرة الائتمانية للشركة المُصدرة، وكلما كانت هذه الملاءة أو القُدرة الائتمانية للمُصدر أعلى، كلما كان الإدخار أكثر أماناً وأقلّ تعرّضاً للمخاطر، وعادة ما يُقدّم المدخرون على الإكتتاب في هذه السندات قصد الحفاظ على

¹ الإستثمار مفهوم واسع ومعقّد وليس من اليسر أن يوضع له تعريف جامع مانع؛ لذا من الضروري الإحاطة بمفهومه، فإقتصادياً هو: "توظيف وإستخدام رأس المال، أو هو توجيه المدخرات إلى المجالات الإنتاجية لسد الحاجات الإقتصادية من ناحية وتوفير العوائد من ناحية أخرى، وهناك من يعتبره إعادة تكوين لرأسمال عيني جديد، متمثّل في زيادة الطاقة الإنتاجية. بالتالي، هو عملية توظيف الأموال بالموجودات والممتلكات والحقوق والأسهم والسندات والأشياء الأخرى ذات القيمة التي تدر عائداً منتظماً". مرتضى حسين إبراهيم السعدي، النظام القانوني لشركات الإستثمار المالي (دراسة تحليلية مقارنة)، ط01، منشورات حلبي الحقوقية، لبنان، 2011، ص149.

² Yves Guyon, op.cit., n°760, p.762.

³ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص129.

⁴ عمار عمورة، مرجع سابق، ص243.

⁵ Jérôme Bernadou, Effet sur l'allocation d'actifs du coût des fonds propres liés aux classes d'actifs dans Solvabilité II :Le cas des obligations convertibles, Mémoire d'Actuariat, l'Université Paris Dauphine et l'Institut des Actuaire, novembre 2010, p.50.

⁶ كناكرية عز الدين محي الدين، مرجع سابق، ص25.

⁷ دليل الأدوات المالية الصادرة عن بورصة تونس، أكتوبر 2012، ص11. متوفر على الرابط:

<http://www.bvmt.tn/ar/content/%D8%AF%D9%84%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%AF%D9%88%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9>

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/10/03 على

الساعة 11:03.

المبلغ الأصلي المدفوع أو على قيمته الإسمية¹. ومن جهة أخرى، لا يُشكّل طرح سندات الاستحقاق أي تغيير على الجهاز الإداري أو تضارب بين المصالح داخله؛ حيث تُمكن السندات الشركات المُصدرة من إستعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة، مما يُجنّب قُدامي المساهمين فقدان سيطرتهم على إدارة الشركة، كما لا تُخلف هذه الطريقة أي توسيع في قاعدة المساهمين عكس زيادة رأسمال الشركة بإصدار أسهم جديدة التي تُعرّض الشركة إلى سيطرة بعضهم على حساب البعض الآخر².

ت - ميزة الإسترداد

سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم يمنح حامله حق إسترجاع قيمته داخل تاريخ الاستحقاق المُحدّد³، وسبق إدراج هذه الميزة ضمن الخصائص الخاصة التي تتفرد بها عن باقي الأوراق المالية الأخرى، كما تُعدّ ضمن الحقوق التي لا يمكن حرمان الحامل منها، فهي من المُميزات التي تجذب المُكنتبين صُوبها، وعادة ما يتم إسترداد السندات حين تتخفّض أسعار الفائدة السارية في السوق بصورة كبيرة عن وقت الإصدار (الفائدة المُتغيّرة)، ولأن قرار الإسترداد المُعجّل من شأنه أن يكون في غير صالح حاملها؛ فإنه يمكن للسندات المُسترجعة أن تُعطيه عائداً أعلى من تلك السندات غير القابلة للإسترداد؛ لذا فإن مخاطر إسترداد مبلغ السندات تزداد مع إزدياد

¹ أساسيات الإستثمار في السندات الصادرة عن بورصتي القاهرة والإسكندرية، ص10. متوفر على الرابط: <https://ebook.univeyes.com/40331/pdf-%d8%a7%d8%b3%d8%a7%d8%b3%d9%8a%d8%a7%d8%aa-%d8%a7%d9%84%d8%a7%d8%b3%d8%aa%d8%ab%d9%85%d8%a7%d8%b1-%d9%81%d9%89-%d8%a7%d9%84%d8%b3%d9%86%d8%af%d8%a7%d8%aa> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/15 على الساعة 15:22.

² كناكزية عز الدين محي الدين، مرجع سابق، ص24.

³ بعض السندات لها خاصية "خيار البيع الآجل"، التي من شأنها أن تتيح للمستثمر خيار بيع سنده إلى المصدر في وقت مُحدّد قبل حلول تاريخ إستحقاقه، وعادة ما يمارس المستثمرون هذا الخيار في حالة إحتياجهم إلى سيولة نقدية، أو حين تزداد أسعار الفائدة مقارنة بتلك التي صدرت بها السندات، فيمكنهم إعادة إستثمار المتحصلات من بيع السندات بسعر فائدة أعلى.

الزمن¹، وحتى يكون هناك حافز أكبر؛ فإن الجهة المُصدرة تضع سعر الإسترداد -السعر الذي يجب أن يُدفع للمكتتبين- أعلى من القيمة الإسمية للإصدار².

ثانياً: مخاطر الإدخار في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تعكس كل أداة مالية درجة من المخاطرة، وتتوقف سلامة المواقف المالية للمدخرين على تفهم المخاطر ومعرفة كيفية موازنتها مقابل العوائد المُحتملة، مما يُفيد في المعنى أنه كلما زاد تحمّل المدخر للمخاطر بنسبة كبيرة كلما كان العائد المُتوقع أكبر؛ ولعل بعض المخاطر التي يستوجب على حامل السند أخذها في الحسبان هو تأكده من قطعية حصوله على عائد مناسب مُقابل تلك المخاطر، خصوصاً أنه يمكن للشركة المُصدرة أن تُخالف ما تعهدت به كأن تمسك عن دفع العوائد بانتظام، أو تتجاهل رد المبلغ الأصلي للسند عند تاريخ الاستحقاق³، فالمُكاتب في الورقة المالية لا يضمن على وجه الإطلاق أنه سيُحقّق الفوائد المرجوة؛ بل من الوارد أيضاً أنه سيتكبد خسائر سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، فيما إذا عزفت الجهة المُصدرة عن تنفيذ إلتزاماتها المعهودة في حقه لِيُحمّل عواقبها، فالعائد على الإدخار في السندات القابلة للتحويل ومخاطره مفهومان مُترابطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر.

لكل مدخر قراءة مُسبقة تُبرّر قرار إكتتابه في السند من عدمه، لاسيما بشأن المخاطر المُحيطة بالسند التي تُشكّل عامل نفور للعديد من المدخرين اللذين لا يرغبون في المُجازفة بماليتهم بسبب إمكانية حدوث إنحراف في المستقبل عكس توقعاتهم، خاصة أن غرض المدخر الذي يوظّف أمواله هو تحقيق قيمة مُضافة أو المحافظة على ذات القيمة التي وظّفها على أقل تقدير، فجوانب الخطر عديدة وإن اختلفت؛ فإنها تشترك في كونها تُسبب ضرراً لحامل السند، خاصة أن توظيف الأموال في مثل هذه الأدوات تحكّمها الإحتمالية أكثر من اليقين، فلا ضمان في السوق المالي ولا ثبات لسعر الفائدة، فكل المُعطيات قابلة للتغيير والحكم هو قانون العرض والطلب،

¹ إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، د ط، معهد السياسات الإقتصادية صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010، د ص.

² أساسيات الإستثمار في السندات، مرجع سابق، ص 04.

³ صفية بن قراب-يوسف دبوب، وكالات التنقيط كأداة لتفعيل الإستثمار في سوق السندات، مجلة أبعاد إقتصادية، مج 07، ع 02، جوان 2017، ص 27. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/31388 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/02 على الساعة 21:35.

خصوصاً أن حملة السندات يعتمدون كلياً على دخل الشركة في تقدير عوائدهم، فهذه المخاطرة تُشبه إلى حد بعيد مخاطرة المساهمين (المستثمرين) من حيث المبدأ، مع بعض الاختلافات.

تعقياً لما سبق قوله، نلمس الحاجة الكبيرة للمُكتتب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى المعلومة المالية الواضحة التي تضعه في الصورة بشأن وضعية الشركة المُصدرة، تقليلاً من حِدّة المُجازفة، ليقوم بالمفاضلة بين البدائل الإستثمارية للأوراق المالية المعروضة أمامه، والتي تقلّ فيها احتمالية تحقّق الخسائر. فالمخاطرة جزء لا يتجزأ من النشاط الإقتصادي، وتُترجم بداية عندما يقوم المُكتتب بالإكتتاب في سند الاستحقاق القابل للتحويل لسهم، فهو في الواقع يتحمّل درجة من المُخاطرة مُقابل توقّعه الحصول على عائد مقبول؛ لذا تُعتبر المخاطرة عنصراً مُهماً يجب دراسته قبل الإقبال على أي قرار، فالعائد من الإكتتاب في السند بمثابة المقابل الذي يتوقّع المدخر تحصيله في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها لحيازة أداة الإدخار، أي أن العائد يُمثّل المكافئة التي يتوقّعها المُكتتب مقابل تخليه عن منفعة ما، أو إشباع حاضره على أمل تحقيقها في المستقبل. أما المُخاطرة فتتّشأ نتيجة حالة عدم التأكد التي تُحيط بالعائد المُتوقّع من الإدخار؛ لأن هذا العائد مُرتبط بالتدفقات النقدية المستقبلية، وإحتمال تحقّق هذه التدفقات بدوره مُرتبط بعوامل خارجة عن سيطرة المُكتتب¹. ففي ذات السياق، تُعرف المخاطرة بأنها: "إحتمال فشل المُستثمر في تحقيق العائد المُرجّح أو المُتوقّع على الإستثمار"، وهناك من إصطاح عليها بـ: "عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من إنتظامه أو من جميع هذه الأمور مُجمعة"²، وهناك من عرّفها على أنها: "درجة التقلّب في العائد المُتوقّع، أي أن المُخاطرة هي إحتمال إختلاف العائد الفعلي للإستثمار قياساً بالعائد المُتوقّع من الإستثمار ذاته، فالأول هو العائد الحقيقي من الإستثمار المُتاح، في حين يكون الثاني مُتوقّعاً؛ إذ قد يتحقّق أو العكس وفق

¹ هزاع مفلح، إدارة الإستثمار والمحافظ الإستثمارية، محاضرات لطلبة السنة الرابعة كلية الإقتصاد، جامعة حماه، 2019/2018، ص17. متوفر على الرابط: <http://www.hama-univ.edu.sy/newsites/economy/wp-content/uploads/2020/05/%D8%A5%D8%AF%D8%A7%D8%B1%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1-%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AD%D8%A7%D9%81%D8%B8-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%A9.pdf>

² خميسي قايدى-عبد القادر لحسين، دراسة تحليلية لتطوّر استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق (حالة الدول الصناعية العشر)، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الإقتصادية، ع06، 2015، ص31. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/17359 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/13 على الساعة 16:47.

درجة الخطر، ففي الحالات التي تتعدم فيها المخاطر، تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية وهي حالات نادرة¹. كما عُرِّفت أيضا أنها: "مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التقلبات النقدية التي سيتم الحصول عليها مسبقا"؛ بمعنى عدم إنتظام العوائد يؤدي إلى تذبذب قيمتها أو نسبتها إلى رأس المال المُستثمر الذي يُشكّل عنصر المُخاطرة، ويرجع عدم إنتظام العوائد إلى حالة عدم اليقين المُتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، كما يُنظر للمُخاطرة المالية أنها: "تلك المُخاطرة التي يكون مصدرها خسائر مُحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المُتغيرات المالية؛ بحيث تكون الشركة في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة إلتزاماتها مع أصولها الجارية"². وعليه، يجب ربط مُعدّل العائد من الإكتتاب في السندات القابلة للتحويل بدرجة المُخاطرة، وهو أيضا المقصود بـ "المبادلة بين المخاطر والعوائد"؛ بمعنى تحديد حجم العائد المطلوب الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرّض لها المَكْتَتَب³، فعلى الراغب في الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم أن يُعَدّ خطة مُلائمة تتناسب مع حجم إكتتابه من خلال إتباع خطوات مُتسلسلة ومُترابطة، خاصة أن مركزه مُشابه لمركز المستهلك أو العامل الذي يستوجب حمايته، بداية بتحديد النسب المئوية التي ينوي توظيفها؛ ثم إجراء تقييم أولي حول مدى قُدْرته على الإكتتاب بكامل رأسماله أو فقط جزء مُهم منه، أو يكون مُعتدلا في إكتتابه⁴.

فالعلاقة بين العائد والمُخاطرة علاقة طردية⁵، وعلى هذا الأساس يقع التمييز بين المدخر الذي يقتنع بالحصول على عائد مُتواضع مُقابل تحمّل أقل درجة من المخاطر (حامل السند)،

¹ _حسن السلطان، إدارة مخاطر الإستثمار المالي، رسالة ماجستير في إدارة أعمال، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، 2009، ص 06.

² _كمال عامر، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الإقتصاد الجديد، مج 08، ع 02، 2017، ص 79. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/55654 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/18 على الساعة 20:32.

³ _هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 17.

⁴ _أساسيات الإستثمار في السندات، مرجع سابق، ص 11 وما يليها.

⁵ _لتوضيح العلاقة بين المخاطرة والعائد من جهة ونوع المستثمر من جهة أخرى، يفترض أنه يوجد ثلاث أنواع من الأوراق المالية، كالتالي: أدوات الخزانة؛ سند صادر عن شركة مساهمة عامة؛ سهم عادي لشركة مساهمة عامة، فيتعرّض المستثمر في هذه الأدوات لدرجات مختلفة من المخاطرة، يرتبط مستوى كل منها بمعدل العائد الذي يتوقعه كل من له أداة من الأدوات الإستثمارية السابقة، فالمستثمر في أدوات الخزانة لا يتعرّض للمخاطرة؛ لأنها مضمونة من قبل الحكومة وعليه أن يتوقّع عائدا منخفضا، ويتعرّض المستثمر في الأسهم العادية لمخاطر مرتفعة؛ لذا يتوقع عائدا مرتفعا على الإستثمار

والمستثمر الذي يتجه نحو مجالات عالية المخاطر ومرتفعة العائد (حامل السهم)¹. ولا تخرج أنواع المخاطر المالية التي يتعين على المدخرين من حملة السندات القابلة للتحويل أخذها بعين الاعتبار عن مخاطر مُنظمة (أولاً)، ومخاطر غير مُنظمة (ثانياً).

أ- المخاطر المنتظمة

تُعرف بأنها المخاطر المُرتبطة بالنظام ذاته، فتتسأ داخل السوق وتتعلق بطبيعة عملياته والطرق التي يستخدمها المُعاملون في مجال تخطيطهم للعمليات المالية التي يقومون بها، لتتحكم فيها عوامل فنية غالباً ما تكون عرضية²، ولها عدة مُسميات منها "مخاطر السوق"؛ "المخاطر غير قابلة للتنبؤ"؛ "المخاطر التي لا يُمكن تجنبها"؛ "المخاطر العامة" و"المخاطر غير قابلة للسيطرة". وعادة ما ترتبط هذه المخاطر بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية، كالإضطرابات أو حالة الكساد أو التضخم وغيرها. من ثم؛ فإن تأثيرها يشمل كافة عوائد وأرباح الأوراق المالية المُتداولة في السوق، كما تتأثر هذه المخاطر بالأزمات النظامية؛ حيث أن أي ظاهرة مُفاجئة وغير مُتوقَّعة تؤدي إلى إرتياب وفوضى في صيرورة السوق المالي³، مما ينعكس سلباً على الإقتصاد الوطني ككل، ولا يوجد وسيلة مُحددة للحماية منها، فما على حامل السند القابل للتحويل سوى دراسة مدى تأثر سنده بهذا النوع من المخاطر⁴، خاصة أنه لا يمكن تجنبها

فيها، أما المستثمر في السند الصادر عن الشركة فهو يتحمل درجة مخاطرة أكبر من المستثمر بأدوات الخزنة وأقل من المستثمر في الأسهم العادية؛ لذلك يتوقَّع عائداً وسطاً بين الإثنين". راجع هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 18.

¹ دليل المستثمر في فهم كيفية إشتغال الأسواق وإعتماد الممارسات الجيدة، الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل، نوفمبر 2020، ص 07. متوفر على الرابط:

<http://www.ammc.ma/sites/default/files/%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%B1%20%D9%81%D9%87%D9%85%20%D9%83%D9%8A%D9%81%D9%8A%D8%A9%20%D8%A7%D8%B4%D8%AA%D8%BA%D8%A7%D9%84%20%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%20%D9%88%20%D8%A7%D8%B9%D8%AA%D9%85%D8%A7%D8%AF%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%85%D8%A7%D8%B1%D8%B3%D8%A7%D8%AA%20%D8%A7%D9%84%D8%AC%D9%8A%D8%AF%D8%A9>
0.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/22 على الساعة 02:15.

² حسين عبد المنطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الإقتصاد، قسم الإقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، فرع بنها، 2002، د ص. متوفر على الرابط: <http://mpr.ub.uni-muenchen.dr/2317/> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/07/02 على الساعة 11:59.

³ دفع الله المكي حسن الرضي، مخاطر الإستثمار في سوق الأوراق المالية، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد، قسم الإقتصاد، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، 2018، ص 28.

⁴ نعمان محصول - نور الدين محرز، مرجع سابق، ص 56.

بالتنويع، فهي تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس بشكل خاص، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين¹.

1- المخاطر المتعلقة بتغير سعر الفائدة

تُعتبر إشكالية مخاطر سعر الفوائد الجانب المُظلم الذي يعكسه سوق السندات؛ لأن تغير سعر الفائدة في السوق ينعكس على سعر السند كذلك، فيقوم المدخر بحساب العائد المُحقق من السندات إستناداً إلى إفتراضات عديدة منها سعر الفائدة المتداول، ليتم الإقبال على شراء السند أو العكس²، كما تُعرف مخاطر تراجع الإيرادات نتيجة تحركات أسعار الفائدة في الإتجاه المعاكس بـ"التحوط"³، وهي المخاطر الناتجة عن حدوث إختلاف بين معدلات الفائدة المُتوقعة ومعدلات الفائدة في السوق خلال فترة القرض⁴؛ حيث تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقاً لعدة عوامل منها قوى العرض والطلب، بالإضافة إلى معدلات التضخم التي تتأثر بوضعية الإقتصاد (إنتعاش أو إنكماش). هذه المعطيات المُتناقضة، تُؤدّ حالة عجز لدى الشركة المُصدرة تحوّل دون دفعها للفوائد المُقرّرة⁵، بعكس حالة الإستقرار التي تكون فيها أسعار الفائدة عندما يتساوى مُعدل الكوبون الدوري الذي يحصل عليه المدخر والمُدوّن في السند مع مُعدل الفائدة السائد في السوق بالنسبة للسندات المُماثلة وقت الإصدار، ولا يمكن أن يتغير هذا المُعدل؛ إلا إذا تم إشتراط ذلك في عقد إصدار السند⁶.

¹ -حسن السلطان، مرجع سابق، ص08.

² -كناكزية عز الدين محيي الدين، مرجع سابق، ص33.

³ -علي عبد الغني اللايذ-إبراهيم علي عبد الله القاضي- طلال مزيد العرادة، مخاطر إستخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية -دراسة تطبيقية-، مجلة البحوث الإقتصادية والمالية، مج02، ع01، جوان 2015، ص49. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/4795> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/12/12 على الساعة 23:04.

⁴ -محمد سحنون، مرجع سابق، ص124.

⁵ -نجلاء محمد إبراهيم بكر، محاضرات أسواق المال وإدارة الإستثمار، أكاديمية طبية المتكاملة للعلوم، د س ن، ص44.

⁶ -عبلة بلبقة-محبوب بن حمودة، القرض السندي وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر (دراسة حدود التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2019)، مجلة دراسات في الإقتصاد والتجارة والمالية، مج08، ع01، 2019، ص495. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/105209 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/05/05 على الساعة 18:17.

ويمكن التمييز بين نوعين أساسيين من التغييرات السعرية: تغييرات سعرية عارضة ترجع إلى تصرفات فريق الضوضاء¹ الذين يتعاملون بيعا وشراء في السندات؛ لكن ليس على أساس المعلومات؛ إنما على أساس الأحاسيس الشخصية والإشاعات المتداولة ووجهات النظر غير الخبيرة، وإما أن يحدث خلل مؤقت بين العرض والطلب بسبب الفرق بين سعر شراء وبيع الورقة المالية دون أن يليه تغيير كبير في الوضعية المالية العامة، فالتغييرات السعرية التي تحدث نتيجة المعلومات الجديدة هي التي تدوم وتبقى إلى أن تصل إلى سوق معلومات أكثر حداثة، مما يترتب عنه تحرك في الأسعار إلى مستوى جديد². ولتفادي ذلك، على مصدر السندات أن يُحدّد إختياره وفقا لشروط السوق، مع الأخذ بتقنيات الوقاية ضد تقلباته من خلال:

_ استخدام عقود المبادلات على أسعار الفائدة قصد الحصول على تمويل كافي جزاء إصدار سندات من قبل جهتين مُصدرتين (شركتي مساهمة) ترغبان في الإقتراض كل حسب رؤيتها، كأن ترغب الأولى في الإقتراض بمعدل فائدة ثابت، وترغب الثانية في الإقتراض بمعدل فائدة مُتغير، مما يسمح لهما بالدخول في عقد مُبادلة يُمكن من خلاله الحصول على التمويل المرغوب، وفي نفس الوقت تحقيق وفرة في التكاليف.

_ التغطية باستخدام العقود المستقبلية³ على الأوراق المالية ضد مخاطر أسعار الفائدة في حال إصدار سندات جديدة، لاسيما إذا كانت هناك خشية تغيير أسعار الفائدة قبل حلول تاريخ طرح

¹ هناك من يرى أن فريق الضوضاء هو الذي يُحرّك السوق ويجعله أكثر نشاط مما يسمح بخلق السيولة الكافية، ففرضا لو أن جميع المتعاملين في السوق هم من أصحاب المعلومات، فستكون أغلب المعلومات متشابهة، وهو ما سيجعل حركة التعامل بطيئة جدا؛ لذا يساهم فريق الضوضاء في تنشيط السوق؛ حيث أن تعاملهم على أساس التخمينات الشخصية أو الإشاعات سيجعل القيمة السوقية للورقة المالية تتبدد كثيرا عن قيمتها الحقيقية، مما يعطي الفرصة لفريق المعلومات بإبرام صفقات تسمح لهم بتحقيق عوائد ناتجة عن الفرق بين أوامر البيع وأوامر الشراء، كما أن تحرك فريق المعلومات في هذه الحالة سيؤدي في نهاية المطاف إلى إعادة التوازن بين العرض والطلب، بالتالي الرجوع بقيمة الورقة المالية إلى قيمتها الحقيقية. سميرة لطرش، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الانسانية، مج20، ع03، ديسمبر2009، ص218. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/3428> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/09/13 على الساعة 19:12.

² راهم خديري، العلاقة بين سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية، حوليات جامعة قالمة للعلوم الإجتماعية والإنسانية، مج11، ع05، أبريل2018، ص334. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/74809 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 21:51.

³ العقد المستقبلي هو التزام ببيع أو شراء أصل معين بسعر مُحدّد وبتاريخ مستقبلي مُحدّد كذلك، أي أن التنفيذ يتم في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الإتفاق عليها عند توقيع العقد، بينما دفع

السندات بأقل من القيمة الإسمية التي حدّتها الشركة، بالإضافة إلى مُعدل الفائدة على السندات التي ترغب في إصدارها داخل تاريخ مُحدّد، لتتخفّف بذلك حصيلّة الإصدار. ولتجنّب تلك المشكلة، يمكن للمؤسسة إبرام عقود مستقبلية لبيع السندات في تاريخ التخطيط للإصدار، والفرق بين سعري البيع والشراء المُستقبليين يمكّنها من تغطية النقص في حصيلّة الإصدار¹.

2- المخاطر المتعلقة الائتمان

يعتمد المكتتبون على التصنيف الائتماني كأحد عناصر إتخاذ قرار الإكتتاب في الأوراق المالية، والتصنيف الجيّد يُؤدي إلى توسيع قاعدة المدخرين من خلال زيادة حجم الطلب على الأوراق المُصدرة؛ لذا تقوم الوكالات بحمايتهم من عقبات اللامعروفة بالمخاطر الائتمانية المُرتبطة بسنداتهم²، وهناك عدة أسباب لمخاطر الائتمان، كالتقييم الخاطئ لقدرات المُقرضين (الشركات) على السداد وعدم تقدير درجة المخاطرة وتسعيها بالشكل الصحيح، بالإضافة إلى التركّز الائتماني لمحفظّة القروض على قطاع إقتصادي واحد أو فئة مُحدّدة من المُقرضين، دون نسيان التوسّع الائتماني والإفراط في منح القروض والتسهيلات الائتمانية مع عدم الإهتمام بجودة العملاء وقدراتهم³.

لتجنّب الأسباب السابقة، يجب تفعيل ما يُسمى بـ "إدارة المخاطر الائتمانية" التي إزدادت أهميتها في السنوات الأخيرة بسبب تنامي حالات الفشل المالي في الأوراق المالية عموماً، مما دفع بالإختصاصيين إلى البحث عن الكيفية المثلى لإدارة هذه المخاطر، التي تُعرف بأنها: "تلك العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديدها وقياسها ومراقبتها والرقابة عليها"، خاصة

الثن وتسلم الأصل المتفق عليه يتم في المستقبل. سهام عيساوي، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الإقتصاد والتنمية، ع02، 2014، ص168. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/18931> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/10 على الساعة 22:16.

¹ محمد شكرين، مرجع سابق، ص78.

² فريدة سقلاب، التوريق المصرفي كآلية لضمان القروض المصرفية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2016، ص103.

³ محمد فادي عبد المنعم شقفة-عثمان نقار-إسمهان خلف، أثر مخاطر الائتمان في الأداء المالي للمصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة الميدان للدراسات الرابضية والإجتماعية والإنسانية، مج02، ع05، جانفي 2020، ص314. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/106874 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/20 على الساعة 17:17.

أنها المُحرِّك الرئيسي في تحسين الميزة التنافسية وتحقيق أعلى مستوى من الأداء والنمو، كما تُساهم في التحوُّط من المخاطر عن طريق التقليل من تكاليف رأس المال وتحسين قُدرة المنشأة على الإستفادة من الفرص الإستثمارية¹.

تُلزم العديد من القوانين الهيئات المُشرفة على الأسواق المالية، بضرورة الحصول على تصنيف إنتماني لسنداتها من قبل جهات مُختصة تسمى بـ "وكالات التصنيف الإنتماني" les agences de notation، كجهة تقوم بتحديد المؤهلات الإنتمانية للشركات وتُصنّف السندات المناسبة للإصدار إلى فئات عدة بالنظر لجودتها المالية، وهو ما أكّده القرار الوزاري رقم 586 لسنة 2000 الصادر عن وزارة الإقتصاد المصري². فالتصنيف الإنتماني هو تعبير عن رأي الجهة القائمة بالتصنيف عن الجدارة الإنتمانية للشركة المُصدرة³، بإستخدام رموز تُعبّر لها عن تقديرات إنتمانية مختلفة، تبدأ من درجة مرتفعة (AAA) إلى أن تنتهي إلى درجة إخفاق (DD)⁴. فإذا كان المُحلّلون الماليون يساعدون في تقييم الأسهم لصالح المستثمرين؛ فإن وكالات تقييم الإنتمان تساعد في تقييم السندات لصالح المدخرين، قصد حمايتهم من المخاطر المُترتبة عن الإكتتاب في السندات؛ حيث أن مستوى الأمن من المسائل الجوهرية لأولئك الذين يختارون أن تكون عوائدهم ذات دخل ثابت (حملة السندات)، ومن هنا يبرز دور وكالات الإنتمان التي تُعطي تقييماً مرة كل خمس سنوات على الأقل بعد إجراء تحليل الإنتمان، زيادة على القيام بتصنيف المنشأة كآلية لحماية المدخرين فيها⁵.

¹ كمال عامر، مرجع سابق، ص 80.

² من بين الشروط التي جاء بها القرار الوزاري رقم 586 لسنة 2000، الصادر بتاريخ 2000/09/26، ما يلي:

- أن تتقدّم الشركة المصدرة للهيئة العامة لسوق المال حاملة معها شهادة التصنيف الإنتماني؛

- أن تفصح عن كامل بياناتها في نشرة الإكتتاب والدعوة إلى الإكتتاب العام؛

- أن تجدد شهادة التصنيف الإنتماني خلال شهر من إنتهاء كل سنة مالية، طوال فترة تداول السندات وصكوك التمويل.

متوفر على الرابط: <http://site.eastlaws.com/GeneralSearch/Home/articlesT/3216> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/26

على الساعة 09:00.

³ محمد شكرين، مرجع سابق، ص 73.

⁴ فريدة سقلاب، مرجع سابق، ص 102.

⁵ كينيث أ.كيم-جون نوفسنجر-ديرك ج. موهر، حوكمة الشركة الأطراف الراصدة والمشاركة، تعريب ومراجعة محمد عبد

الفتاح العشماوي-غريب جبر غنام، د ط، دار المريخ للنشر، الرياض، 2010، ص 105.

يسمح التصنيف الائتماني المرتفع للشركة المُصدرة من طرح السندات بمعدل فائدة منخفض، مما يسهم في خفض تكلفة التمويل، كما يعمل على تحسين درجة الشفافية والإفصاح قصد تكوين رأي صائب على مستوى إدارة الشركة، مما يؤدي إلى إتخاذ قرارات مالية أكثر رشادة¹. بالتالي، فإن تقديم الشركات ل ضمانات كافية في ظل وجود جهات تقوم بتصنيف الشركات من حيث الملائمة يُمكن المدخر من تصنيف المخاطر المُتوقّعة؛ حيث أن المدخر الواعي يبحث عن تحقيق أكبر قدر من المزايا من خلال خوض غمار توظيف أمواله².

فيما يخص التغلب على مخاطر الائتمان، يُشترط إتباع سياسة الإصلاح الإقتصادي بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق المالية، وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخّل الدولة في النشاط الإقتصادي مع تدعيم دور القطاع الخاص وكذا تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق إستقرار أسعار الصرف؛ لأن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلبا على تدفقات رأس المال³، وكذا نشر الوعي الإدخاري والإستثمائي⁴، وهو عامل في غاية الأهمية يُمكن المدخر من التغلب على خطر عدم الوفاء، كما يشترط الإستفادة من التقدّم العلمي والتكنولوجي في عولمة السندات⁵، قصد تجميع المعلومات وتصنيفها بالسرعة المطلوبة، وهو ما يُشكّل عامل مهم في تقدّم السوق المالي الذي يحتوي هذا النوع من الأوراق المالية⁶.

¹ محمد شكرين، مرجع سابق، ص 73.

² كناكارية عز الدين محيي الدين، مرجع سابق، ص 35.

³ رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 166.

⁴ رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، *Revue des* www.asjp.cerist.dz/en/article/46053 تم الإطلاع بتاريخ: 2019/12/12 على الساعة: 14:33.

⁵ بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات، بإصدار سندات من طرف المقرضين وبمساعدة البنوك آنذاك، وكان القصد منها هو البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، مما يساعد المؤسسات في إصدار سندات على المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني. **سعاد يحيى**، مخاطر عولمة الأسواق المالية (دراسة حالة سوق المال الكويتي 2016-1997)، *أبحاث إقتصادية وإدارية*، ع02، 2017، ص 27.

⁶ حيث توجد سوق مالية عالية تظم معظم المراكز المالية الموجودة، ويرتبط كل مركز من هذه المراكز بشبكة عملاقة من الإتصالات والمعلومات مُتعددة الخيوط مع أسواق عالمية أخرى موجودة ومنتشرة في كل العالم؛ إذ تستطيع الحواسيب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية من خلال تكنولوجيات البرمجيات والأقمار الصناعية، ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في قطاع المعلومات المالية الدولية، نجد: النظام الإلكتروني للتحويلات المالية في البنوك؛ النظام الأوتوماتيكي للمقاصة؛ نظام الإتصالات عبر البنوك والبورصات العالمية ونظام التيلكس.

3- المخاطر المتعلقة بالتضخم

يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية، أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الإستثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، وأسناد القرض من أكثر الأصول المالية تأثراً بالتضخم، كونها ذات دخل ثابت في غالب الأحيان، وإرتفاع التضخم من شأنه أن يرفع من مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق بما ينعكس على سعر الفائدة المطلوب للإدخار في مجال أسناد القرض¹، مما يخلّ بالحقيقة الإقتصادية للسند²؛ حيث يتطّلع المدخر لأن يكون سعر الفائدة مُرتفعاً ليعوضه عن الإنخفاض المُتوقَّع في القوة الشرائية للتدفقات النقدية المستقبلية³.

4- المخاطر المتعلقة بالسيولة

تأتي هذه المخاطر من سوق الأوراق المالية ذاته، ويقصد بها مدى قابلية السندات للبيع في السوق، أي مدى إمكانية تسويق السندات بسرعة وسهولة دون أن يتعرّض حاملها لأي خسارة، فالسند الذي يتميز بدرجة عالية من السيولة يمكن بيعه بسرعة بفروق بسيطة عن سعره الإسمي، فعلى المدخر إدراك مدى قدرته على تحويل سندات وقت حاجته إلى نقود⁴، دون أن يتعرّض سعرها لإنخفاض شديد مقارنة بالسعر الذي أبرمت به آخر صفقة، في ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها⁵، غير أن طول أجل السندات يُهدّد فقدان خاصية السيولة نتيجة للهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم؛ حيث تنخفض القيمة الحقيقية التي يصدر بها السند، وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر بسبب عدم وجود سوق ثانوي تتداول فيه. ولتخفيض المخاطر إلى الحد الأدنى، يُنصح المكتتبون في السندات بأخذ مجموعة من العوامل بعين الاعتبار لاسيما حجم الإصدار؛ حجم الصفقة وفئة السند، فكلما زاد حجم الإصدار وزاد حجم الصفقة وإرتفعت فئة

¹ « le remboursement au nominal présente un inconvénient pour l'obligataire en cas d'inflation car l'intéressé ne retrouve pas tout son pouvoir d'achat . diverses techniques permettent d'atténuer ce risque. Notamment le contrat d'émission peut prévoir que les obligations seront remboursables en action (O.R.A). dans ce cas l'obligataire est un actionnaire à terme (pour les obligations convertibles)». Yves Guyon, op.cit., n°761-1, p.764.

² Frédéric Teulon, op.cit., p.113.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 81.

⁴ يوسف محمد المصاروة، مرجع نفسه، ص 81.

⁵ صفية بن قراب-يوسف ديوب، مرجع سابق، ص 26.

السند، كلما زادت سيولته والعكس¹. وكوّن الإِدخار في السندات عموماً يتم في أجل متوسط أو طويل نسبياً وذو مردود ثابت؛ فإنه لا يكون بعيد عن مخاطر السيولة الناجمة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بسبب التضخم مما يؤدي إلى تدهور قيمتها السوقية²، وهذا ما يمنع حامل السند الراغب في بيع سنده من الحصول على مُقابل حقيقي في موعده، كذلك يتعرّض المُشتري لذات المخاطر عند وفائه لثمن الأوراق المالية التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازتها³، فيعجز عن بيعها بالسعر المناسب الذي يقترب على الأقل من السعر الذي إكتتب فيه، ويُصبح حامله أمام خيار بيعه بسعر أدنى أو الإنتظار لغاية العثور على مشتر آخر، وهو ما يستغرق وقتاً مُعتبراً للحكم فيه⁴.

ب- المخاطر غير المنتظمة

يُطلق عليها تسميات مُتعدّدة، منها: "المخاطر التي من المُمكن تجنّبها"؛ "المخاطر القابلة للتنوع" و"المخاطر الخاصة"، وهي المخاطر التي تتفرد بها الجهة المُصدرة وتخص ورقة مالية مُعيّنة، ويكون التباين غير المنتظم مُستقلاً عن العوامل المؤثرة على النظام الكلي لسوق الأوراق المالية عموماً⁵، وتنتج عن أسباب تتعلّق بشركة ما أو قطاع مُعيّن، وتنعكس مُقدماً أو مُؤخراً على الورقة المالية؛ لأنها تتعلّق بتطورات إقتصادية ترتبط بتركيبية الإقتصاد القومي ومستويات نشاطه⁶، كما يسعى المكنّتب إلى حماية نفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع إكتتابه⁷، ليُشكل ما يسمى

¹ _حسن السلطان، مرجع سابق، ص 14.

² _مهينة رشام، مرجع سابق، ص 43.

³ _نورين بومدين، أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، مج 06، ع 08، 2010، ص 104. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/48266> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/12 على الساعة 13:31.

⁴ _محمد شكرين، مرجع سابق، ص 99.

⁵ _نعمال محصول - نور الدين محرز، مرجع سابق، ص 56.

⁶ _حسين عبد المنطلب حسين محمد الأسرج، مرجع سابق، د ص. أيضا دفع الله المكي حسن الرضي، مرجع سابق، ص 29.

⁷ _التنويع هو توزيع المبالغ المستثمرة على فئات أصول مختلفة (الأسهم - السندات..)، مع التأكد من إمتلاك نفس فئة أصول السندات لشركات مختلفة (شركات متوسطة الحجم - صغيرة..)، ويبقى الهدف الرئيسي من التنويع هو تقليل المخاطر؛ بحيث يتم تعويض الخسارة المتكبدة في السندات التي شهدت إنخفاظاً في أسعارها بالمكاسب المُحققة من السندات التي شهدت إرتفاعاً في أسعارها أيضاً.

بـ "المحفظة الإستثمارية المثلى"¹. ونظرا لأن المخاطر غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على المنشأة أو عدد قليل من المنشآت؛ فإنه يمكن للمدخر التخلّص منها عند المفاضلة بين الأوراق المالية المتاحة أمامه².

1- المخاطر المتعلقة بالتوقف عن السداد

تُعد قيمة السند أكثر إستقرارا عن باقي الأوراق المالية الأخرى، مما يجعلها ورقة مالية أكثر جاذبية بالنسبة للمدخر الذي لا يرغب في المخاطرة، كما يسمح التقييم الإئتماني للسندات بقياس مستوى المخاطرة مسبقا³، غير أن هذا الأمر لا يجعلها بعيدة عن عدم إمكانية سداد فوائد وأصل السند خلال الفترات المتّفق عليها، مما يؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية لها، فمخاطر التوقف عن السداد ترتبط بقُدرة الشركة على سداد إلتزاماتها، فكلما قلّت هذه القدرة كلما زادت هذه المخاطرة⁴.

2- المخاطر المتعلقة بمواعيد السداد

يُقصّد بها أنه كلما كانت فترات التسديد أطول ستزيد حدّة الخطر؛ لأن الفترات الطويلة للتسديد تجعل من السند أكثر حساسية من تغيّر سعر الفائدة، وهو ما يسعى المقرض إلى تفاديه، ففي الإئتمان قصير الأجل، يصبّ الدائن جُلّ إهتمامه على الوضع المالي الراهن للشركة ومدى سيولة الأصول المتداولة، أما إذا كان القرض طويل الأجل فهو بحاجة إلى المعلومات التي تسمح له بتحليل توقعات التدفقات النقدية ومدى قُدرة الشركة على سداد الفوائد وأصل الدين في ظل

¹ إذا كانت المحفظة الإستثمارية عبارة عن تشكيلة مُكوّنة من عدة أوراق مالية (الأسهم والسندات) مختلفة في النوع، وذات تواريخ إستحقاق متباينة يتم إختيارها بعناية، على أن يحتفظ بها المستثمر ويقوم بإدارتها بغرض تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة؛ فإن المحفظة الإستثمارية المثلى هي مفهوم نسبي وليس مطلق تعكس نظرة مستثمر واحد فقط، فكل مستثمر له ميولات وإتجاهات ما قد تختلف عن مستثمر آخر. **عبد العالي صالحى-عز الدين محمدي**، محاولة تكوين محفظة إستثمارية مثلى لبورصة الجزائر في ظل محدودية الأوراق المالية -دراسة تطبيقية-، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الإقتصادية، مج09، ع01، 2018، ص193. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/65333> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/17 على الساعة 19:21.

² **محمد سحنون**، مرجع سابق، ص124.

³ **كهينة رشام**، مرجع سابق، ص42.

⁴ **صفية بن قراب**، مرجع سابق، ص26.

تداخل مجموعة مُتباينة من الظروف¹، فتواريخ الاستحقاق تتطوي على مخاطر؛ إذ كلما طال تاريخ إستحقاق السند كلما زاد عدم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية؛ حيث أن القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تُستحق بعد ثلاث سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تُستحق بعد ثلاثون سنة مثلاً، مما يعني أنه لا بد من حصول المدخر على عائد أكبر يُعوّضه عن مخاطر الإكتتاب في السندات التي يحلّ تاريخ إستحقاقها بعد وقت طويل²؛ لذا فالسندات طويلة الأجل تكون أسعار الفائدة عليها أعلى بكثير من السندات قصيرة الأجل. ولمُجابهة هذا الخطر، يتم التنويع في تواريخ الاستحقاق؛ إذ يُصبح لزاماً على المدخر أن يقوم بسلسلة من الإكتتابات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة، أما إذا تم الإدخار في السندات طويلة الأجل، سوف يشهد إستقرار أكبر في العائد السنوي المُتولد؛ لأن القيمة السوقية لهذه السندات تتعرض لعدة تقلبات، مما ينتج عنها خسائر كبيرة إذا اضطر إلى بيع جزء منها قبل تاريخ إستحقاقها³.

3- المخاطر المتعلقة بالإستدعاء

تُصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشرط إستدائها قبل تاريخ الاستحقاق، لتتجنب مواجهة المخاطر الناتجة عن إنخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل ذلك التاريخ، مما يُعطيها الحق في إعادة شرائها من حملتها بعد تاريخ مُعيّن في نشرة الإكتتاب، وعادة ما تعتمد المنشأة إلى تضمين هذا الشرط عندما تتوفّر مؤشرات لإحتمال إنخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات موعد الاستحقاق، ففي هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تُحلّها محل سندات جديدة ذات مُعدل فائدة أقل ويسعر يُسمى "سعر الإستدعاء"، يكون في العادة أعلى من القيمة الإسمية للسند كي يتم تعويض حامله عن الخسارة في سعر الفائدة؛ لذا سيضطر إلى التخلي عن سنده بأخر نو عائد أقل، في إطار ما يطلق عليه بـ "مخاطر إعادة الإستثمار"⁴، حينها لا يكون له أي خيار سوى قبول طلب الشركة المُتمثّل في إستدعاء السند، وهنا تكمن خطورة العملية، وبمجرد إستدائها

¹ _رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 64.

² _حسن السلطان، مرجع سابق، ص 15. أيضا دفع الله المكي حسن الرضي، مرجع سابق، ص 33.

³ _نعيمة برودي، كفاءة الأسواق المالية وإستراتيجيات الإستثمار في الأسهم والسندات، *Revue d'economie et de management*، مج 10، ع 01، 2011، ص 336. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/106737 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 13:10.

⁴ _حسن السلطان، مرجع سابق، ص 13.

تتوقف الشركة عن دفع الفوائد بشأنها على أن تدفع مبلغها النهائي مرة واحدة إلى حاملها¹. وفي جُلّ الأوقات، يكون شرط القابلية للإستدعاء مُلزاماً للسند القابل للتحويل؛ لذا تُقدم الشركة المُصدرة على هذا الإجراء عند إرتفاع القيمة السوقية لأسهمها بشكل كبير²، كما يمكن إعتبار إدراج شرط الإستدعاء في عقد الإصدار من المزايا التي يمكن أن تشترطها الجهة المُصدرة في عقد السند حتى تكون قادرة على وفاء مُتطلبات القرض³؛ فإذا إشتربت الشركة ذلك، ينبغي عليها أن تُضمّنه بموجب شرط صريح، زيادة على إخطار حملة السندات قبل إستخدام هذا الحق بفترة مُناسبة⁴.

4- المخاطر المتعلقة بالمعلومة

هناك مقولة مؤداها: "من يعلم قبل الآخرين يستطيع أن يُحقّق أرباحاً غير عادية، وبعد ذلك يتساوى الجميع في الأرباح"، فوجود المعلومة ووصولها بأقل تكلفة لا تقل أهمية الواحدة عن الأخرى، وتشمل المعلومة كل جوانب القرارات المالية التي تعتمد عليها الشركة في مختلف نشاطاتها والتي تهدف إلى تعظيم قيمتها السوقية، كما تشمل هذه القرارات كل من قرارات التمويل والإستثمار وكذا توزيع الأرباح. فالقرار المالي هو قرار يُوازن بين الحصول على الأموال وإمتلاك الموجودات بهدف تحقيق أعلى ربح ممكن⁵.

كما يكتسي الوعي في المجال المالي أهمية كبيرة لدى المدخرين قصد إتخاذهم قرار رشيد، ولا يتحقّق هذا إلا بتوفير المعلومة النيرة التي تُبيّن لهم الطريق الأمثل الذي يسلكونه في خياراتهم، فالتوعية الكافية حول مُستلزمات عقد الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم أمر في غاية الأهمية لوضعه في صورة واضحة تسمح له بتقدير الظروف المُواتية للشركة والإمكانات

¹ إبراهيم الكراسنة، مرجع سابق، د ص.

² كهينة رشام، مرجع سابق، ص 43.

³ Les valeurs mobilières, guide publié par l'école de la bourse de Casablanca, p.06. Disponible en ligne sur le site : https://www.championnat-bourse.ma/sites/default/files/fiche_valeur_mobi.pdf consulté le : 22/01/2021.

⁴ عبلة بلقيرة-محبوب بن حمودة، مرجع سابق، ص 495.

⁵ خانم نوري كاكّة حمه العطار، نظم المعلومات المالية المستندة على مدخل تنقيب البيانات وأثرها على نجاح القرارات المالية، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والإجتماعية والإنسانية، مج 02، ع 07، جوان 2019، ص 11. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/95157 تم الإطلاع بتاريخ: 2019/06/01 على الساعة 15:15.

المُتاحة لها بكل تبصّر¹، فنظام المعلومة المالية قادر على جمع البيانات من مصادر مختلفة وتحليلها لتوفير المعلومات الضرورية²، لما لها من أهمية قصوى في خلق الرغبة لدى المدخر للولوج إلى توظيف مُدخراته في السندات التي تُمثّل مديونية على الشركة، فيُعتبر الإعلام وسيلة فعّالة لتقوية وزيادة الثقة لدى الجمهور المُتعامل مع الشركة.

في هذا السياق، عُرّفت نظم المعلومات المالية على أنها: "قواعد بيانات تضمّ معلومات متكاملة عن كافة المُتغيرات ذات العلاقة بالمواضيع المالية من مصادر مختلفة داخلية وخارجية، لمُساعدة مُتخذ القرار على إتخاذ قراره بفاعلية وكفاءة"³. وتكملة لما سبق قوله، يجب على الجهة مُصدرة السندات أن تُبادر بتوضيح كتابي لعملائها حول وضعيتها قبل تنفيذ أي عملية طرح أو تسوية أو سداد أو مقاصة للسندات، وكذا بيان آخر ما تم تحديده لمركز السندات التي يُجرى تنفيذها، بالإضافة إلى العمولة التي سيتقاضاها الحامل، كما يجب عليهم أيضا التوقيع على إتفاق مُحرّر في شكل نموذجي مع عملائهم، يشمل طبيعة التعامل بينهما، ويُحدّد حقوق والتزامات الطرفين، ويؤكد نوعية المعلومة الواجب توفرها لدى المُتعامل في السندات، خصوصا المُتعلقة بتصنيفها وطرق الإتصال والمراسلة بين المُتعاملين وعملائهم⁴.

5- المخاطر المتعلقة بالإطفاء السنوي

تطفيئ السندات بأشكال عدة، فزيادة على طريقة تحويلها إلى أسهم التي تُمكن حملتها من إستبدالها بأوراق مالية أخرى تُمثّل جزء من رأسمال الشركة، يمكن كذلك إستهلاكها عند حلول أجل استحقاقها وفق ما ينص عليه العقد. ولأن الشركة المُصدرة تبحث في جميع الأحوال عن تحقيق أهدافها؛ فإنها عادة ما تلجأ إلى إطفاء السندات في الفترات التي تشهد إرتفاعا في سعرها السوقي بالمقارنة مع قيمتها الإسمية، مما يُلحق بحملتها أضرارا كبيرة تصل إلى حد حرمانهم من تحقيق الأرباح الرأسمالية التي كان من الممكن أن يحققوها لو لا ممارسة الشركة حقها في الإطفاء

¹ -نبيل بهوري، مُعوقات الإستثمار في سوق الأوراق المالية وسبل تنشيطها، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات إقتصادية، مج13، ع01، أبريل 2019، ص324. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/84300> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/04/01 على الساعة 22:00.

² -خانم نوري كاكّة حمه العطار، مرجع سابق، ص13.

³ -خانم نوري كاكّة حمه العطار، مرجع نفسه، ص07.

⁴ -أساسيات الإستثمار في السندات، مرجع سابق، ص16.

المُتضمّن بموجب بند صريح في العقد، وهو ما يستدعي ضرورة الدراسة المُسبقة والمُتمعنة في إدراج هذا النوع من الشروط للوقوف على أبعاده، لاسيما الكيفية التي يتم بموجبها الإطفاء، والتأكد إن كان الإطفاء كُلّي يشمل جميع الإصدار أو جزئي فقط¹.

الفرع الثاني

الطبيعة القانونية لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تأكد للبعض أن الطبيعة القانونية لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تُستخلص من خلال تحديد العناصر المُكوّنة لها والمستقلة عنها التي فرضتها مختلف الأنظمة المقارنة، خلال المرحلة السابقة لإصدارها -مثلا سيتم الإشارة إليه في هذه الدراسة-، والتي إعتبروها دليل كافي كي يُدرج هذا التصرف القانوني ضمن تعداد العقود المدنية العادية، فمن الضروري كإجراء إلزامي مُمهّد للطرح العام، قيام الشركة المُصدرة بإعداد ما تسمى بنشرة الإصدار² التي تتضمن العناصر الأساسية للسندات ثم تعرضها على عامة المدخرين قصد الإكتتاب فيها، لتتّصف نشرة الإصدار بأنها الإيجاب الصادر عن الشركة³.

وكوّن النشرة تتضمن جميع البيانات التي تُهم المُكاتب كالقيمة الإسمية لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل؛ مُعدل فائدتها؛ تواريخ دفعها؛ إمكانية تحويلها؛ التواريخ المُقرّرة لذلك؛ وكذا إجراءات إستهلاكها وكل ما من شأنه أن يحجب الشك عنه، يُقال أن هذا الإيجاب⁴ الصادر عن الشركة بات وقاطع؛ لأنه دليل كافي على جدّيتها في الإصدار، فما من شك يحوم في ذهن المُكاتب عند

¹ حسن السلطان، مرجع سابق، ص 14.

² راجع الملحق رقم (02).

³ يُعرف الإيجاب أنه: "تعبير يدل على إتجاه الإرادة بشكل بات إلى إنشاء العقد في حال إقترانه بإرادة مطابقة له"، كما يعرف أنه: "عرض كامل وجازم، ويقصد بكونه كاملا أنه يجب أن يتضمن العناصر الأساسية للعقد المُراد إبرامه". زكريا سرايش، الوجيز في مصادر الإلتزام العقد والإرادة المنفردة، د ط، دار هومة، الجزائر، 2013، ص 45.

⁴ كما يعرف أنه: "التعبير عن الإرادة البات المقترن بقصد الإرتباط بالتعاقد الذي ينصب عليه إذا لحقه قبول مطابق له". خليل أحمد حسن قدارة، الوجيز في شرح القانون المدني الجزائري، ج 04، (عقد البيع)، ط 03، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 27.

تمعنه في البيانات المدونة حول عرض الشركة؛ لذا تسمح له النشرة بتكوين رؤية شاملة بشأن هذا العرض¹.

من جهة أخرى، لا يُشترط في نشرة الإصدار أن تكون موجهة إلى شخص مُعين بذاته؛ بل يصحّ الإيجاب حتى لو توجه إلى شخص غير مُعين، كالإيجاب الموجه إلى عموم الجمهور عن طريق النشرات والإعلانات بكيفيات مختلفة كالصحف مثلاً²، ليكون طرح سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم على هذا النحو بمثابة إيجاب بات لا يمكن للشركة أن تُعلقه على شرط كما لا يمكنها العدول عنه، على إعتبار أنها تضبط الإكتتاب في نشرة الإصدار بمدة زمنية مُحدّد بدايتها وتاريخ غلقها³.

وبعد أن يطّلع المدخر الراغب في الإكتتاب على نشرة الإصدار والمعلومات الواردة فيها، تتكوّن لديه رؤية واضحة، تُمكنه من الإقبال على توظيف مُدخراته بالكيفية التي تخدم مصالحه المالية، وتتّجه إرادته هذه في شكل قبول الإكتتاب وملء الإستمارة المرفقة به على النحو الذي أعدته الشركة، وهذا دليل على قبوله اللامشروط لجميع الشروط التي وضعتها الشركة، بناء على إرادته الحرة والصريحة⁴، ومن مظاهر قبوله أيضاً هو دفع مبلغ الإكتتاب لدى الجهة المُكلّفة بجمع مبالغ الإكتتابات، ويُعدّ بذلك المُكاتب قد وفى أهم إلتزام من جانبه⁵، على أن ينتج هذا الوفاء أثره مادامت إرادته خالية من العيوب⁶؛ فإذا سارت الأمور على هذا النحو، سوف يقبض الفوائد المُترتبة عن توظيف مُدخراته، كما يمكنه أن يتحوّل إلى شريك في الشركة إذا كانت وضعيتها

¹ راجع الملحق رقم (04).

² زاهية حورية سي يوسف، الواضح في عقد البيع (دراسة مقارنة ومدعمة بإجتهادات قضائية وفقهية)، ط2، دار هومة، د ب ن، 2014، ص52.

³ أنظر في المعنى خليل أحمد حسن قدارة، مرجع سابق، ص29.

⁴ يعرف القبول، بأنه: "التعبير عن الإرادة الذي يأتي مطابقاً للإيجاب، وبه ينعقد العقد". زكريا سرايش، مرجع سابق، ص46.

⁵ زاهية حورية سي يوسف، مرجع سابق، ص334.

⁶ وعيوب الرضا التي تشوب عقد الإكتتاب في سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم هي نفسها في أي عقد آخر، والمتمثلة في الغلط؛ التدليس؛ الإكراه والإستغلال، كما يشترط توقّر الأهلية اللّازمة التي تمنح للمكاتب صلاحية إكتساب الحقوق وتحمل الواجبات، خاصة أن الأصل في الشخص هو كمال أهليته، أي صلاحيته التامة في مباشرة التصرفات وإبرام العقود، فلا يجوز حرمانه منها؛ لأن أحكامها من النظام العام. عبد المجيد زعلاني، المدخل لدراسة القانون (النظرية العامة للحق)، د ط، دار هومة، د ب ن، 2010، ص ص127_128.

المالية مُحفزة. وبمجرد تمام هذه الخطوات والإنهاء من الإكتتاب، تكتمل صورة إرتباط الإيجاب بالقبول وتدخّل في مرحلة التنفيذ كسائر العقود المُلزِمة لطرفين، والإلتزامات قد حدّدتها نشرة الإصدار السالفة الذكر؛ فإذا كانت الشركة تُقدّم للمُكتتبين الفوائد في المواعيد المُقرّرة لها بعد أن يوفوا القيم الإسمية المُحدّدة لسنداتهم، فلا مناصّة من أن تُصنّف الشركة في مركز المدين، في حين أن المُكتتب هو الدائن بمقدار معلوم من الفائدة¹.

كما يُثير الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم مسألة تحديد الإطار الزمني والمكاني للعقد، فالزمن يُثير إشكالية ما إذا كان هذا العقد ينعقد عند قيام المُكتتب بالإكتتاب في الأسناد المطروحة بمُجرد دفع قيمتها على وجه مُنفرد، أم هناك ضرورة في نفاذ جميع الإكتتابات؟² الجواب يقتضي العودة إلى القواعد العامة إذا كان المُتعاقدان يجمعهما مجلس عقد واحد أم لا، ففي حالة الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل ينعقد مجلس العقد الواحد بالنظر لعدد المُكتتبين الذي يفوق المئات، الأمر الذي يُصعب من مهمة تكتّلهم في ذات المجلس؛ لأن الإكتتاب يُفتح لمُدّة زمنية مُحدّدة قد تطول في عديد الأحيان. وبالعودة إلى الشريعة العامة³، يلاحظ أن المشرع الجزائري قد تبني نظرية العلم بالقبول؛ حيث ينعقد العقد بموجب هذه النظرية في الزمان والمكان اللذان يعلم فيهما الموجب (الشركة المُصدرة) بقبول القابل (حملة السندات)، كما إفترض المشرع أن الموجب يعلم بالقبول في المكان والزمان اللذان توصل فيهما بالقبول؛ لكنه يبقى إفتراض قابل لإثبات العكس⁴، ذات الرأي تبناه القانون المدني المصري¹، عكس المشرع الأردني الذي أخذ بنظرية تصدير القبول².

¹العقد الملزم لجانبين هو الذي تكون فيه أداءات الطرفين متقابلة، على أن تؤدي طبقاً للأشكال المطلوبة وبحسن نية، فالعقد الذي يكون محله دفع أحد المتعاقدين لآخر مالا أو شيئاً مثلياً على أن يرُد مثله قدراً ونوعاً وصفة في ميعاد معيّن، يُكَيّف أنه عقد قرض بفائدة، وهو عقد مسمى من العقود التي ينظم أحكامها القانون المدني؛ لكن القرض في هذا النوع من العقود ليس بالقرض العادي.

²Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1412, p.717.

³يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص17.

⁴نص المادة 67 من القانون رقم 05/07، المؤرخ في 13 مايو 2007، ج ر ع 31، يعدل ويتمم الأمر رقم 58/75 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق لـ 26 سبتمبر سنة 1975، المتضمن القانون المدني.

⁴ فقد يثبت أن الموجب لم يعلم بالقبول في الزمان الذي وصل فيه إلى عنوانه، ومن ثم يتحدّد زمان إنعقاد العقد من زمان العلم لا من زمان الوصول، وقد يثبت أيضاً أن الموجب قد علم بالقبول في مكان خارج العنوان الذي وصل فيه القبول.

أما بالنسبة لزمن العقد، ومع الأخذ بعين الاعتبار أن الشركة تصدر قرضا جماعيا وليس فرديا؛ فإن إبطاره الزمني هو وقت غلق الإكتتاب، إما بعد الإنتهاء من الإكتتاب في جميع الأسناد المطروحة أو بقبول الشركة الإكتفاء بعدد الإكتتابات المُحَقَّقة داخل الآجال، وهذه المسألة يرجع تحديدها للشركة المُصدرة³.

بعد الإنتهاء من الأركان السابقة الذكر التي يشملها عقد الإكتتاب في سندات القرض القابلة للتحويل إلى أسهم، يتبيّن أنها غير كافية في نظر القانون لتمام هذا التصرف؛ بحيث أن خصوصية العقد تفرّض ضرورة وجود قالب شكلي، يتجسّد في عقد الإكتتاب المُعد وفقا لنموذج خاص بحسب البيانات التي تفرّضها بعناية النظم القانونية المقارنة ولوائحها التنفيذية، قصد حماية المُكْتتب الذي يُعَدّ الطرف الضعيف في هذه العلاقة التعاقدية، لاسيما من حيث ضرورة توفير المعلومة المالية الكافية، المُجسّدة في نوعية البيانات المُرفقة ضمن نشرة الإصدار.

من جانب ثانٍ، يوجد فريق آخر أخرج هذا التصرف القانوني عن التصنيف الكلاسيكي للعقود، مُستندا على تضمين نشرة الإصدار بالإضافة إلى البنود التي حدّتها القوانين وكذا لوائحها التنظيمية كل ما تراه الشركة ضروريا، وهو ما جعل البعض يرى أن الإكتتاب في عقد إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عقد إذعان، نظرا للتفاوت في القدرات الفنية والإقتصادية بين أطراف عقد القرض، تستعمل فيها الشركة سلطتها الإقتصادية بغرض فرض شروطها المُجحفة⁴؛ بحيث يتم قبول هذه الشروط جملة دون الغوص في مُساومتها⁵، خاصة أن

¹ المادة 97 من القانون رقم 131 المتعلق بإصدار القانون المدني المصري. متوفر على الرابط:

www.mohamah.net/law تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 20:26.

² المادة 101 من القانون المدني الأردني لسنة 1976، جاء فيها: "إذا كان المتعاقدان لا يضمهما حين العقد مجلس واحد، يعتبر التعاقد قد تم في المكان والزمان اللذين صدر فيهما القبول، ما لم يوجد إتفاق أو نص قانوني يقضي بغير ذلك". متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.maher.sandroses.com/m81.htm&ved=2ahUKEwjvu4Lh8rjrAhUJ8BoKHUHyBVUQFjAGegQIBRAB&usg=AOvVaw2BCo2wgzuqa95bnwp2E3mb> تم

الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 13:19. أيضا زكريا سرايش مرجع سابق، ص 61.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 18.

⁴ زيتوني فاطمة الزهراء، مبدأ حسن النية في العقود -دراسة مقارنة-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، 2017/2018، ص 253.

⁵ عزف البعض عقد الإذعان أنه: "العقد الذي يسلم فيه القابل بشروط مُقرّرة يضعها الموجب ولا يقبل مناقشته فيها، وذلك فيما يتعلق بسلعة أو مرفق ضروري يكون محل إحتكار قانوني أو فعلي أو تكون المنافسة محدودة النطاق في شأنها".

المُقرضين لا يملكون خيار التفاوض حول قيمة السند أو أجله ولا قيمة العائد منه¹. وعليه، فحملة السندات يتجمعون داخل كتلة مُتمتعة بالشخصية المعنوية، تسير وفق نمط الأغلبية في ظل وجود مُعطيات تُزيل عنها الصفة التعاقدية على خلاف القروض العادية²، الأمر الذي يستدعي حتمية تكريس حماية خاصة لهذه الفئة، ولا يتردد الفقه الفرنسي في وصف المدخر داخل السوق المالية على غرار حامل السند القابل للتحويل بالمستهلك الضعيف أمام المهنيين المُتمرسين³، كَوْن الإكتتاب في سندات القرض عملا مدنيا من جانب المُكاتب وعملا تجاريا بالتبعية من جانب الشركة، فلا يُشترط توفّر الأهلية التجارية في المُكاتب، ولا يخضع عدم تنفيذه لتعهداته للقانون التجاري؛ إنما للشريعة العامة⁴.

غير أن عقد الإذعان لا يتجسد بصورة كاملة في هذا النوع من الإكتتاب، ولا ينبغي حصره في زاوية عدم مناقشة البنود؛ بل يجب النظر إلى العقد نظرة إجمالية؛ لأنه في إطار عقد الإذعان يكون الطرف المُدعن على درجة من القوة الإقتصادية نتيجة لإحتكاره منتج أو خدمة مُعيّنة، مما يجعل العقود التي يُبرمها عقود غير تفاوضية ونموذجية أو ما تُسمى بعقود الجمهور *contrat type ou contrat de masse*، التي لا تُتيح للمُتعاقد فرصة مُناقشة شروطها؛ إنما يرضخ لها تلقائيا⁵ بالنظر لنوعية الخدمة التي يُقدمها، والتي لا يمكن الإستغناء عنها في الحياة اليومية، عكس المُكاتب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الذي يبقى له حرية توظيف فائض أمواله في

محمد بودالي، الشروط التعسفية في العقود في القانون الجزائري (دراسة مقارنة مع قوانين فرنسا وألمانيا ومصر)، ط02، دار هومة، الجزائر، 2010، ص12.

¹ « L'émetteur s'adresse à une collectivité d'investisseurs, dont la situation juridique, à partir de la souscription, est régie par les mêmes dispositions contractuelles, applicables à des titres identiques. Il n'y a pas de négociation du crédit, des conditions de l'emprunt, entre la société et les investisseurs. La négociation des conditions de l'émission a lieu entre la société et l'établissement de crédit chef de file pendant la rédaction du contrat d'émission et du contrat de placement. A partir de la signature de ces contrats, les titres sont émis. Ils sont autonomes et indépendants, et les droits et obligations qui y sont attachées sont strictement identiques pour chaque porteur. A nouveau, ce n'est pas le prêteur (obligataire) mais l'établissement de crédit chef de file qui négocie les conditions de l'émission au bénéfice des futurs investisseurs, car il souhaite le succès du placement ». Hala audi, op.cit., pp.16_ 17.

² أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص407.

³ فاتح آيت مولود، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في التشريع الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص12.

⁴ أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص403.

⁵ محمد بودالي، مرجع سابق، ص12.

أنشطة استثمارية أخرى وليس مُضطرا بالضرورة للإكتتاب في هذه السندات¹، كما أن صيرورة هذا النوع من العقود يقتضي تجمّع المُكتتبين داخل هيئة ذات طبيعة خاصة تُحوّل لهم حق مُعارضة تصرفات الشركة، مما يعني أن جوانب الإذعان تضعف بعد الإنتهاء من مرحلة الإكتتاب مباشرة.

دائما في إطار عقد الإذعان، تُحاول الأنظمة التشريعية جاهدة مُحاربة هذه الشروط غير العادلة بأساليب مُتعدّدة كالأسلوب التشريعي، عن طريق سنّ قوائم مُحدّدة من الشروط يحظر العمل بها، أو عن طريق الأسلوب القضائي؛ حيث يُترك للقاضي سلطة تقدير الطابع القضائي قبل إبطالها، بالإضافة إلى الأسلوب الإداري؛ حيث يُترك للسلطة الإدارية أو التنظيمية التقدير العملي للشروط التعسفية حالة بحالة²؛ فإذا طبقت هذه الأساليب على الإكتتاب في سندات القرض القابلة للتحويل لأسهم تكون مُتعدّرة، وإن كانت تُلتمس الحالة الأخيرة في تدخّل المؤسسات المُشرفة على العمليات المالية قصد توفير الحد الأقصى من الأمن القانوني المطلوب، لينتهي القول أن هذا الإكتتاب ما هو إلا عقد عادي، يجمع في طياته أركان العقود الكلاسيكية من أركان عامة إضافة إلى شروط شكلية في صورة مزيج من الشروط العادية والنظامية³، ويُرتب في ذمة أطرافه إلتزامات مُتقابلة مُمتدة على مجال زمني معلوم⁴، وقوامه الإعتبار المالي وليس الشخصي.

المبحث الثاني

التنظير بين سندات الاستحقاق القابلة للتحويل وباقي النظم الأخرى المشابهة

كُون سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم ورقة مالية صادرة عن شركة المساهمة، فمن المُمكن أن يتشابه مع باقي الأوراق المالية التي تصدر عن ذات الشركة (المطلب الأول)، بالإضافة إلى تشابهه مع الأوراق التجارية والأوراق النقدية (المطلب الثاني) في عدة خصائص ومُميزات، كما يمكن أن يختلف عنها أيضا من جوانب عديدة وهو ما يقتضي بيانه أكثر؛ لأن

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص18.

² محمد بودالي، مرجع سابق، ص17.

³ « L'emprunt obligataire est un ensemble contractuel complexe, composé d'éléments contractuels et d'éléments institutionnels, ce qui peut aboutir à faire coexister par exemple une lex contractus et une lex societatis différentes ». Hala audi, op.cit., p.17.

⁴ جاء وصفه في حكم محكمة النقض الفرنسية الذي سبق الإشارة إليه؛ بأنه "بيع أجل" une vente avec terme

⁴ Cour de cassation, civile, Chambre commerciale, 10 février 2021, 18-24.443, op.cit.

الوقوف عند الفرق بين هذه السندات وباقي النظم من شأنه أن يوضح أكثر النظام الذي تخضع له هذه الورقة المالية.

المطلب الأول

تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن الأوراق المالية

تُصدر شركة المساهمة عدة أنواع من الأوراق المالية، تتصدر الأسهم الواجبة فيها؛ لأنها تُرافق بالضرورة مرحلة تأسيسها فلا يتكوّن رأسمالها بغيرها بغض النظر عن أنواعها؛ على إعتبار أن هذه النوعية من الشركات ينقسم رأسمالها إلى أجزاء مُتساوية يُطلق على الجزء الواحد منها لفظ سهم. وبإعتبار أن الشركة لا يتوقّف عرضها على مُجرّد تأسيسها؛ إنما تسعى إلى التوسّع في نشاطها، فهي بحاجة أيضا لإصدار طائفة مُغايرة من الأوراق المالية ذات وظيفة أخرى لا تقل أهمية عن الأسهم يُصطلح عليها بالسندات، فتكون بحاجة إلى إقتراض عام من الجمهور في غالب الأحيان قصد طرحها عليهم للاكتتاب فيها، وتنقسم بدورها إلى أنواع عدة منها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، لتلتقي هذه الأوراق المالية في نقط تشابه وإختلاف كثيرة.

الفرع الأول

تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل عن الأسهم

إن السهم في شركة المساهمة ليس سوى سلعة؛ حيث يبدو موقف المساهم¹ كموقف مشترٍ لمركز قانوني مالي، فما يُبرمه المشتري فعلا هو عقد شراء قيمة سهم وليس السهم في حد ذاته، الأمر الذي يتطلّب خضوعه للنظام اللائحي والقانوني للشركة التي إشتري سهمها².

¹ هناك من يُعرّف المساهم على أنه: "كل من يملك سهم أو أكثر من أسهم الشركة، سواء حصل عليها عن طريق الإكتتاب فيها عند بدأ تكوينها، أو آلت إليه ملكيتها بعد تأسيسها بأية طريقة من طرق إكتساب الملكية"، وهناك من يُعرّفه على أنه: "جميع الأعضاء في الشركة، من مؤسسين موقعين على عقد الشركة ومكتسبين بأسهمها عند تأسيسها وزيادة رأسمالها، ومن المكتسبين لملكية لهم فيها لأي سبب من أسباب كسب الملكية من بيع وهبة وميراث". أسماء بن ويراد، حماية المساهم في شركة المساهمة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الحقوق، تخصص قانون أعمال، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2016/2017، ص12.

² المعتمض بالله العرياني، مرجع سابق، ص126.

وكان قد أحجم المشرع المغربي تحديد مفهومه تجنُّبا للحرص والضيق، تاركا المبادرة للقضاء والفقهاء، هذا الأخير الذي جشم جهدا مضينا لتعريفه وتحديد طبيعته وخصائصه¹، وعلى ذات الخُطى سار المشرع المصري ولم يخصّه بتعريف واضح لا في قانون الشركات ولا في قانون سوق رأس المال لسنة 1992، ذات الأمر بالنسبة للتشريع التونسي²، أما المشرع اللبناني إجتهد في إعطائه تعريف، على أنه: "أقسام متساوية من أموال الشركة؛ غير قابلة للتجزئة؛ تُمثّلها وثائق قابلة للتداول تكون إسمية أو لأمر حاملها"، مثله مثل المشرع الجزائري تماما الذي عزّقه على أنه: "سند قابل للتداول تُصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها"³، ليتّضح أن المشرع الجزائري عند تعريفه للسهم ركّز على خاصية التداول التي يميّز بها ولم يذكر باقي الخصائص الأخرى، وهو ما يُعاب عليه.

أما الفقه كان أكثر وضوحا في تعريفه، فبيّنه البعض على أنه: "صك أو مجموعة من الصكوك مُتساوية القيمة؛ قابل للتداول بالطرق التجارية؛ يُمثّل حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها، ويُخوّل له بصفته هذه مُمارسة حقوقه فيها لاسيما حقه في الأرباح"، وآخرون عزّفوه أنه: "صك تمنحه شركة المساهمة بمناسبة الإكتتاب فيها"⁴. كما يُعرّف أيضا بذكر مُجمل خصائصه أنه: "مقدار ما أسهم به المساهم في رأسمال الشركة، مُعبّر عنه بصك لإثبات ملكيته"⁵؛ له قابلية التداول؛ ذو خاصية الأجل الطويل، ويعطي لمالكة حقوقا خاصة أساسية"⁶. فحسب التعريفات السابقة، يُعدّ السهم عُملة ذات وجهين؛ من جهة هو الحصة المُقدّمة من طرف المساهم إلى شركة المساهمة التي تُمثّل جزء من رأسمالها، ومن جهة ثانية هو عبارة عن صك يُعطى للمساهم إثباتا لحصته⁷، فالخاصية المُزدوجة تستند إلى الحق والسند؛ بحيث يندمج الحق في السند

¹ أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 259.

² الفصل 316 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

³ المادة 715 مكر 40 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ محمد أحمد محمود عمارنة، مرجع سابق، ص 53.

⁵ يطلق الفقه الفرنسي على المساهمين تسمية النسور التي لا تبحث إلا على فريستها وهي الربح فقط.

⁶ المقصود بالحقوق الأساسية، هي الحقوق الضرورية التي لا يمكن إضعافها أو الحد منها من قبل الجمعية العامة غير العادية، وليس المقصود منه التفرقة بين الحقوق بجعلها حقوق أساسية أو ثانوية من حيث الأهمية.

⁷ جلال وفا محمدين، المبادئ العامة في شركة الأموال، د ط، الدار الجامعية، د ب ن، 1987، ص 18. أيضا عبير

مزغيش-محمد عدنان بن الضيف، الإستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات،

ع03، ديسمبر 2016. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://revues.univ->

وينتقل بإنقاله، ويُعد كل تنازل عن السند تنازل عن الحق المُشكّل له¹. بالتالي، يُمثّل نصيب الشريك في شركات الأموال والذي يُماثل حصة الشريك في شركات الأشخاص²، فلا شركة دون تقديم حصص³.

أما من الناحية المادية، فالسهم لا يغدو أن يكون سوى صك لإثبات الحقوق والإلتزامات التعاقدية التي تربط المساهم بالشركة، على إعتبار أنه في طبيعته مُستقل عنها، والعقد هو الذي أنشأ كائن جماعي له رأسمال خاص به مُكوّن من مجموع المساهمين، فالأسهم هي وثائق فردية تُسلّم للشركاء كإثبات لما قدّموه أو إلتزموا بتقديمه من حصص للشركة⁴. وما يلاحظ من خلال هذا العرض، أن مُجمل التعريفات تُصّب في كُون السهم عبارة عن جزء من رأسمال الشركة المُصدرة، يُثبت صفة العضوية فيها ويُحدّد المركز القانوني داخلها⁵.

أولاً: أوجه الشبه

أ- من حيث الطبيعة القانونية

كل من السهم وسند الاستحقاق القابل للتحويل يُمثّلان صك ذو قيمة مالية⁶، فكلاهما عبارة عن قيم منقولة تُصدرها شركة المساهمة بناء على التعريفات المُقدّمة، لاسيما التعريف الوارد في

biskra.dz/index.php/dlsc/article/view/3216&ved=2ahUKewjczZ2TuqfrAhVKDWBHedGBy0QFjAAegQIAR

AB&usg=AOvVaw15QuXJV7-rbbH3FC2DOJh2 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/11/19 على الساعة 23:04.

¹ أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 260.

² جرادات مرام رياض، الحقوق التي تمنحها الأسهم للمساهم في شركة المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة العربية الأمريكية، فلسطين، 2012، ص 17.

³ مأمون عبد العزيز إبراهيم، مرجع سابق، ص 21.

⁴ سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص 85.

⁵ محمد أحمد محمود عمارنة، مرجع سابق، ص 53.

⁶ "يجب التفرقة في هذا الصدد بين قيمة السهم الإسمية وقيمه الحقيقية وقيمه التجارية. فالقيمة الإسمية هي القيمة التي تذكر في الصك، ويحسب على أساسها رأسمال الشركة. أما القيمة التجارية، هي قيمة السهم في سوق البورصة، وتتحدّد على ضوء قيمة الأرباح التي توزعها الشركة، وقيمة أصولها وإحتمالات نجاحها وكمية الأسهم المعروضة والمطلوبة والمضاربات على الصعود والهبوط في البورصة. أما القيمة الحقيقية، تمثّل نصيب السهم من صافي أصول الشركة بعد خصم ديونها، علماً أن السهم عندما يصدر؛ فإنه يصدر بالقيمة التي دفعت لإملاكه. أما قيمة الإصدار، فيقصد بها إصدار السهم بقيمة أقل من قيمته الإسمية أو الحقيقية بقصد زيادة رأسمال الشركة، كما لا يجوز إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الإسمية سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها؛ إذ يكون حينها غير مُكتمت فيه بالكامل". محمد حسن

نص المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري، كما أن السند القابل للتحويل هو في الأصل مؤهل لأن يكون ذو طابع مُزدوج؛ لأنه يجمع بين خصائص السند والسهم، فيتكوّن من جزء يمنح الحق في السداد عند نهاية القرض مثل السند التقليدي، ويتضمّن أيضًا جزء إختياري يُعطي الخيار لحامله في تحويله إلى سهم؛ لذا فإن السند القابل للتحويل هو مُنتج هجين ووسيط مُقاربة بين السهم والسند¹.

ب- من حيث المساواة

يتميّز كل من السهم والسند في كونهما ينقسمان إلى قيم متساوية، وينبع هذا المبدأ من مبدأ آخر هو المساواة بين المساهمين في الأرباح² وكذا الحق في التصويت، بالإضافة إلى الحق في إقتسام موجودات الشركة وفائض التصفية بعد الحل³؛ ولعل الحكمة من إقرار المساواة هي تسهيل عملية حساب الأغلبية⁴ داخل الجمعية العمومية من جهة، وتسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين⁵، وكذا تنظيم سعر الأسهم في البورصة من جهة ثانية⁶، ويترتّب على تساوي قيمة الأسهم، المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم وكذا المساواة في الإلتزامات التي يُرتبها⁷؛ لكن هذا المبدأ لا يمنع وجود إستثناء خاص بإصدار أنواع من الأسهم تمنح أصحابها مزايا خاصة، فالأصل

الجبر، القانون التجاري السعودي، ط04، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، د ب ن، 1996، ص308. أنظر أيضا وداد بن بعيش، تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2017، ص16.

¹ Jérôme Bernadou, op. cit., p.10.

² ميّز الفقه بين المعنى الضيق للربح وهو الحصلة النقدية التي توزّع على الشركاء خلال فترات دورية، ومعناه الواسع الذي هو كل مزية تعود على الشركة وتقدّر بالمال.

³ جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص18.

⁴ هناك من إعتبر قانون الأغلبية ما هو إلاقيد على إرادات الأطراف في العقد؛ بل وقد نال من مبدأ سلطان الإرادة قياسا على ما فعله القانون بوضع قيد إرادات الفردية وليس النصوص، ولإشتراكهما في ذات الصلة يمكن إلحاق حكمهما بحكم القانون. سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص14.

⁵ إن الربح عنصر جوهرى يميّز الشركة عن بعض النظم القانونية المشابهة لها، لاسيما الجمعية التي تعني تجمّع مجموعة أشخاص يتحدون في تقديم أموالهم وأعمالهم ليس بهدف الربح.

⁶ وداد بن بعيش، مرجع سابق، ص16.

⁷ الأصل أن المساواة في المعاملة بين المساهمين مبدأ إستقر عليه بُغية حماية المساهم من مجمل القرارات التعسفية الممكن صدورها من أغلبية المساهمين، وهو ما تقضي به النظرية النظامية.

هو عدم وجود طبقات من الأسهم تتفاوت في قيمتها وحقوقها، غير أنه يمكن أن يكون هناك فئات مختلفة من الأسهم تُفرز لحملتها حق الأفضلية في الإكتتاب بالنسبة للفئة ذاتها¹؛ لأن التساوي في قيمة السهم ليس من النظام العام. بالتالي، يمكن أن يتضمّن نظام الشركة ما يُخالف هذا المبدأ، كالنص على إصدار أسهم ممتازة تمنح أصحابها الأولوية في الأرباح أو ناتج التصفية أو الأمرين معاً، شرط أن تتوفّر المساواة بين الأسهم المُتشابهة التي تنتمي إلى فئة واحدة²، وهو ما يُقاس أيضاً على السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

إذن، فالمساواة المطلقة لا تسود إلا داخل كل فئة؛ بحيث تتساوى الأسهم والسندات ذات النوع الواحد في الحقوق والإميازات والقيود الواردة عليها، ويجد هذا المبدأ أساسه في قانون الشركات وليس في العقد الذي يُعدّ مصدراً للتفاوت³، فالمساواة النسبية شُرعت قانوناً من أجل تعايش فئات مُتباينة من الأوراق المالية داخل الشركة، عكس المساواة المطلقة التي لا تسود إلا في كل مجموعة؛ لذا فإن أي عدم مساواة في المُعاملة تُبرّره مصلحة الشركة، خاصة أن التباين يمسّ بطبعه الورقة المالية وليس حملتها⁴، وهو ذات ما ينطبق على هذا الصنف من السندات بإعتبار أن الشركة عند إقدامها على إصدار سندات الدين لا تتعاقد مع كل مُقرض على إنفراد؛ إنما مع كل المُقرضين؛ حيث تُحدّد مبلغ القرض ثم تُصدر بمقداره عدداً من السندات مُتساوية القيمة يكون على إثرها كل حامل سند في نفس المركز القانوني الذي يوجد فيه الآخرون داخل ذات الإصدار، تأكيدا لما تضمّنه القانون التجاري الجزائري⁵ وسائر القوانين المقارنة⁶.

¹ مأمون عبد العزيز، مرجع سابق، ص 339.

² Agnès Baudry, les actions de préférence, magistère juriste d'affaires –DESS-DJSE, université Paris 02 Panthéon Assas, mai 2005, p.19.

³ سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص 21.

⁴ المادة 715 مكرر 41 و 42 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ المادة 715 مكرر 42 الفقرة الأخيرة بخصوص المساواة في الحقوق بين الأسهم، يقابلها المادة 715 مكرر 81 بخصوص المساواة في الحقوق بين حاملي السندات.

⁶ راجع نص المادة العاشرة بعد المائة من نظام الشركات السعودي، يقابلها الفصل 317 من مجلة الشركات التونسية بخصوص المساواة في الحقوق بين المساهمين، والفقرة الثانية من الفصل 327 بخصوص المساواة بين الرقاع، وكذا المادتين 150 و 177 من قانون الشركات الكويتي، يقابلها نص المادة 31 الفقرة الأولى من القانون رقم 159 لسنة 1981، المتعلق بإصدار قانون شركات المساهمة المصري. متوفر على الرابط:

https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://mohamedbamby.blogspot.com/2012/03/159-1981.html%3Fm%3D1&ved=2ahUKewix4_WS97jrAhVSBGMBHJopCjMQFjAAegQIARAB&usq=AOvVaw

ت- من حيث القابلية للإنقسام والتجزئة

لا يقبل السهم الإنقسام والتجزئة في مواجهة الشركة، بمعنى أن السهم الواحد يحتفظ بوحده رغم تعدد مالكيه ولا يجوز تقسيمه إلى وحدات أقل، مثلا إذا كانت ملكيته تؤول إلى أشخاص عدة فيبقى الجميع في نفس المراكز القانونية بوصفه وحدة واحدة لا تتجزأ¹، كما يفرض عليهم إختيار واحد ينوب عنهم في مواجهة الشركة ويمنح حقوق ويترتب إلتزامات لصاحبه، وإذا تعدد مُلاك السهم في حالة وفاة مالكة؛ فإنه يؤول إلى ورثة المتوفى الذين يتعين عليهم أن يختاروا مُمثل عن البقية في إستعمال الحقوق المُترتبة على ملكية السهم، كحضور الجمعيات العمومية وحق التصويت وغيرها، ويكون المُلاك المُتعدّدون مسؤولون بالتضامن عن الإلتزامات الناشئة عن ملكية السهم أيضا، وهو ما ينطبق تماما على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل².

ث- من حيث المردود

كل من السهم وسند الاستحقاق القابل للتحويل يعود على صاحبه بدخل دوري، وهو ما يبحث عنه المكتتب في الأوراق المالية عموما، فتحصيل مدخول جيّد يتناسب وتوظيف أمواله في المشروع الإقتصادي للشركة أمر مُهم، وإن كان هناك إختلاف في تحديد الطبيعة القانونية لكل من

2ffDzXvk-dNpDxi0bp3du0 تم الإطلاع بتاريخ: 2019/03/30 على الساعة 21:21. يقابلها نص المادة الأولى من قانون سوق رأس المال رقم 95 ولائحته التنفيذية لسنة 1996. متوفر على الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&ret=j&url=https://www.sigma-cap.com/sigma/law%252095%2520of%252092%2520ar.pdf&ved=2ahUKEwj7tdz2_bjrAhW5DWMBHXVfATcQFjAAegQIARAB&usq=AOvVaw0-MR18w8KUn1FUSzeRjkSr تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 09:13. على خلاف قانون شركة المساهمة المغربي الذي لم يذكر صراحة هذه الخاصية.

¹ _جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص19.

² _لا يوجد نص صريح يذكر هذه الخاصية ضمن الأحكام المتعلقة بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم في القانون التجاري الجزائري، مما يُحتم ضرورة الإستدلال بالأحكام المشتركة السارية على جميع أنواع القيم المنقولة الصادرة عن شركة المساهمة، لاسيما نص المادة 715 مكرر 32 السالف الذكر الذي إعتبر القيم المنقولة غير قابلة للتجزئة تجاه المصدر، وهو ذات ما ذهب إليه الفصل 315 من مجلة الشركات التونسية ضمن الفقرة 06، يقابلها المادة 31 الفقرة الثالثة من قانون شركة المساهمة المصري، يقابلها أيضا نص المادة 150 فقرة 01 من قانون الشركات الكويتي، يقابلها كذلك نص المادة الخامسة بعد المائة من نظام الشركات السعودي، عكس قانون الشركات الأردني الذي لم ينشأ نص صريح بذلك. فوزي محمد سامي، الشركات التجارية (الأحكام العامة والخاصة)، ط01، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص401.

عائد الإستثمار في الأسهم والآخر في السندات، كَوْنُ الأول يُصنّف في خانة الأرباح والثاني في خانة الفوائد؛ إلا أن كلاهما يعتمد كلياً على النهج الإقتصادي للشركة.

ج- من حيث تحديد القيمة

اختلفت مواقف التشريعات المُقارنة بشأن هذا الأمر¹، غير أنها أجمعت أن سند القرض ما هو إلا جزء من القرض الكلي في الإصدار الواحد الذي تم بموجب إكتتاب عام أو خاص للسندات التي تصدر بقيمة إسمية متساوية، وعادة ما لا تتحدّد الحدود الدنيا والقصى للسند عكس السهم²، فلم يضع القانون التجاري الجزائري³ الحد الأدنى والأقصى لقيمتها ومنح حرية تقدير ذلك للمؤسسين بخلاف ما كان عليه الأمر سنة 1975؛ حيث كانت القيمة الإسمية للسهم لا تقلّ عن 100 دج، وهذا التعديل من شأنه أن يتماشى مع النهج الإقتصادي الحر الذي يُعطي مُتنفس

¹ المادة 150 فقرة 02 من قانون الشركات الكويتي رقم 01 لسنة 2016، المتعلق بإصدار قانون الشركات، الملحق ع 1273، الصادرة في 22 ربيع آخر 1437 هـ الموافق لـ 2016/02/01. متوفر على الرابط: <https://moci.gov.kw/DynamicPage.aspx?id=145> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/05/14 على الساعة 21:09. إشتربت ضرورة ألا تقلّ القيمة الإسمية للسهم عن مائة فلس، في حين حدّد نظام الشركات السعودي القيمة الإسمية للسهم في المادة الخامسة بعد المائة فقرة 02 بعشرة ريالاً، أما قانون شركة المساهمة المغربي في نص المادة 292 فقرة 01 وضع حد أدنى للقيمة الإسمية لسندات القرض شأنها شأن الأسهم وشهادات الإستثمار التي لا تقلّ عن 50 درهماً، أما إذا كانت الشركة مُقيّدة في البورصة فلا تقلّ قيمة سندها عن 10 درهم، كذلك مجلة الشركات التونسية أكّدت في حكم الفصل 161 أنه لا يمكن أن يقلّ رأسمال الشركة عن خمسين ألف دينار إذا كانت شركات مساهمة خصوصية، أما إذا كانت الشركة ذات مساهمة عامة؛ فإن رأسمالها لا يمكن أن يقلّ عن مائة وخمسين ألف دينار، وفي كلتا الحالتين ينقسم رأسمالها إلى أسهم لا تقلّ قيمة السهم الواحد عن دينار. راجع أسامة نائل المحيسن، مرجع سابق، ص 143. وكان قانون الشركات الأردني في نص المادة 95 فقرة 01 قد حدّد قيمة السهم بدينار أردني واحد، في حين تخلف عن تحديد قيمة السند تاركا الأمر لإرادة الشركة، مثله مثل نظيره قانون الشركات المصري الذي تباين في حكمه ولم يضع حد أدنى لقيمتها، عكس الأمر بالنسبة للسهم الذي إشتربت ألا يقلّ عن خمسة جنيهات ولا يزيد عن ألف جنيه أو ما يعادلها بالعملة الحرة. راجع وداد بن بعبيش، مرجع سابق، ص 33. وفي هذا الشأن، يتبين أن القانون الفرنسي قد ألغى الحد الأدنى بعد نسخ المادة 07 من المرسوم الصادر في 30 أكتوبر 1948، بمقتضى المرسوم الصادر في 01 أبريل 1999. راجع أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 402.

² جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص 67.

³ المادة 715 مكرر 50 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

للشركات في تقديره بما تراه مُناسبا عن طريق صياغة بند في قانونها الأساسي، وغالبا ما تُراعي الشركات أن تكون سنداتهما في مقدور الإدخار المتوسط¹.

ح- من حيث جنسية مانحها

أمام سكوت التشريعات الأخرى عن بيان موقفها، لم يشترط القانون التجاري الجزائري توفّر الجنسية الجزائرية لدى حملة هذه الأوراق المالية، عكس قانون الشركات المصري الذي رفض مساهمة العنصر الأجنبي في معظم الشركات لاسيما بالنسبة للإكتتاب في الأسهم، أما بالنسبة للإكتتاب في السندات فلم يتطلب ضرورة ذلك².

خ- من حيث الوظيفة التمويلية

كل من السهم وسند الاستحقاق القابل للتحويل يندرجان ضمن البدائل التمويلية التي أوجدتها القوانين لشركة المساهمة، عن طريق إستخدام مالية المستثمرين والمدخرين بغض النظر عن سيكولوجية كل منهما؛ لكن عادة ما يكون المساهم أكثر إقداما على تحمّل الخطر بُغية تحقيق نسب وفيرة من الأرباح التي تتلائم مع درجة مخاطرته، وعكسه تماما بالنسبة لحملة السندات الذين يتجنبون هذه الأخطار ويكتفون بالحصول على فائدة تكون أقل مما هي عليه بالنسبة للأرباح المُحصّلة من الأسهم. وفي وقت ليس ببعيد، كان يُنظر فيه إلى رأسمال السندات على أنه مصدر تمويل لتكملة رأسمال الأسهم، وظل هذا المفهوم حياً لفترة طويلة في منتصف القرن العشرين؛ حيث كانت قضية السندات لا تزال تُحلّل على أنها "رأسمال إضافي"³.

د- من حيث القابلية للتداول

كلاهما يقبلان التداول⁴، وبفضل هذه الخاصية تُوفّر شركة المساهمة للمساهم إمكانية الخروج من الشركة بشكل أسرع¹ والتصرف في حصته المالية عن طريق التنازل عنها للغير بكل

¹ _إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص 43.

² _وداد بن بعبش، مرجع سابق، ص 33.

³ _Daniel OHL, Valeurs mobilière, Répertoire des sociétés, Dalloz, septembre 2005, p.101.

⁴ _القابلية للتداول هي التي تميّز الأسهم les actions عن الأنصبة les parts sociales.

سهولة، وهو ما دفع البعض إلى القول أن نية المشاركة ضعيفة في هذا النوع من الشركات، والإنشغال بالتداول في البورصة يطغى على الإنشغال بمشروع الشركة²، فالتداول من النظام العام وهو من الخصائص الجوهرية التي تُميّز السهم في شركة الأموال³ عن حصة الشريك في شركات الأشخاص، والتي لا يجوز التنازل عنها إلا بموافقة باقي الشركاء⁴، وينبع إحتياج شركة المساهمة للتدخل القانوني قصد تحديد مضمون العلاقات القانونية داخلها من قابلية أسهمها للتداول⁵، وهذه القابلية هي التي أضفت على عقد شركة المساهمة صفة السلعية⁶، وفي هذا الصدد، تخضع الأسهم أثناء تداولها لقدر من القيود القانونية⁷ والإتفاقية¹، أما في نطاق تداول السندات فلا محل لهذه القيود.

¹ عبد القادر مشرفي، دور مصلحة الشركة في حماية شركات المساهمة والشركات ذات المسؤولية المحدودة -دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة وهران 02، 2017، ص 01.

² ووداد بن بعبيش، مرجع سابق، ص 20.

³ إن النمط السائد في شركة المساهمة بإعتبارها شركة أموال هو الإعتبار المالي الذي تقوم عليه بصرف النظر عن الأشخاص المُكونين لها، وهو ما يظهر في خاصية حرية تداول الأسهم الصادرة عنها، كؤن الثقة نابعة من رأسمالها ولا تتوقف على صفات المساهمين؛ فإن فقدت الأسهم هذه الصفة لأحد الأسباب فقدت الشركة صفة المساهمة، وقد قضت محكمة النقض الفرنسية بأنه إذا نصّ نظام الشركة بأن أسهم الشركاء لا تقبل التنازل عنها؛ فإن الشركة بدورها تفقد صفة المساهمة، وعلى عكسه في شركات الأشخاص؛ إذا تم النص أن حصص الشركاء تتكوّن من سندات قابلة للتداول فستكون شركة مساهمة، وهو المعيار الذي يميّز السهم عن الحصة في شركات الأشخاص. سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص 41.

⁴ المادة 560 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ غالبا ما يتم الخلط بين مفهوم الإحالة والتداول، فالإحالة تتعلّق بالحصة في شركة الأشخاص، أما التداول يرتبط بالأسهم في شركة المساهمة. فاطمة الزهراء بدي، الرقابة الداخلية في المساهمة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2016، ص 22.

⁶ ذلك أنه يترتب على صفة السلعية نتائج تمس القانون الذي يحكم هذه الشركة، والذي يلتزم في نقط عدة لاسيما ظهور المساهم العابر الذي إقتنى السهم قصد المضاربة. المعتمم بالله الغرياني، مرجع سابق، ص 136.

⁷ إكتفى القانون التجاري الجزائري بالتأكيد على قابلية سندات الاستحقاق القابلة للتحويل للتداول (المادة 715 مكرر 81) دون إعطاء تفاصيل أكثر، فيما أورد مجموعة من القيود على تداول الأسهم، لاسيما حضره تداول الوعود بالأسهم (المادة 715 مكرر 51) ما عدا إذا كانت الأسهم قد نشأت بمناسبة زيادة رأسمال شركة سبق لأسهمها القديمة أن سُجلت في تسعيرة بورصة القيم؛ ففي هذه الحالة لا يصح التداول إلا إذا تم تحت شرط موقف لتحقيق الزيادة، ويكون هذا الشرط مُقترضا في ظل غياب أي بيان صريح، بالإضافة إلى القيد الوارد على تسجيل الشركة في السجل التجاري، كما أنه في حالة زيادة الرأس المال لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا من تاريخ الوفاء الكامل لهذه الزيادة (المادة 715 مكرر 51)، ومن

ذ - من حيث القابلية للرهن

تقبل سندات الاستحقاق الرهن شأنها شأن الأسهم، ولم يُعرّف القانون التجاري الجزائري عقد رهن الأوراق المالية، عكس نظيره قانون شركة المساهمة المصري الذي عرّف رهن الأسهم أنه: "عقد يلتزم به شخص ضمانا لدين عليه أو على غيره، أن يُسَلِّمَ إلى الدائن أو إلى أجنبي يُعيّنه المتعاقدان، أوراق مالية يُرتّب عليها للدائن حقا عينيا يخوله حبس هذه الأوراق لحين إستيفاء الدين، وأن يتقدّم الدائنين العاديين أو الدائنين التالبيين له في المرتبة في إقتضاء حقه من ثمن هذه الأوراق في أي يد تكون"، ويتقارب هذا التعريف مع ما توصل إليه الفقه الفرنسي، الذي رأى أنه: "عقد بمقتضاه ينشئ رهن يُخصّص أوراقا مالية لضمان دين الدائن المرتهن"².

القيود الواردة على التداول أيضا نجد أسهم الضمان المُخصّصة لأعضاء الإدارة (المادة 619 من القانون التجاري الجزائري)، وكذا أسهم الضمان التي يحوزها أعضاء مجلس المراقبة والتي لا تقبل التصرف فيها (المادة 659). أما بخصوص القانون المصري راجع المادتين 45 و47 من القانون رقم 159 لسنة 1981، يقابلها المادة السابعة بعد المائة والتاسعة بعد المائة من نظام الشركات السعودي، بدورها مجلة الشركات التونسية أكدت على هذه القيود ضمن (الفصل 320)، أما قانون شركة المساهمة المغربي جاء بإستثناء عن قاعدة تداول الأسهم، مُجسّد في شكل شركة حديثة وإستثنائية هي شركة المساهمة المُبسطة (المادة 429 فقرة 01)، التي يمكن التتصيص في نظامها الأساسي على عدم قابلية السهم للتقويت لمدة لا تتجاوز عشر سنوات، وهي حسب الفقه المغربي مدة طويلة. أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص315. تجدر الإشارة إلى أن المشرع الجزائري قد ضمّن القانون التجاري هذا التعديل بموجب القانون رقم 22-09 المؤرخ في 04 شوال عام 1443 الموافق لـ 05 مايو سنة 2022، يعدل ويتمم الأمر رقم 75-59، المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق لـ 26 سبتمبر سنة 1975، المتضمن القانون التجاري، ج ر ع 32، ص 12. متوفر على الرابط: <https://www.elmizaine.com/2022/05/22-09-75-59-pdf.html?m=1> تم الإطلاع بتاريخ: 2022/05/18 على الساعة 06:52.

¹ لا مانع من تضمين عقد الشركة ما يفيد منع تداول الأسهم دون أن يمنع من تداوله مطلقا؛ ولعل الحكمة من هذا القيد هي الرغبة في قطع سبل الغش على المؤسسين الذين قد يقدمون على مشروع فاشل، أو يرتكبون أثناء التأسيس بعض الأفعال الضارة بالشركة؛ ثم يسارعون بمُجرد إنشائها إلى التخلص من أسهمهم مقابل قبض قيمتها؛ لذلك رأى التشريع أنه من الواجب أن يربط أقدار المؤسسين بأقدار الشركة، تحقيقا لضمان جدية المؤسسين وصدق نواياهم. محمد حسن الجبر، مرجع سابق، ص315.

² ووداد بن بعبيش، مرجع سابق، ص191.

فباعتبار الأسهم والسندات من المنقولات، تطبق عليها أحكام رهن المنقول أي الرهن الحيازي في الشريعة العامة¹، غير أنه يُمنع على شركة المساهمة أن ترتهن² الأسهم التي تُصدرها، أي أنه يمنع على المساهمين أن يرهنوا أسهمهم للشركة التي أصدرتها، ولا يُطبق هذا المنع على العمليات المعتادة لمؤسسات القرض التي لا يُمكنها تقديم القروض إلا بناء على ضمانات؛ إلا أن هذا الرهن يقع على الحساب إذا كانت سندات القرض مُسَعَّرة، أما الشركة فلا يُمكنها أبداً أن تجعل من السندات التي أصدرتها محل رهن مهما كان شكله لدى الغير؛ لأنها تُمثّل بالنسبة لها ديون واجبة السداد، بالمقابل يسمح لحملة هذه الأسناد رهنها لأنهم أصحاب الحقوق³، وهو ما أخذ به كل من القانون التجاري الجزائري⁴ ومجلة الشركات التونسية⁵ ونظام الشركات السعودي⁶ وقانون الشركات الكويتي⁷ على التوالي.

ثانياً: أوجه الإختلاف

أ- من حيث الإصدار

الجهة المسموح لها بإصدار الأسهم هي شركات الأسهم أي شركة المساهمة وما في حكمها كالتوصية بالأسهم، أما السندات قد تتعداها إلى الدولة والهيئات العمومية⁸ وغيرها من الجماعات

¹ يقابله نص المادة 256 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 35 من الظهير الشريف رقم 1-96-246، الصادر في 29 من شعبان 1417 (9 يناير 1997) بتنفيذ القانون رقم 35.96، المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيد بعض القيم في الحساب، ج ر ع 4448، الصادرة بتاريخ 16/01/1997. متوفر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/production/html/Ar/61244.htm> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 13:55.

² ارتهن الشيء من آخر، بمعنى أخذه رهنا، ويمنع على المساهمين أن يرهنوا أسهمهم للشركة التي أصدرتها.

³ في هذا الشأن، يمكن ضمان الإقتراض السندي لفائدة الدائنين بواسطة ضمان عيني دون سواه، أو بإلتزام من الدولة أو من شخص معنوي تسمح له الدولة بذلك، بعد توجيه طلب مسبب موجّه إلى الجهة المختصة أي محافظة الأملاك العقارية بهدف تقييد هذا الضمان. راجع المادة 296 فقرة 01 و02 من قانون شركة المساهمة المغربي.

⁴ المادة 715 مكرر 87 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ الفصل 337 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁶ المادة الثانية عشرة بعد المائة من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

⁷ المادة 174 فقرة 02 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁸ عادة ما تلجأ الحكومات إلى السندات كأداة تمويلية لتغطية ما عليها من ديون قصيرة الأجل أو لتنفيذ ما لديها من مشاريع تنموية، مع الأخذ بعين الإعتبار أن الهيئات الحكومية ليس بمقدورها إصدار الأسهم لرفع رأسمالها مثلما هو مقرر بالنسبة للشركات، ليبقى خيار السندات هو المفضل لديها لاسيما بإعتبارها تشكّل ثقل سياسي وإقتصادي يمكن الإعتماد

التي ليس لها صفة الشركة¹، فالسند عكس السهم يُمثل جزء من القرض والمقرض قد يكون الدولة² أو شركة المساهمة³.

ب- من حيث الطبيعة القانونية لعقد الإكتتاب

لقد ألتمس نوع من التردد لدى الفقه في إضفاء الصفة التعاقدية على العلاقة بين المُكتتبين ومؤسسي الشركة عند إصدار الأسهم، خاصة أنه قد تعترضها عقبات تحوّل دون نجاح عملية الإكتتاب وتؤدي إلى توقّفها، بعكس تحديد الرابطة التي تجمع بين المكتتبين في سندات القرض والشركة المُصدرة؛ حيث لا تقوم مثل هذه الصعوبة، بإعتبار أن الشركة تكون في مرحلة لاحقة عن التأسيس، فهي مُكوّنة وقائمة بذاتها مما يُضفي الصبغة التعاقدية في علاقتها بالمُكتتبين⁴.

ت- من حيث الطبيعة القانونية للحامل

السهم يُمثل حصة المساهم في رأسمال الشركة، أما السند هو حق المُقرض في قرض على الشركة بمقدار معلوم⁵ ومُثبت في عقدها¹، مما يعني أن حامل السهم شريك في الشركة دون أن

عليه، كما يمكنها من هذا المنطلق إصدار سندات بتكلفة أقل من التكلفة التي تدفعها الشركات بسبب الأمان المتوقع لرأسمالها، إضافة لما يرافقه من تخفيف أو إلغاء كلي لدفع الضريبة. لمزيد من التفاصيل راجع: **فهد الحويماي، المال والإستثمار في الأسواق المالية، ط02، مكتبة ملك فهد الوطنية، الرياض، 2006، ص391.**

¹ **فوزي عطوي، مرجع سابق، ص197.**

² وهو ما ذكر بموجب الفصل 328 من مجلة الشركات التونسية، الذي جاء فيه: "لا تطبق أحكام هذه المجلة على الرقاع التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية..".

³ **محمد الطاهر بلعيساوي، الشركات التجارية، ج02، (شركات الأموال)، د ط، دار العلوم للنشر والتوزيع، د ب ن، 2014، ص93.**

⁴ **مأمون عبد العزيز إبراهيم، مرجع سابق، ص350.**

⁵ يمكن أن يتضمن عقد شركة المساهمة إتفاقية ضمان ديون دائني الشركة، يتولى بموجبها الضامن على مسؤوليته الشخصية بدفعها لهم، وتعتبر هذه الإتفاقية بمثابة التعاقد لمصلحة الغير أي دائني الشركة الذين تم التعاقد لمصلحتهم. وما يميّز هذه الإتفاقية أن الضامن ملزم بدفع ديون الدائنين بغض النظر عن قيمتها؛ لكنه في المقابل يستطيع أن يُحدّد دائرة التزاماته، كأن يضع حدود لهذا الضمان عن طريق تضمين الإتفاقية مجموعة من البنود، كالنص على أن الضمان لا يتعدى نسبة معيّنة من الديون، أو إقتصاره على الديون الناتجة عن خطأ فادح في الإدارة، أو الإشارة إلى أن مفعول لضمان يتوقف بإنقضاء مدة مُعيّنة مُحددة في الإتفاقية. **غادة أحمد عيسى، الإتفاقيات بين المساهمين في الشركات المساهمة، ط01، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2008، ص45.**

تلحقه صفة التاجر²، أما حامل السند هو مُقرض لها³ تربطه وإياها عن طريق السند علاقة مديونية⁴، لهذا يبدو أن أسلوب التعامل في السندات أمر بسيط نوعا ما بالنسبة للرجل العادي أكثر من التعامل بالأسهم⁵، ولاحظ الإقتصاديون إختلاف الدوافع بين المُقرض والشريك، فالأول يسعى لأكبر قدر من الفائدة المضمونة مع عدم إستعداده لخوض مُغامرات قد تُفقد مدخراته، أما الشريك ذو المسؤولية المحدودة يشارك في الأرباح؛ لذا يصبح أكثر إقداما على المغامرة، فالمنشأة هي تكامل لمجموعة من الوظائف ناتجة عن دوافع مختلفة⁶.

وأساس الفرق بين المساهم والدائن هو منطق التمويل كذلك؛ بحيث أن المساهم ينطلق في تمويله من رغبته في تقوية الأموال الخاصة للشخص المعنوي المُصدر، فهو يحمل على عاتقه إلتزام إقتصادي يتمثل في تصرف إيجابي لمصلحة الشركة من باب تقاطع مصالحهم؛ لذلك تدخل الحصص المُقدّمة منه في رأسمالها؛ لذا يعتبر مصدر تمويل دائم لها طيلة حياتها حتى لو تنازل عن سهمه للغير لا ينقطع تمويله ولا يسترد حصته من رأسمالها مباشرة؛ بل من الغير الذي يخلفه في تمويلها⁷. أما بالنسبة للدائن السندي؛ فإن ماليته تُمكن الشخص المعنوي المُصدر من تحصيل موارد لمواجهة إحتياجاته الطارئة، كما أن مبلغ القرض لا يدخل في رأسمال الشركة، ويتم إرجاعه كاملا بحلول تاريخ الاستحقاق⁸.

¹ القاعدة أنه لا أحد بإمكانه إرغام المساهم على القيام بأعباء إضافية زيادة على تلك الأعباء المثبتة في عقد الشركة، فلا يمكن إجباره على الإكتتاب في أسهم جديدة، أو مطالبته بسداد الفرق بين أسهم الشركة وغيرها من الأعباء التي لم تكن مُقرّرة من ذي قبل، إعمالا لقاعدة العقد شريعة المتعاقدين، إرادة المساهم هي المرجع في تحديد ماهية وحدود الإلتزام الإضافي لموضوع العقد، على أن يكون مسؤول عنه متى تقرّر ذلك بقبول صريح منه، مع إشتراط توفر الأغلبية المُحدّدة قانونا حسب الإجراءات المنصوص عليها. راجع المادة 674 و675 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص233.

³ فوزي عطوي، مرجع سابق، ص197.

⁴ رضوان أبو زيد، مرجع سابق، ص565.

⁵ **Benchabane Meriem**, étude comparative des marchés financiers maghrébins cas : Maroc-Algerie-Tunisie, mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magister en sciences économiques, option : monnaie-finance-banque, faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion, département des sciences économiques, 2012, p.21.

⁶ المعتصم بالله الغرياني، مرجع سابق، ص58.

⁷ إبراهيم بن مختار، مرجع سابق، ص27.

⁸ رهن القيم المنقولة في التشريع المغربي، مرجع سابق، د ص.

فوظيفة التمويل على أهميتها تركز على المساهمين أكثر رغم أن الدائنين وأصحاب السندات كذلك يضمنون تمويلا للشركة؛ لكن دور المساهمين خاص، فهم يُقدمون بفضل مساهماتهم حقوق خاصة مُشكّلة أساسا من مجموع المساهمات إضافة إلى الإحتياطي¹، فالمركز المالي للشركة يُمثّل الضمان المُقدّم لحملة الأسناد؛ بحيث لا يحصل حملة الأسهم على أية مبالغ عند إنقضاء الشركة إلا بعد إستلام حملة الأسناد ديونهم؛ بل أكثر من ذلك، فقد تصدر الأسناد بضمان بعض الأصول المُحدّدة ويُطلق عليها "أسناد بالرهن"، أي أنها تكون مضمونة مقابل أصل أو مجموعة أصول مُحدّدة لصالح جماعة حملة السندات قبل أي إصدار²، ومادام حامل السهم شريك فيحق له المشاركة في إدارة الشركة، وهو ما لا يثبت لحامل السند الذي يفقد حق التدخل في الإدارة أو خياراتها³.

ث- من حيث الطبيعة القانونية للمردود

يُنتج السهم ربحا سنويا مُتغيّرا حسب مدى إتساع نشاط الشركة وإنكماشه⁴، ويأخذ وصف الإحتمالية؛ لأنه رهن صدور قرار من الهيئة المُختصة بموجب القانون⁵، أما السند يُنتج فائدة سنوية ثابتة⁶ يتقاضاها حامله بصرف النظر عما حقّته الشركة من أرباح أو ما تكبدته من خسائر مهما كان وضعها⁷، فأساس الفرق هو الخطر الناتج عن الإستثمار في هذه الأوراق المالية⁸، كما

¹ إبراهيم بن مختار، مرجع سابق، ص 27.

² إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص 58.

³ مأمون عبد العزيز إبراهيم، مرجع سابق، ص 349.

⁴ المادة 715 مكرر 42 الفقرة الثانية من القانون التجاري الجزائري، يقابلها نص المادة العاشرة بعد المائة من نظام الشركات السعودي، يقابلها الفصل 326 من مجلة الشركات التونسية، يقابلها المادة 332 من قانون شركة المساهمة المغربي.

⁵ جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص 60.

⁶ المادة 715 مكرر 106 الفقرة الثانية من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁷ مأمون عبد العزيز إبراهيم، مرجع سابق، ص 349.

« Bien sûr, il peut être immédiatement répondu que les actions ont une caractéristique bien particulière, qui les différencie tout à fait du prêt. Le " capital action " , avant d'être comptablement un prêt à la société, est d'abord un engagement de l'actionnaire, une prise de risque, le " risque du commerce " , en vue de récolter des bénéfices. Cet élément essentiel est étroitement associé au " d'action " et exclut définitivement les actions du domaine du prêt. Malgré l'évolution des marchés financiers, la multiplication des produits dits " hybrides " et la généralisation de l'épargne boursière, cette notion de risque associée au capital reste le point de départ de la réflexion ». Hala audi, op.cit., p.23.

يحق للشركة أن تُقرّر نسبة معلومة من الأرباح إلى جانب الفائدة المُتّفق عليها لحملة سندات الاستحقاق، بالمقابل يمكنها أن تُقرّر للمساهمين ضمن شروط مُعيّنة فائدة ثابتة وإستثنائية ومؤقتة إضافة إلى ما يتقرّر لهم من أرباح، ويندرج هذا في إطار السياسة التحفيزية التي تتبّعها؛ لأن تقرير حصة من الفائدة للسند أو فائدة ثابتة للسهم ما هو إلا بهدف جذب أصحاب الرساميل الكبيرة للإكتتاب في الأوراق المالية التي تُصدرها شركة المساهمة¹، غير أن الأرباح التي يتقاضاها حامل السند هي أرباح احتمالية رهينة بتحقيق الشركة لأرباح حقيقية بطبيعة الحال²، كما تخضع للإقتطاع الضريبي عكس الفائدة³.

ج- من حيث تقدّم الدائنين

أموال الشركة تُشكّل ضمانا عاما لدائنيها على غرار حملة السندات الذين يستوفون قيمة سنداتهم وكذا الفوائد المُقرّرة لهم بالتقدّم على حملة الأسهم⁴، فعند تصفية الشركة يثبت لمالك السند أولوية الحصول على قيمة سنده، أما مالك السهم ليس له شيء إلا بعد قضاء جميع ديون الشركة بما فيها ديون السندات⁵.

ح- من حيث الإسترداد

يستوفي حامل السند قيمته في الميعاد المُتّفق عليه سلفا، إحتراما لتطبيق الإلتزامات التعاقدية المُتبادلة لاسيما من جانب الشركة المُصدرة التي يُمنع عليها أن تستدعي السندات قبل التاريخ المُحدّد لها⁶، على أن يترتب عن الإسترداد قطع العلاقة بين الحامل والشركة.

¹ فوزي عطوي، مرجع سابق، ص 198.

² رضوان أبو زير، مرجع سابق، ص 565.

³ « les sommes distribuées à titre d'intérêts d'obligation sont déductibles du résultat fiscal, à la différence des dividendes distribués aux actionnaires ». Hala audi, op.cit., p.24.

⁴ فوزي عطوي، مرجع سابق، ص 199.

⁵ محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، ط02، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 32.

⁶ المادة 715 مكرر 103 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 313 من قانون شركة المساهمة المغربي، ولم يرد نص مقابل لها في مجلة الشركات التونسية ولا في نظام الشركات السعودي ولا في قانون الشركات الكويتي ولا في قانون شركة المساهمة المصري رقم 159 السالفي الذكر.

كما أن السهم لا تُردّ قيمته مادامت الشركة تُمارس نشاطها، اللهم إلا في حالة الإستهلاك¹ الذي يتم بواسطة الإقتراع من رأس المال بصورة دورية وجزئية عن طريق الخصم من الإحتياطي الإختياري للشركة²؛ بحيث لا يصحّ إقتراع هذه القيمة من رأس المال الإحتياطي الإجباري أو بمناسبة تصفيتهما إلا بعد سداد كل الديون، فحامل السند مُعرّض لفقدان أسهمه وخسارة أمواله بقدر ما زادت الديون المُترتبة في ذمة الشركة على أموالها وموجوداتها. ويترتب عن هذه العملية منح المساهم الذي إستهلك سهمه تمتع قصد إبقائه على علاقة مع الشركة والحفاظ على حقه في التصويت داخل الجمعيات العامة وكذا حق الأرباح³ وفائض التصفية، كما يُفرز له سهم التمتع الرقابة عليها وهو ما لا نجده لدى حامل السند⁴، الذي يُعتبر بمثابة الغير عكس المساهم بوصفه شريك يحق له الإشتراك في إدارتها والرقابة عليها من خلال المشاركة في أعمال الجمعية العامة للمساهمين⁵، فسندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم تجعل من حاملها في مرتبة المساهمين المُحتملين، وعبرة شريك من الدرجة الثانية جاءت واضحة؛ لأنها تُبين أن حامل مثل هذه القيم لا يُعتبر مساهما أو شريكا إلا إذا إختار التحويل.

الفرع الثاني

تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن الأوراق المالية الأخرى

تتفرّع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الأسهم إلى أنواع عدة، زيادة على الأسهم وسندات الاستحقاق، يوجد أيضا سندات المساهمة وسندات الحق في التصويت وشهادات الإستثمار، بالإضافة إلى حصص التأسيس وقسيمات الإكتتاب بالأسهم؛ ولأن الدراسة تتمحور حول نظام سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، سوف يتم التمييز بينها وبين باقي الأوراق المالية.

¹ سعيد البستاني-علي شعلان عواضة، الوافي في أساسيات قانون التجارة والتجار، ط01، منشورات حلبي الحقوقية، بيروت، 2011، ص324.

² نص القانون التجاري الجزائري على إستهلاك رأس المال ضمن المواد من 709 إلى 711.

³ نص عليه القانون التجاري الجزائري ضمن المادة 715 مكرر 45، التي جاء فيها: "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الإسمي إلى المساهم عن طريق الإستهلاك المخصوم إما من الفوائد أو الإحتياطات، ويمثّل هذا الإستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".

⁴ فوزي عطوي، مرجع سابق، ص199.

⁵ رضوان أبو زير، مرجع سابق، ص565.

أولاً: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن شهادات الإستثمار¹

إستثناء عن مبدأ عدم تجزئة السهم، إستحدث كل من المشرع الجزائري² والتونسي³ أسوة بنظيرهما الفرنسي⁴، نوع جديد من الأوراق المالية هي في الحقيقة أسهم مُجزئة إلى صنفين هما: شهادة الإستثمار وشهادة الحق في التصويت⁵، وكان المشرع المغربي قد إجتهد بدوره بموجب القانون رقم 17.95 في خلق هذه الورقة المالية الجديدة، وقد أخذ هذه التقنية عن القانون الصادر سنة 1983، المُتعلق بتطوير وتنمية الإستثمارات وحماية الإدخار⁶.

أ- أوجه الشبه

1- من حيث الطبيعة القانونية

حسب قانون شركات المساهمة المغربي⁷؛ فإن شهادات الإستثمار تُعدّ قيماً منقولة لها قيمة إسمية مُساوية لقيمة السهم، وهو ذات ما أكده القانون التجاري الجزائري⁸ الذي إعتبرها حقوق مالية قابلة للتداول، وأكد أن إصدارها يتم في حدود ¼ رأسمال الشركة خوفاً من عدم المساواة في

¹ ظهرت في فرنسا وسيلة تمويلية جديدة هي شهادات الإستثمار، بموجب قانون 03 جانفي 1983 المكمل بقانون 02 ماي 1983، والتي تنشأ عن تقسيم السهم إلى شهادتين؛ شهادة للإستثمار وأخرى للحق في التصويت، فالأولى يجني المساهم من خلالها تمويل خارجي لرأس المال، والثانية تضمن ديمومته داخل سلطة إتخاذ القرار في الشركة.

² بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93، مرجع سابق.

³ راجع الفصل 375 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁴ يعود إصدار الأسهم المفككة في فرنسا إلى قانون 26 جوان 1957؛ بحيث إستحدثت الحكومة الفرنسية بموجبه الشهادات البترولية les certificats petroliers بهدف تنمية نشاط الشركات البترولية بشمال إفريقيا والجزائر بالتحديد، لإستقطاب رؤوس الأموال دون فقدان السلطة على الشركات البترولية، فأصدرت هذه الشهادات التي تتمتع بكامل الحقوق ما عدا حق التصويت الذي يبقى حكراً على الدولة؛ ثم أتبعه المشرع الفرنسي بالقانون رقم 01/83 المتعلق بإنشاء شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت.

⁵ المادة 715 مكرر 61 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶ رهن القيم المنقولة في التشريع المغربي، مرجع سابق، د ص.

⁷ المادة 243 فقرة 01 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁸ المادة 715 مكرر 62 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

ممارسة السُلطة داخلها¹، ذات الموقف تبناه قانون شركة المساهمة المغربي²، أما مجلة الشركات التونسية³ تضمّنت بدورها هذا النوع من الأوراق المالية، غير أنها إشتطت ألا تُمثّل أكثر من ثلث رأسمال الشركة.

2- من حيث الغاية من الإصدار

كل من سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم وشهادات الإستثمار تتشأن بمُناسبة الزيادة في رأسمال الشركة، أي خلال المرحلة اللاحقة لتأسيسها وإكتسابها الشخصية المعنوية فور إتمام قيدها في السجل التجاري وقيام أجهزتها⁴؛ لأن تجزئة السهم والزيادة في رأس المال لا يقعان إلا بقرار من الجمعية العامة غير العادية، تأكيداً لما جاء به القانون الجزائري⁵ والتونسي⁶ والمغربي⁷ تبعاً، اللذين حصروا إصدارها في زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم الموجودة، مهما كانت طريقة الترفيع المُعتمدة.

3- من حيث القابلية للتداول

كلاهما يقبلان التداول بالطرق التجارية⁸.

4- من حيث الجهة المُصدرة

¹ المادة 715 مكر 66 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 282 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ الفصل 376 فقرة 02 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁴ تعد الشركة مقيدة في السجل التجاري من تاريخ تسليم وصل القيد إلى الممثل القانوني لها، بعد أن يتأكد مأمور السجل التجاري بوصفه ضابط عمومي من مطابقة شكل الشركة للأحكام القانونية السارية، وتام دفع رأسمالها حسب ما تم الإتفاق عليه بالمراعاة مع ما يقتضيه القانون. راجع المادة 11 من القانون رقم 22/90، المؤرخ في 27 محرم عام 1411 الموافق لـ 18 غشت سنة 1990، يتعلق بالسجل التجاري المعدل والمتمم، ج ر ع 36، الصادرة أول صفر عام 1411هـ.

⁵ المادة 715 مكر 61 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶ الفصل 376 فقرة 01 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁷ المادة 282 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁸ المادة 285 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

كسندات الاستحقاق القابلة للتحويل، تصدر شهادات الإستثمار من قبل الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، وفي غيابها بموجب قرار من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين بناء على إقتراح من مندوب الحسابات¹.

ب- أوجه الفرق

1- من حيث النشأة

تهدف شهادات الإستثمار إلى السماح للمساهم الحائز على الأغلبية، بتطوير الأموال الخاصة للشركة التي يُراقبها، من خلال إصدار شهادات إستثمار دون تغيير في تقسيم السلطات داخل جماعة المساهمين²، فشهادات الإستثمار هي الصكوك الناتجة عن تفصيل الأسهم³، فهي سندات رأسمال تُسَلَّمها صناديق الإستثمار كمقابل للمبالغ النقدية التي يودعها الراغبون في إستثمار أموالهم في الأوراق المالية⁴، عكس سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم التي لا تنشأ عن تقسيم ورقة مالية أخرى.

2- من حيث التصنيف

أجمع الفقه والتشريع على أن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم صكوك مديونية، غير أن الفقه إحتار في تصنيف شهادات الإستثمار؛ فهناك من يراها أسهما دون حق التصويت، والبعض الآخر إعتبرها أدنى من السهم لكونها تحرم حاملها من حق التصويت، في حين هناك من إعتبر هذا المنتج المالي يجمع بين خصائص السهم والسند، بالتالي تُشكّل مرتبة وسطى بينهما بإعتبارها إستحداثا للأوراق المالية التقليدية⁵، كما أن شهادات الإستثمار تدخل في تكوين رأس المال مثل الأسهم تماما، بخلاف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل.

3- من حيث القابلية لإعادة التكوين

¹ الفصل 375 من مجلة الشركات التونسية، يقابله المادة 715 مكرر 66 من القانون التجاري الجزائري، والمادة 282 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² محمد الطاهر بلعيساوي، مرجع سابق، ص 98.

³ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 09.

⁴ ووداد بن بعبيش، مرجع سابق، ص 37.

⁵ أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 371.

تؤدي شهادات الإستثمار إلى إعادة تكوين السهم بقوة القانون إذا اجتمعت مع شهادات الحق في التصويت في يد مستثمر واحد¹، وهو ما لا يوجد في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم.

4- من حيث إجراءات الإصدار

تُطبّق على شهادات الإستثمار القواعد المتعلقة بزيادة رأس المال²، فهي تحظى بتنظيم مُشابه للأسهم العادية من حيث إصدارها وتسديدها، أما سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم تُطبق عليها القواعد المتعلقة بإصدار الأسناد.

5- من حيث أولوية الإكتتاب

في حال زيادة رأسمال الشركة، يستفيد المساهمون وحاملو شهادات الإستثمار من حق إكتتاب تفضيلي في شهادات الإستثمار المُصدرة³، على أن يتم التنازل عن هذا الحق بموجب جمعية خاصة، أما حملة سندات الإستحقاق القابلة للتحويل لأسهم لا يتقرّر لهم هذا الحق؛ بل إنهم لا يكتتبون في الأسهم إذا أرادوا التحويل إلا إذا تنازل قُدامى المساهمين عن حقهم التفاضلي؛ فإذا قرّرت الشركة إصدار سندات إستحقاق قابلة للتحويل لأسهم، يُعطى لحملة شهادات الإستثمار حق الأفضلية في الإكتتاب الذي يُمكنهم التخلي عنه بمحض إرادتهم⁴.

6- من حيث حقوق الحملة

¹ المادة 715 مكرر 67 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 286 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 377.

³ المادة 715 مكرر 66 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ المادة 715 مكرر 71 من القانون التجاري الجزائري، جاء فيها: "إذا تم إصدار سندات إستحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، يتمتع حاملو شهادات الإستثمار بحق الأفضلية في الإكتتاب بصفة غير قابلة للتخفيض وبما يتناسب وعدد السندات التي يمتلكونها. ويجوز لمالكي شهادات الإستثمار التنازل عن هذا الحق أثناء جمعية خاصة. ولا يمكن تحويل سندات الاستحقاق هذه إلا إلى شهادات إستثمار ..". يقابلها المادة 291 من قانون شركة المساهمة المغربي، والفصل 385 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

تمنح شهادات الإستثمار لحملتها الحق في الأرباح والإحتياطي وكذا حق الإطلاع¹ على وثائق الشركة مثلما هو مُطبّق على المساهمين، فالمعلومة تُعتبر بمثابة حجر الزاوية في البناء القانوني لشركة المساهمة الحديثة؛ لأنها تضمن لهم مشاركة فعّالة وإيجابية للمسائل المُتعلقة برسم السياسة العامة للشركة حتى يكونوا على بينة من أمرهم²، فنوعية وكمية وكيفية الإتصال بالمعلومة هي عناصر جوهرية تُوضّح الوضعية الحقيقية التي تتواجد عليها الشركة سواء في شقها المالي أو الإداري، بالتالي تُساعدهم على تكوين قناعة بشأن توظيف مُدخراتهم³، أما حملة السندات القابلة للتحويل لأسهم يتمتعون بحقوق من طبيعة أخرى، تستند إلى نظام ورقتهم المالية التي تُقرز لهم حق قبض الفائدة بدل الأرباح، بالإضافة إلى حق إسترداد القيمة الإسمية لسندهم وغيرها من الحقوق.

ثانيا: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن شهادات الحق في التصويت

يستثني بعض الفقه⁴ شهادات الحق في التصويت من القيم المنقولة؛ لكن لأهداف أخرى تقوم الشركة بإصدارها كحالة الزيادة في مواردها وأموالها الخاصة مع ضمان بقاء الجهاز الإداري المُهيمن على كرسي السلطة.

أ- أوجه الشبه

1- من حيث الغاية من الإصدار

سبب إصدار شهادات الحق في التصويت هو ذاته سبب إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم، فالمُبتغى الأساسي هو زيادة موارد الشركة بما يضمن لها تحقيق الأهداف التي تأسست لأجلها بالكيفية المُثلَى¹.

¹ غير أن هذا الحق له نطاق خاص يمارس فيه؛ بحيث لا يتعداه إلى ما يعرف بالسر المهني المرتبط بصيرورة الشركة وإستمرارها الذي لا نقاش في المحافظة عليه. راجع أيضا نص المادة 715 مكرر 69 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 288 من قانون شركة المساهمة المغربي، والفصل 382 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

² المادة 715 مكرر 69 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ إبراهيم بن مختار، مرجع سابق، ص 120.

⁴ أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 239.

2- من حيث مرحلة الإصدار

تحظر التشريعات إصدار شهادات الحق في التصويت خلال فترة تأسيس الشركة على غرار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم، وتم الإتفاق على أن رأسمال شركة المساهمة عند تأسيسها يُقسّم إلى أسهم مُتساوية قابلة للتداول ولم يتم ذكر أي قيمة منقولة أخرى؛ لكن لدواعي ضرورة يمكن إصدارها لاحقاً.

3- من حيث حقوق حملتها

تُفرض شهادات الحق في التصويت لأصحابها حقوق معنوية²، مثل الحق في التصويت والإطلاع على مُستندات الشركة بأنفسهم أو ممن يُمثلونهم، قبل إنعقاد الجمعية العامة بنفس الشروط المفروضة على المساهمين، بالإضافة إلى حق تقييم المشروعات وتحليلها، دون الحق في الأرباح والإحتياطي-على هذا الأساس أخرجها البعض من طائفة الأوراق المالية-، وهو ما لا يثبت أيضاً لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم. في مقابل ذلك، لهم ذات الحقوق المعنوية الأخرى.

ب- أوجه الإختلاف

1- من حيث كيفية الإصدار

¹ أدرج المشرع الفرنسي شهادات الإستثمار والحق في التصويت ضمن طائفة السندات الآيلة للزوال en voie d'extinction بحيث لم يعد مسموحاً في فرنسا إصدار هذا النوع من الشهادات بعد صدور الأمر رقم 604/2004 المتعلق بإصلاح نظام القيم المنقولة المصدرة من الشركات التجارية، بخلاف المشرع الجزائري الذي لا يزال يحتفظ وينظم هذا النوع من الأسهم دون نية التخلي عنه على ما يبدو، رغم أن الواقع يكشف عزوف شبه تام على إصدار وتداول مثل هذا النوع من الأسهم. إبراهيم بن مختار، مرجع سابق، ص250. وهو ما إلتمس من خلال البحث في هذه النقطة، فلم تنظم التشريعات المشرقية محل الدراسة هذا النوع من الأوراق المالية.

² المادة 715 مكرر 63 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

تصدر شهادة الحق في التصويت وشهادة الإستثمار عن طريق إما تجزئة السهم أو الزيادة رأسمال الشركة¹، في حين أن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم لا تحتاج في وجودها إلى ورقة مالية أخرى.

2- من حيث الوظيفة

كُون شهادة الحق في التصويت تُمثل حقوقاً غير مالية مُرتبطة بالسهم؛ فإنها تُؤدي وظيفة ناقصة لا تتناسق مع ما يُنتظر من الورقة المالية، عكس سندات الاستحقاق القابلة للتحويل.

3- من حيث إمكانية التنازل

يخضع تداول شهادات الحق في التصويت فيما عدا حالة الإرث أو القسمة أو ما يُماثلها لقيود فُرضت من قِبَل سُلطة إتخاذ القرارات ومُراقبة الشركة، ولا يحق تقويت شهادة الحق في التصويت إلا برفقة شهادة الإستثمار²؛ غير أنه يمكن التنازل عنها لحامل شهادة الإستثمار كإستثناء. وعليه، رأى الفقه أن هذا النوع من الأسهم يُشكّل لعبة مُزدوجة غريبة تقوم على تجزئة السهم وإعادة تكوينه بقوة القانون³، بمعنى أن المشرع يأخذ باليد اليسرى ما أعطاه باليد اليمنى، يُجزأ السهم ثم يعمد إلى إعادة تكوينه بقوة القانون، إما شكاً في المنافع والفوائد التي تعود من هذا الإبتكار، أو خوفاً من تشتت هذه الشهادات وإنتشارها بشكل قد يضرّ بالشركة والإدخار، أي يُقسّم السهم إلى شهادتين؛ شهادة إستثمار وشهادة الحق في التصويت، ويشترط ألا تجتمع هاتين الشهادتين مرة ثانية وإلا تحولتا إلى سهم جديد⁴، فالشهادتان إما تتشأ معا أو تموتا معا.

¹ قد تقوم الجهة المختصة قانوناً داخل الشركة بتجزئة السهم، مما ينتج عنه ما يعرف بالعدد الكسري rompus. لتفاصيل أكثر راجع أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 378.

² المادة 286 فقرة 01 من قانون شركة المساهمة المغربي، يقابلها المادة 715 مكرر 65 من القانون التجاري الجزائري، والفصل 379 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

³ أما المادة 286 أكدت على أنه يسوغ تقويت شهادة الحق في التصويت إلى حامل شهادة الإستثمار، كما أكدت ذات المادة أن إعادة تكوين السهم تتم بقوة القانون كلما إجتمعت لدى الحامل شهادة الإستثمار وشهادة حق في التصويت في ذات الوقت.

⁴ أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 273.

ثالثا: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن سندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم

نظمّ المشرع الجزائري أحكامها¹، ونصّ على شروط إصدارها وثن وأجال الإكتتاب فيها والغاية من إصدارها، بالمقابل أغفل تعريفها.

أ- أوجه الشبه

1- من حيث الطبيعة القانونية

كل من سندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم وسندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم من القيم المنقولة الصادرة عن شركة المساهمة²، التي وردت ضمن القسم الفرعي السادس من القانون التجاري الجزائري تحت تسمية قيم منقولة أخرى، كما تخضع لأحكام القسم الفرعي الأول المتعلق بالأحكام المشتركة لجميع القيم المنقولة المصدرة من شركات المساهمة³، فهي من الأدوات المالية التي تستعين بها الشركة قصد جمع مدخراتها اللازمة لأجل مواصلة إنجاح مشروعها الإقتصادي.

2- من حيث جهة الإصدار

يجوز لشركات المساهمة التي إستوفت الشروط المطلوبة لإصدار سندات الاستحقاق أن تُصدر سندات إستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بأسهم، ويجوز لشركة ما إنشاء سندات إستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بأسهم تقوم بإصدارها الشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر

¹ راجع المواد من 715 مكرر 126 إلى غاية 715 مكرر 132 من القانون التجاري الجزائري. في حين لا ينص قانون شركة المساهمة المغربي ولا مجلة الشركات التونسية عليها.

² إستعمل المشرع الجزائري مصطلح "القيم المنقولة" في كل من القانون التجاري الجزائري بمناسبة تنظيم شركات الأسهم من المادة 715 مكرر 30 وما يليها، بالإضافة إلى المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة كالمادة الأولى منه قبل تعديله سنة 2003، كما عرّفها القانون الصادر في 24 جويلية 1966 في المادة 264؛ إلا أن القانون رقم 04/03 جاء بمصطلح آخر هو "المنتجات المالية" من خلال نص المادة 30، وإستعمل المشرع الجزائري هذا المصطلح على غرار المشرع الفرنسي الذي جاء به بموجب قانون تحديث النشاطات المالية رقم 597/96 الصادر في 02 جويلية 1996.

³ المادة 715 مكرر 131 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

من نصف رأسمالها، وفي هذه الحالة على الجمعية العامة العادية للشركة التابعة والمُصدرة لسندات الاستحقاق أن تُرخص بإصدار هذه السندات، أما إصدار الأسهم يخضع لترخيص الجمعية العامة غير العادية للشركة المدعوة لإنشاء الأسهم¹.

ب- أوجه الاختلاف

1- تمنح سندات الاستحقاق ذات القسيمات، الحق في الإكتتاب بالأسهم التي تُصدرها الشركة بسعر أو بأسعار مختلفة، وفقا للشروط والأجال المُحددة في عقد الإصدار²، بسعر يُساوي على الأقل القيمة الإسمية للأسهم المُكتتبه بناء على تقديم القسيمات³، كما تُحول لهم أولوية الإكتتاب في سندات الاستحقاق الجديدة ذات قسيمات الإكتتاب أو في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، بناء على إعلان يُنشر حسب الأوضاع المُحددة عن طريق التنظيم⁴، غير أن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تمنح لملتها حقوق مُغايرة كحق ممارسة تحويل سنداتهم إلى أسهم، داخل آجال التحويل المفتوحة.

2- إن سندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بأسهم يمكنها أن تستقلّ عن سندات الاستحقاق التي أصدرت بها، مما يُتيح لحاملها إمكانية استثمارها بمعزل عنها؛ لأنها تقبل التداول بمفردها⁵.

3- ترك المشرع تحديد ثمن الإكتتاب في قسيمات الإكتتاب بالأسهم لعقد الإصدار، في حين أنه وضع حد أدنى لسعر سندات الاستحقاق القابلة للتحويل حماية حامله؛ لأن قيمة الإكتتاب مُستقلة عن السند وهي قابلة للتداول بمفردها⁶.

4- الجهة المُختصة بإصدارها في القانون التجاري الجزائري هي الشركة المالكة بصورة مباشرة أو غير مباشرة لأكثر من نصف رأسمالها، بناء على قرار يُتخذ من جمعيتها العامة العادية⁷.

5- تمنح لحاملها ثلاث خيارات: إما الإحتفاظ بالسند وبيع قسيمة الإكتتاب، أو العكس أي بيع السند والإحتفاظ بقسيمة الإكتتاب - نظرا لوجود مؤشرات على إرتفاع مُحتمل لأسعار الأسهم-، أو

¹ المادة 715 مكر 126 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 715 مكر 127 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ المادة 715 مكر 128 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ المادة 715 مكر 128 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ _Mohamed Salah, op.cit., p.131.

⁶ _نادية مطلاوي، مرجع سابق، ص34.

⁷ المادة 715 مكر 126 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الإحتفاظ بهما معا أو بيعهما معا قصد المحافظة على مركزه الداخلي والخارجي في مواجهة الشركة، كونه دائن داخلها بموجب قسيمة الإكتتاب بالسندات ودائن خارجي بموجب السندات، في حين أن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم تُعطي لحاملها حق تحويلها من سندات إلى أسهم، أو الإبقاء على صيغتها بعد تحقق عدة شروط سوف يُتطرق إليها لاحقا¹.

رابعا: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن حصص التأسيس

حصص التأسيس أو أنصبة المؤسسين²، هي صكوك ذات طبيعة خاصة تمنح أربابها الحق في الحصول على نصيب من أرباح الشركة وأحيانا نصيب آخر من فائض التصفية، دون أن يُقابلها تقديم حصة في رأس المال، وهذا كقابل لما قدموه من خدمات جليلة للشركة يصعب تقييمها نقدا أو يكون لها وزن مالي مُعتبر، وقد كانت حصص التأسيس تُمنح في الأصل لبعض الأشخاص والهيئات مقابل ما رُصد للشركة من خدمات ومُساعدات أثناء مرحلة التأسيس³، ولا تُصنّف على أساس أنها أسهم؛ لأنها لا تُمثّل حصة في رأس المال، بالتالي لا يُعتبر صاحبها شريك في الشركة، كما لا تُعتبر من السندات؛ لأن حاملها لم يُقرض الشركة أي دين نقدي أو عيني⁴، فيجوز لها في الأنظمة التي تُجيز إصدارها أن تُصدر حصص تأسيس، كما يجوز لها أن تُغيّرها أو تُحوّلها إلى أسهم أو سندات أو تُعدّل نظامها؛ لكن لا يجوز لها أن تمنع أحد المؤسسين منها⁵.

أ- أوجه الشبه

¹ _نادية مطلاوي، مرجع سابق، ص33.

² _لقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة 1858 في نظام شركة قناة السويس البحرية " la société universelle du canal؛ إذ فكّر المشرفون على تأسيس هذه الشركة في مكافأة كل من المؤسسين والسلطات الحكومية المصرية والفرنسية على الخدمات والأعمال القيمة التي رصدت لإنجاح مشروع القناة، وقد قامت هذه الشركة فعلا بتوزيع مائة من أنصبة التأسيس، فمنحت لأصحابها عشر الأرباح المحصلة بعد دفع نسبة 05 % من قيمة الأسهم للمساهمين وخصم الإستهلاكات، ونظرا للخطورة التي تسببها هذه الحصص على المساهمين أصحاب الحق الشرعي في الأرباح زيادة على الإسراف في إستعمالها، أصبحت أداة فعّالة لتحقيق الأرباح غير المشروعة، فقد إتجهت معظم التشريعات الحديثة إلى إلغاء حصص التأسيس، بينما فرضت أخرى قيود على إنشائها وتداولها وعلى الأرباح المخصصة لها.

³ _نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص183.

⁴ _جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص73.

⁵ _محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص233.

1- من حيث الطبيعة القانونية

كلاهما يندرجان تحت غطاء الأوراق المالية، فكل من حصص التأسيس وسندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم لا يُعتبران من حصص رأس المال؛ لأنهما لا يدخلان في تكوينه¹، ولم يحصل حملة حصص التأسيس عليها نظير مساهماتهم في تأسيس الشركة؛ إنما نظير ما أدوه من خدمات مُعتبرة وما بذلوه من مجهودات قيّمة ساعدت على تأسيس المشروع²، فمُقدمهما لم يعطي سوى خدمات للشركة، وإذا قَدّم حصة عينية؛ فإن هذه الحصة لا تُقَوّم بالنقود ولا تكون جزء من رأس المال³.

2- من حيث النظام القانوني للحامل

المركز القانوني لحامل حصص التأسيس⁴ هو نفس المركز القانوني لحامل سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم، فكلاهما دائن للشركة بمقدار دينه بناء على حُجة نصيّة وأخرى عقلية، فبالنسبة للحُجة النصيّة أكدتها المادة 156 من اللائحة التنفيذية المصرية التي رأت أن حصص التأسيس لا تدخل في تكوين رأسمال الشركة ولا يُعدّ أصحابها شركاء ولا يكون لهم من الحقوق إلا ما ينصّ عليه نظام الشركة، أما الحُجة العقلية فتنبع من كونهم لا يشتركون في تكوين رأسمال الشركة ولا يتحمّلون خسائرها ولا شأن لهم بإدارتها، بالتالي ليس لهم نية المشاركة في مشروعها؛ وإن كان التدخّل في الإدارة ليس شرطاً لإكتساب صفة التاجر⁵. ورغم هذا التبرير، يبقى سؤال يطرح نفسه بإلحاح، هل صاحب حصة التأسيس شريك في الشركة؛ لأنه يشارك المساهمين في الأرباح؟ أم أنه دائن لها بالحصول على نصيب من الربح، كونه لا يُقدّم حصة تدخل ضمن تركيبة رأس المال⁶؟ هذا التساؤل وغيره دفع البعض الآخر إلى إعتبار حملتها أصحاب مركز خاص¹،

¹ _جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص 73.

² _محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص 327.

³ _وداد بن بعيش، مرجع سابق، ص 36.

⁴ _يشبه البعض مركز صاحب حصة التأسيس بمركز البائع الذي يتقاضى ثمنًا إجماليًا غير مُحدّد المقدار، فهو يدخل في علاقة معاوضة مع الشركة عند تأسيسها، فيقدم لها خدمة وتكافئه بمقابل نصيب من الأرباح المُحددة وفقًا لقواعد مُقرّرة في النظام الأساسي للشركة.

⁵ _محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص 334.

⁶ _محمد فريد العريني، مرجع نفسه، ص 335.

في حين يستقر القول أن حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم دائنين بقيمة الفائدة المقررة في عقد الإصدار.

3- من حيث الحقوق المقررة للحامل

كلاهما يمنعان حملتهما من حق المشاركة في الإدارة²؛ ولعل الحكمة هي منع تداول الحصص قبل أن يتّضح المركز المالي للشركة، حماية للغير من التعامل في حصص وهمية³.

بالنسبة لحق الإطلاع على دفاتر ومُستندات الشركة وحق الطعن ضد قرارات الجمعية العامة المخالفة لأحكام القانون، فمن حقهم طلب الإطلاع على دفاتر الشركة وسجلاتها ووثائقها بالقدر الذي لا يُعرض مصلحتها للخطر⁴، وعادة ما يتم الإطلاع بواسطة مندوبين تُعيّنهم جمعية حملة الحصص في مقر الشركة داخل ساعات العمل المعتادة⁵، كما يمكنهم حضور جلسات الجمعية العامة دون أن يكون لهم الإشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها⁶.

4- من حيث القابلية للتداول

على غرار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، تقبل حصص التأسيس التداول بالطرق التجارية بعد نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر لسنتين ماليّتين مُتتاليتين⁷ للشركة، لا تقلّ كل منها عن إثنتي عشر شهرا من تاريخ تأسيسها أو قيدها في السجل التجاري بحسب الأحوال، وهو نفس الحكم المقرّر بالنسبة لتداول أسهم المؤسسين والأسهم العينية⁸.

¹ صالح بن زابن المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي (دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي)، د ط، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي، د ب ن، 1406هـ، ص380.

² أحمد محمد محرز، النظام القانوني لشركات المساهمة، د ط، دار النسر الذهبي، د ب ن، 1996، ص86.

³ أحمد محمد محرز، مرجع نفسه، ص84.

⁴ محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص331.

⁵ عبد القادر عزت، الشركات التجارية، د ط، دار الكتب القانونية، د ب ن، 1997، ص189.

⁶ محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص326.

⁷ علي نديم الحمصي، الشركات المساهمة في ضوء القانون الوضعي والفقه الإسلامي، ط01، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2003، ص127.

⁸ عباس مصطفى المصري، مرجع سابق، ص277.

ويتم التداول عن طريق القيد في السجل التجاري بنقل اليد في دفتر الشركة الذي تُمسكه داخل مقرها والمسمى بـ "سجل التحويلات" un registre dit des transferts إذا كانت إسمية¹ وبالتسليم إذا كانت لحاملها²، على أن تُقيد التحويلات بالترتيب مع مراعاة تاريخ الإكتتابات والتحويلات لكل فئة من القيم المنقولة الإسمية، وتُرَقَّم صفحاته ويُوقَّع عليه من طرف رئيس المحكمة³، مما يمنح صاحبه قوة إثبات مُطلقة⁴.

5- من حيث إجراءات الإصدار

حصص التأسيس لا تُمنح إلا بناء على بند صريح في نظام الشركة الذي يُحدّد كيفية توزيعها والحقوق المُتعلقة بها⁵ ونسبة الأرباح المُقرّرة لأصحابها، في حين أن إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم مُحدّد بموجب القانون.

ب- أوجه الاختلاف

1- من حيث القيمة الإسمية

عكس سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم؛ فإن حصص المؤسسين تصدر بدون قيمة مُبيّنة في الصك الذي يُجسدها⁶، فمساهمات أصحابها في رأسمال الشركة معدومة، ليقنصر حقهم على نصيب من الأرباح المُحقّقة وأولوية إسترداد الفائض من موجوداتها عند التصفية بعد سداد ما عليها من ديون وإسترجاع أصحاب الأسهم قيمة أسهمهم⁷، دون أن يشاركوا في الخسائر التي تكبدها.

¹ _عباس مصطفى المصري، مرجع سابق، ص 227. أيضا عبد القادر عزت، مرجع سابق، ص 189. أيضا أحمد محمد محرز، مرجع سابق، ص 84.

² _مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 250.

³ _أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 246.

⁴ _ج.ريبير-ر.روبلو، المطول في القانون التجاري، ترجمة إلى العربية علي مقلّد، ج 02، (الأسناد التجارية-المصارف والبورصات- العقود التجارية- الأصول الجماعية)، د ط، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2008، ص 12.

⁵ _جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص 73.

⁶ _محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص 326.

⁷ _صالح بن زابن المرزوقي البقمي، مرجع سابق، ص 377.

2- من حيث إمكانية الإلغاء

حُصص المؤسسين تقبل الإلغاء في أي وقت؛ لأنها لا تدخل في تكوين رأس المال، فهي ليست من مكوناته ولا تُمنح إلا بموجب نص في نظام الشركة¹، فيمكن إلغاؤها في أي وقت بالنظر لمخاطرها حماية لمصلحة الشركة، عكس سندات الاستحقاق القابلة للتحويل التي تستدعي من الشركة للوفاء بقيمتها في تاريخ الاستحقاق المُتفق عليه.

3- من حيث جواز تشريعها

لقد حظرت الكثير من التشريعات إصدار مثل هذا النوع من الصكوك خلافاً لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم، كالتشريع الفرنسي الصادر في 24 يوليو 1966² الذي منع إصدار هذه الأنصبة في المستقبل بداية من الفاتح أبريل 1967؛ إلا أن الأنصبة الصادرة قبل هذا القانون تبقى خاضعة لأحكام قانون 23 يناير 1929، بالإضافة إلى أغلب التشريعات محل الدراسة إن لم تكن كلها بإستثناء المشرع المصري³ الذي اعترف بصحة إصدار هذه الأوراق المالية؛ لكنه في المقابل قيدها بضوابط تُحد من إنتشارها ومن أخطارها المُحتملة، وقد عرف هذا النظام في مصر تباين في الأحكام التي لم تُؤدي إلى القضاء الكامل عليها لاسيما ضمن القانون رقم 26 لسنة 1954، الذي أقرّ صحة إصدارها مع جواز إلغاؤها من الجمعية العمومية بشرط إقرار تعويض مُستحق لأصحابها، ثم جاء القانون رقم 159 لسنة 1981؛ حيث أصبح إصدار هذا النوع من الأوراق المالية كإستثناء مُقابل التنازل عن أي إمتياز ممنوح من قبل الحكومة، أما بخصوص المشرع الجزائري يلاحظ أنه قد منع إصدار هذا النوع من الصكوك كما كان عليه الحال قبل التعديل⁴؛ لكن بالرجوع إلى نص المادة 02 من المرسوم رقم 170/91 كان يُجيز لشركات الأموال إصدار حصص المؤسسين⁵، وقد حذا حذو التوجّه الجديد للمشرع الجزائري التشريع المغربي الجديد

¹ _جلال وفا محمد، مرجع سابق، ص 73.

² _Art.264 loi n°66-537 : « l'émission de parts bénéficiaires ou parts de fondateur est interdite à dater de l'entrée en vigueur de la présente loi ».

³ _المادة 153 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁴ _المادة 699 من القانون التجاري القديم.

⁵ _نوال فنيخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 09.

الذي منع إصدار أنصبة المؤسسين أو حصص المنفعة مستقبلاً ابتداءً من سريانه¹ تحت طائلة العقاب الجنائي²، كما تضمن هذا المنع أيضاً المشرع اللبناني بالنظر للمبالغات في تقديرها بغرض الحصول على نصيب كبير من الأرباح غير المتوافقة مع مقدار ما يقدمه فعلياً من خدمات للشركة³، ذات الحكم المانع جاء به كل من المشرع العماني ونضيره اليمني والإماراتي⁴.

خامساً: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن سندات المساهمة العادية⁵

نصّ المشرع الجزائري على أحكامها⁶؛ لكنه لم يُعرّفها على غرار للتشريع التونسي⁷.

أ - أوجه الشبه

1- من حيث الطبيعة القانونية

¹ طبقاً للمادة 244 وما يليها من قانون شركة المساهمة وماضياً بإلغائها في الأجل المحددة، أكدت المادة 452 (المعدلة بموجب القانون رقم 81.99، القاضي بتغيير القانون رقم 17.95، المتعلق بشركات المساهمة، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.99.327، ج ر ع 4756، الصادرة بتاريخ 21 رمضان 1420 الموافق لـ 30 ديسمبر 1999، ص 3071. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://sites.google.com/site/juristemateste/encycloi/ganwn-shrkat-almshahmt&ved=2ahUKEwiQg5OcldrAhXN8qQKHeeICKEQFjAFegQIDBAB&usg=AOvVaw3eCZPZW-oh2ERAnO7kwVil>

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/19 على الساعة 13:45) من ذات القانون، على أنه: "يتعين على شركات المساهمة التي أصدرت حصص المؤسسين قبل نشر هذا القانون، إما العمل على إعادة شراء هذه السندات أو تحويلها إلى أسهم، وذلك قبل إنصرام السنة الثالثة الموالية لتاريخ النشر المذكور". لتفاصيل أكثر راجع أحمد شكري السباعي، مرجع سابق، ص 235.

² المادة 411 من قانون شركة المساهمة المغربي، التي جاء فيها: "يعاقب بغرامة من 8.000 إلى 40.000 درهم أعضاء أجهزة الإدارة أو التدبير أو التسيير لشركة المساهمة الذين أصدروا حصصاً للمؤسسين لحساب شركة مساهمة ابتداءً من تاريخ دخول هذا القانون حيز التطبيق".

³ جلال وفا محمد، مرجع سابق، ص 74.

⁴ إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص 281 وما يليها.

⁵ نشأت في فرنسا بموجب قانون 30 جانفي 1983 من أجل تمكين المؤسسة العامة والشركات التجارية من تعزيز أصولها المالية الخاصة بدون تغيير هيكل رأس مالها. محمد الطاهر بلعيساوي، مرجع سابق، ص 102.

⁶ نص على أحكامها ضمن القسم الفرعي الرابع من المادة 715 مكرر 73 إلى 715 مكرر 80 من القانون التجاري الجزائري.

⁷ الفصل 368 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

كل من سندات المساهمة وسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تُمثّلان مديونية على الشركة¹، أي أن موضوعها هو تنفيذ عقد دين، كما تُثبت لحاملها صفة المدين شأنه شأن حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل.

2- من حيث الأجل

سندات المساهمة العادية تتميز بطول أجلها نسبيا على غرار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، فلا يقلّ أجل السند عن خمس سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في العقد²، أما المشرع التونسي أكد أن تسديد سندات المساهمة لا يتم إلا بعد إنقضاء أجل لا يقلّ عن سبع سنوات³.

3- من حيث التنظيم الجماعي لحماتها

يتكّثّل حملتها ضمن جماعة تتمتع بالشخصية المدنية، تجتمع بقوة القانون لمرة واحدة في السنة⁴، وصيغة الوجوب هذه لا تُلمس بخصوص إجتماع حملة سندات الاستحقاق، ويكون الإجتماع قصد بحث مصالحهم المُتشابكة ويخضعون للأحكام المنصوص عليها بالنسبة لأصحاب سندات الاستحقاق⁵.

4- من حيث حقوق حملتها

يتمتع حملة سندات المساهمة بذات الحقوق التي يتمتع بها الدائن بوجه عام⁶، فلم حق المشاركة في الجمعيات العامة للمساهمين بواسطة مُمثليهم، كما يمكن إستشارتهم في المسائل المُدرجة في جدول الأعمال بإستثناء ما هو مُتعلّق بتوظيف مُسيري الشركة وإقالتهم⁷، غير أنه في

¹ المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 715 مكرر 76 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ الفصل 370 فقرة 02 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁴ المادة 715 مكرر 78 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ المادة 715 مكرر 78 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها الفصل 373 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁶ نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 227.

⁷ المادة 715 مكرر 79 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها الفصل 374 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

المقابل أضيف لهم ضمان آخر هو حق الإطلاع على وثائق الشركة بذات الكيفية المقررة للمساهمين؛ ولعل السبب وراء هذا الإمتاز إن صحّ القول هو الحق الذي يمنحه الجزء المتغير الذي يتوقف تحديد قيمته على نتائج أعمال الشركة خلال السنة المالية¹.

ب- أوجه الاختلاف

1- من حيث حساب الفائدة

سندات المساهمة تُحسب فوائدها على جزئيين إثنين، هما: الجزء الثابت (القار) والجزء المتغير²، فالجزء الثابت أساسه مُحدّد ضمن عقد الإصدار ويكون المكتتب على علم به، أما الجزء المتغير يختلف باختلاف نشاط الشركة والنتائج المترتبة عن العمليات التي تقوم بها ويكون مرتبطاً أيضاً بالقيمة الاسمية للسند³، فهي تُشبه الأسهم من خلال الجزء المتغير الذي يقوم عليه حساب الفوائد⁴، ويحتوي جزء السند الثابت على نسبة مئوية تُحسب بناء على جزء من القيمة الاسمية وتُدفع مهما تكن النتائج السنوية للشركة⁵، أما في التشريع الفرنسي لا يجوز أن يتجاوز الجزء الثابت مقدار 40 % من القيمة الاسمية للسند، عكس التشريع الجزائري الذي لم يُسّقه في حدود نسبة مُعيّنة⁶ بخلاف وعاء الجزء المتغير الذي لا يتجاوز أكثر من 50 % من مبلغ السند الإسمي⁷.

2- من حيث الإستهلاك

تتشابه سندات المساهمة مع سندات الاستحقاق من حيث المشاركة في الأرباح؛ لكنها لا تُسَدّد إلا في الحالة التي تُصفى فيها الشركة بمبادرة من الأخيرة، بعد تسديد كافة ديون الدائنين

¹ المادة 715 مكرر 80 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ الفصل 369 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁴ نادية مطاوي، مرجع سابق، ص 30.

⁵ المادة 36 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

⁶ محمد الطاهر بلعيساوي، مرجع سابق، ص 102.

⁷ المادة 35 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

المُمتازين والعاديين ما عدا ديون مالكي سندات المساهمة¹، عكس سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم التي تُسَدّد بكيفيات عدة.

المطلب الثاني

تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن الأوراق النقدية والسندات التجارية

يتلاقى النظام القانوني لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم مع النقود في عدة نقط تشابه وإختلاف (الفرع الأول) التي يستوجب الأمر الوقوف عندها، كَوْن الأخيرة هي عبارة عن وسائل مادية ملموسة جاءت بهدف التسويات المالية، وكانت وليدة الضرورة الإنسانية التي لا يُمكنها الإستمرار دون قضاء ما تحتاجه من مُتطلبات الحياة اليومية، كما تتقاطع أيضا سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم مع السندات التجارية التي فرضها مُناخ الأعمال التجارية لِمَا لها من ميكانيزمات تتماشى ومُتطلبات الوسط التجاري، وهو ما يقتضي بيانه كذلك (الفرع الثاني).

الفرع الأول

تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن الأوراق النقدية

إن ظهور النقود لم يكن نتيجة لإختراع أحد من العامة، ولم يأتِ تداولها بين الأفراد نتيجة لعقد بينهم؛ وإنما كانت بناء على ضرورة مُلحة؛ لذا شكّلت مكانة هامة في مناحي الحياة الإنسانية، كما أن ذات الضرورة دفعت بشركة المساهمة إلى إنشاء أوراق مديونية للإستمرار في مُمارسة نشاطها بالشكل الذي تُعوّل عليه، وقد عرّفها الفقيه "بينو" على أنها: "مجموعة من وسائل الدفع المُستعملة لإتمام كل المدفوعات على كامل الإقليم"²، كما عرّفها الإقتصادي جون كلين بقوله: "هي أي شيء يقبل إقبالا عاما كوسيلة لسداد الديون"³، أما عبد الرحيم زكي إبراهيم قال بشأنها:

¹ المادة 715 مكرر 76 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها الفصل 370 فقرة 02 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

² Penau (R), les institutions financiers, 2^{ème} édition, Revue Banque, Paris, 1982, p. 14.

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم، إقتصاديات النقود والبنوك، د ط، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2015، ص 14.

"في الواقع، هي أي شيء جرى العرف والقانون على استخدامه في دفع ثمن سلعة أو تسديد دين، دون رفضها أو مناقشة قيمتها من قبل البائع أو الدائن"¹.

أولاً: أوجه الشبه

أ- من حيث الوظيفة

كل من سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم والأوراق النقدية أدوات وفاء من جانب المدين، كما أن الأفراد ملزمون بالتعامل بالأوراق النقدية؛ لأنها تتمتع بقوة الإبراء من الديون²، في حين أنهم لا يتعاملون بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلا في حالة دخولهم في علاقة مديونية مع شركة المساهمة، كما أن للنقود وظائف ثلاثة؛ فهي مقياس للأثمان وأداة للإدخار ووسيلة للتبادل، ولا يمكن للنقود أداء وظيفتها بفاعلية في ظل غياب الثبات النسبي لقيمتها³.

ب- من حيث التداول

كل من سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم والنقود يُمكنهما التداول بحسب الشكل الذي تتجسّدان فيه. فبالنسبة لهذه السندات، تم بيان طريقة تداولها داخل السوق المالي في معرض الحديث عن خصائصها، أما بالنسبة للنقود؛ فإنها تتداول بالمناولة من يد إلى أخرى بين البائع والمشتري دون قيود إذا كانت أوراق نقدية وطنية، أو من بطاقة إلى أخرى إذا كانت إلكترونية، أما الأوراق النقدية الأجنبية تتداول في سوق الصرف. وعليه، لا تقبل النقود التركيز في يد واحدة مادامت قد أبرمت بموجبها عدة تصرفات، وهذه الميزة تُلاحظ بالنسبة للنقود أكثر من السندات القابلة للتحويل التي من الممكن أن تبقى في يد حاملها لغاية تحويلها أو سداد قيمتها.

ثانياً: أوجه الاختلاف

أ- من حيث الجهة المُصدرة

¹ إبراهيم عبد الرحيم زكي، مقدمة في إقتصاديات النقود والبنوك، د ط، دار الجامعات المصرية، مصر، د س ن، ص 18.

² محمد الهيني-أحمد كويسي، تأملات في إجتهدات القضاء التجاري في مادة الأوراق التجارية (دراسة مقارنة)، ط 02، د ن، المغرب، 2010، ص 05.

³ سيد شوربجي عبد المولى، الفكر الإقتصادي عند ابن خلدون (الأسعار والنقود دراسة تحليلية)، د ط، إدارة الثقافة للنشر، السعودية، 1989، ص 70.

لأن العملة هي رمز من رموز السيادة¹؛ فإن الدولة هي المسؤولة عن وضع سياستها النقدية وتنظيم قانون الصرف الساري داخل إقليمها، كما يعود لها سلطة تفويض ممارسة هذا الإمتياز إلى بنك الجزائر المركزي الذي يستأثر وحده بإختصاص إصدار النقود وتحديد فئاتها ومواصفاتها²، كما منع المشرع أي شخص من إصدار أو وضع قيد التداول أي وسيلة مُحَرَّرة بالدينار الجزائري³ بغرض إستعمالها كوسيلة دفع بدل الدينار الجزائري. على نظير هذا؛ فإن الجهة المُكَلَّفة بإصدار الأوراق المالية هي الجمعية العامة غير العادية داخل شركات الأسهم أو الدولة أو الهيئات المحلية.

ب- من حيث أجل الاستحقاق

الأوراق النقدية لا تتضمن ميعاد الاستحقاق، فهي قابلة للإستخدام الفوري⁴، عكس سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم التي تتضمنه كأحد البنود الرئيسية للإصدار.

ت- من حيث السوق المنظمة

الأوراق النقدية مُرتبطة بالسوق النقدي المُنظَّم بموجب قانون النقد والقرض، أما الأوراق المالية مُرتبطة بالسوق المالي.

ث- من حيث تحديد القيمة

قيمة الأوراق النقدية تتحدّد بموجب القانون مع مراعاة الإتفاقيات الدولية، ويجب أن تكون مُتكافئة مع قيمة إحتياطي الذهب المُغطاة بها، أما قيمة الأوراق المالية تُحددها هيئة من الخبراء المُعيّنة من الجهة المُصدرة، على أساس مُعطيات إقتصادية ومالية¹.

¹ _أعمر خمري، السندات التجارية في منظور المشرع والتاجر الجزائريين، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013، ص09.

² _المادة 02 من الأمر رقم 11/03، المؤرخ في 27 جمادى الثانية 1424 الموافق لـ 26 غشت 2003، يتعلق بالنقد والقرض، ج ر ع 52، الصادرة في 2003/08/27، معدل ومتمم.

³ _المادة 198 من الأمر رقم 156/66، المؤرخ في 18 صفر 1386هـ الموافق لـ 8 يونيو 1966، المتضمن قانون العقوبات الجزائري، ج ر ع 48، الصادرة بتاريخ 11 جوان 1966، معدل ومتمم.

⁴ _Frédéric Teulon, op.cit., p.21.

ج- من حيث القانون المنظم

الأوراق المالية مُرتبطة بالقانون التجاري، بالإضافة إلى قانون البورصة وأنظمة لجنة مراقبتها، أما الأوراق النقدية تخضع لقانون النقد والقرض.

ح- من حيث حقوق حملتها

تمنح الأوراق النقدية لصاحبها حق الإنتفاع بقيمة الورقة فقط، ورقابتها تخضع لبنك الجزائر²، أما سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم تمنح حملتها حقوق مالية ومعنوية أكثر من حملة النقود العادية.

خ- من حيث تكلفة صنعها

تشهد النقود إرتفاعا كبيرا في تكاليف صنعها التي تُستعمل فيها الآلات المختلفة وكميات كبيرة من المُعدات الأخرى كالأوراق والحبر والمعادن والطابعات وغيرها، بالإضافة إلى تشغيل طاقات بشرية مما يزيد في فاتورة نقلها أيضا، وهو ما يكاد يغيب عند إنشاء سندات الاستحقاق القابلة للتحويل التي تُسلم مباشرة إلى حاملها عند الإنتهاء من الإكتتاب بها.

الفرع الثاني**تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن السندات التجارية**

لا تُخفى أهمية النقود في المعاملات التجارية، فبواسطتها يتم تحديد قيمة السلع والخدمات؛ إلا أنه قد لا يتوقّر لدى التجار النقود الضرورية للوفاء بديونهم التجارية، من هنا أصبح الإئتمان بديلا عن إستعمال النقود أكثر من أي وقت مضى، وسمة جوهرية لصيقة بالحياة التجارية³ تزامنا مع إزدهار التجارة وتوسّعها، مما أشعر التجار بالحاجة إلى تأمين الطرق التي تمرّ بها تجارتهم ضد أعمال القرصنة واللصوصية، وأحسوا بضرورة البحث عن وسائل تُحقّق لهم الأمان في مواجهة

¹ المادة 03 من الأمر رقم 04/10، المؤرخ في 16 رمضان عام 1431 الموافق 26 غشت سنة 2010، يعدل ويتمم الأمر رقم 11/03، المؤرخ 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق لـ 26 غشت سنة 2003، المتعلق بالنقد والقرض.

² المادة 02 من الأمر رقم 04/10، مرجع سابق.

³ محمد الهيني-أحمد كويسي، مرجع سابق، ص02.

أخطار السرقة والضياع، ويقتضي تشابك العلاقات بين الدائنين والمدينين خاصة التجار منهم، ضرورة تمكينهم من الوفاء بالتزاماتهم من دون تعطيل النقود عن التداول.

أولاً: أوجه الشبه

أ- من حيث التعريف

إن المشرع الجزائري كغيره من التشريعات الأخرى لم يُعطي تعريف للسندات التجارية مثلما هو عليه الحال بالنسبة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم¹، غير أن الفقه إصطلح على الأوراق التجارية les effets commerce سندات الإئتمان التجاري les titres de crédit commerciaux، وقسمها إلى أدوات أو آليات للإئتمان les instruments de crédit، وأدوات أو آليات للوفاء les instruments de paiement، وهي مُحررات شكلية بصيغة مُعيّنة يتعهد بمقتضاها شخص أو يأمر شخص آخر بأداء مبلغ مُحدّد من النقود في الزمان والمكان المُعينين، ويكون قابلاً للتداول بالتظهير أو المناولة².

ب- من حيث الطبيعة القانونية

كل من سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات التجارية تُمثّلان حق نقدي، بإعتبارهما أوراق تُرتّب حق دائنية محله مبلغ نقدي³.

ت- من حيث التكيف الفقهي

¹ عرّف القضاء المصري السندات التجارية أنها: "تلك الأوراق التي يتداولها التجار خلفاً للدفع النقدي في معاملاتهم التجارية". محمد الطاهر بلعيساوي، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، ط05، دار هومة، الجزائر، 2016، ص08.

² أحمد شكري السباعي، الوسيط في الأوراق التجارية، ج01، (في آليات أو أدوات الإئتمان)، ط03، دار نشر المعرفة، الرباط، د س ن، ص13.

³ مما يستبعد في ذات الشأن الأوراق الأخرى كثيرة الإستعمال في المجال التجاري مثل سند الشحن وسند النقل البري والجوي وصكوك الإيداع bon de depot؛ لأنها سندات ممثلة لبضائع وليس نقود فهي ليست أوراق تجارية. محمد الطاهر بلعيساوي، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، مرجع سابق، ص08.

قَبِلَ العرف التجاري الأوراق التجارية كأداة وفاء؛ لأنها تستطيع أن تحل محل النقود بالنظر إلى الخصائص التي تتميز بها، لاسيما من حيث قصر أجلها وقبولها التداول بالإضافة لكونها تُمثّل حق دائنية، وهو ما نجده أيضا في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم¹.

ث- من حيث القانون المنظم

كلاهما يحكمهما القانون التجاري²، فالأوراق التجارية مُستمدة في عراقتها من الميدان التجاري وتم قبولها في العرف التجاري كأوراق قابلة للتداول تُمثّل مبلغا مُعينا من المال³.

ج- من حيث القابلية للتداول

كلا منهما يقبلان التداول بالطرق التجارية بواسطة التظهير أو المناولة اليدوية؛ إذا حُررت لأمر أو لحامل، لينتقل الحق الثابت في هذه السندات دون الحاجة إلى إتباع إجراءات حوالة الحق المعروفة في الحياة المدنية؛ لأن الأوراق التجارية هي أداة وفاء بالديون تقوم مقام النقود؛ لذا كان من الضروري إبتكار وسيلة أسهل وأسرع لتفويت الحقوق المُرتبطة بهذه الأوراق المالية⁴، وتظهير الأوراق التجارية يُؤدي إلى إنتقالها مُطهرة من كل الدفع التي كانت لمالكها الأول في مواجهة المُلتزم بها⁵، فتظهيرها من حيث الأصل يتم بالتوقيع على ظهر الورقة التجارية بقصد نقل ملكيتها

¹ محمد الطاهر بلعيساوي، مرجع سابق، ص10.

² أنظر قرار المجلس الأعلى المغربي رقم 87/311، الصادر في 11 فبراير 1987، ملف تجاري ع 40، الذي جاء فيه: "القاعدة لما كان النزاع يتعلق بالكمبريالية كورقة تجارية تنظم أحكامها قواعد دعوى الصرف؛ فإن المقتضيات واجبة التطبيق هي أحكام القانون التجاري خصوصا الفصلان 134 و139، وليس القواعد العامة المتعلقة بالالتزامات بوجه عام الواردة في قانون الالتزامات والعقود ..". عن محمد الهيني-أحمد كويسي، مرجع سابق، ص161.

³ الطيب اللومي، الوسيط في الأوراق التجارية في التشريع التونسي، د ط، مركز الدراسات والبحوث والنشر، تونس، 1993، ص13.

⁴ محمد الهيني-أحمد كويسي، مرجع سابق، ص04.

⁵ محمد الطاهر بلعيساوي، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، مرجع سابق، ص09.

للغير وهذا هو التظهير الناقل للملكية، أو بقصد رهنها ضمانا لدين مُعَيَّن وهذا هو التظهير التأميني، أو بغرض تفويض الغير بقبض قيمتها ويسمى التظهير التوكيلي¹.

ثانيا: أوجه الإختلاف

أ- من حيث الجهة المُصدرة

تصدر السندات التجارية بمناسبة إجراء عمليات قانونية بشكل إنفرادي من كل شخص يتمتع بأهلية الأداء سواء كان طبيعيا أو معنويا؛ أجنبيا أو وطنيا²، أما القيم المنقولة فحق إصدارها محصور في شركة المساهمة بالإضافة إلى الأشخاص الاعتبارية العامة، وتصدر بالجملة وبقيم متساوية ذات أرقام مُتسلسلة، أي أن إصدارها محصور في شخص معنوي فقط كشركة مساهمة، وهو ما يُمكنها من إكتساب القيمة التي تقترب بها من النقود التي تُعطيها إمكانية تقديرها مالياً، أما إصدار السند التجاري يشهد نوع من الحرية بصفته من صنُع التجار³.

ب- من حيث المدة

إن الأوراق التجارية صكوك قصيرة الأجل، فهي مُستحقة الأداء بمُجرد الإطلاع -الشيك السفتجة-⁴، أو بعد أجل قصير يتراوح بين 60 أو 90 أو 180 يوم ولا تتجاوز تسعة أشهر، عكس سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم التي تطول مُدتها، فيمكن أن تبلغ 05 أو 07 سنوات أو أكثر. وعلى هذا النحو، لا تُعدّ الأسهم والسندات أوراق تجارية⁵.

ت- من حيث الوظيفة

¹ منصور داود-عامر قيرع، تجارية عقد الكفالة، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، مج07، ع01، 2020، ص353. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/108172> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/04/12 على الساعة 17:40.

² محمد الهيني-أحمد كويسي، مرجع سابق، ص06.

³ -أعمر خمري، مرجع سابق، ص84.

⁴ صفاء العيسى وآخرون، خصم الأوراق التجارية، مجلة منازعات الأعمال، ع02، 2016، ص ص99_100.

⁵ محمد الطاهر بلعيساوي، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، مرجع سابق، ص09.

تتطوي الأوراق التجارية على وظيفتين رئيسيتين، هما: الوفاء والإئتمان، فبالنسبة لإعتبارها أداة وفاء؛ فإنها تُفَرز لحاملها حق الحصول على قيمتها نقداً بمجرد تقديمها إلى المصرف أو المسحوب، وهي الوظيفة الرئيسية لها بخلاف الأوراق المالية التي لا تتمتع بهذه الصفة. أما بإعتبارها أداة إئتمان؛ فتتمثل في قدرتها على منح أجل للوفاء بديون التاجر، فالتاجر الذي يقتني بضاعة من المنتج قد لا تتوفر لديه الأموال الكافية للوفاء بثمن بضاعته؛ لذا يطلب من بائعه منحه إئتماناً، أي إمهاله مدة قصيرة كبضعة أشهر يستطيع من خلالها تصريف بضاعته في السوق والوفاء بدينه من ثمنها¹.

ث- من حيث المساواة

لا يُشترط في الأوراق التجارية التجانس والتساوي بين الأوراق المُصدرة، عكس سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم التي تصدر دفعة واحدة من ذات الصنف، ولعدد معين من المُكنتبين، بصفة مُماثلة² في صورة صكوك متساوية القيمة، بينما تُحرر الأوراق التجارية لتسوية معاملات تجارية فردية، فتختلف قيمتها من ورقة إلى أخرى³.

ج- من حيث المرونة

التعامل في هذا الصنف من السندات يشهد نوع من الإستقرار، عكس التعامل بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وباقي الأوراق المالية الأخرى، التي تختلف قيمتها باختلاف العرض والطلب عليها داخل السوق الذي يتأثر بالعوامل السابق ذكرها.

ح- من حيث الخصم

لما كانت الأوراق التجارية تُمثل ديون قصيرة الأجل؛ فإنها تقبل الخصم لدى البنوك، أما القيم المنقولة عموماً لا تقبل الخصم ويتم بيعها في البورصة⁴، فلا تُقبل كطريقة لتسوية الديون؛

¹ محمد الهيني-أحمد كويسي، مرجع سابق، ص 02.

² نذير شني، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير في قانون الأعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 02، 2017/2016، ص 17.

³ محمد الطاهر بلعيساوي، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، مرجع سابق، ص 10.

⁴ محمد الهيني-أحمد كويسي، مرجع سابق، ص 06.

لأنها عرضة لتقلبات الأسعار مما يجعل الحق الثابت فيها متغير¹، وكل موقّع على الورقة التجارية يكون ضامن للوفاء بقيمتها، بينما لا يضمن بائع الورقة المالية يُسر المؤسسة المُصدرة.

¹ محمد الطاهر بلعيساوي، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، مرجع سابق، ص 10.

الفصل الثاني

العمليات القانونية الواردة على سندات الاستحقاق

القابلة للتحويل إلى أسهم

الفصل الثاني

العمليات القانونية الواردة على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تُنشأ شركة المساهمة مشروعها وتسعى لتمويله عن طريق طرحها سندات دين على الجمهور للإكتتاب فيها ودفع قيمتها، فالشخص المعنوي في حاجة دائمة إلى مصادر تمويل للنهوض بمشروعه وإخراجه من مُجرّد حبر على ورق إلى أرض الواقع، عن طريق إتباع سلسلة من الخطوات إن صحّ القول، وهو ما نال إهتمام مختلف التشريعات التي أولت عناية كبرى لمرحلة الإصدار، كونها الخطوة الأولى لنشأة هذه الورقة التي قد تتكلّل بالنجاح إذا تم إحترام ما سنّته القوانين بشأنها، أو تتوقّف إذا شابها عيب أو نقص، على أن تُصحّح من جديد إذا ألحّت الشركة على إعادة الإصدار.

فإذا كانت هذه العملية تتم من جانب الشركة المُصدرة التي تسهر على إنجازها؛ فإن الأمر لا يتوقّف عند هذا الحد؛ بل يُتبع بإجراء آخر أكثر تطبيق هو إقبال الجمهور على الإكتتاب في هذه السندات ممن توصل إلى علمه عرض الشركة التي تُروّج له بواسطة إجراء عملية التوظيف، في إطار ما هو منصوص عليه في فحوى المواد القانونية التي يلتقي فيها إيجاب الشركة المُصدرة مع قبول المُكاتب، لتنشأ حقوق مُتقابلة بينهما، وهو ما سيتم التوسّع فيه خلال (المبحث الأول).

وبعد أن ينجح الإكتتاب وتُقام الرابطة التعاقدية بين الشركة ودائنيها، يمكن أن تتضمن السندات ما يُفيد قابليتها للتحويل، حينها يستفيد حملتها من بنود التحويل المنصوص عليها في نشرة الإصدار، لينقلبوا من مراكزهم كدائنين إلى مساهمين في الشركة، وهو ما يقتضي بيانه أكثر في (المبحث الثاني).

المبحث الأول

إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم والإكتتاب فيها

الإصدار في هذه الحالة، هو العملية التي تقوم بها الجهة المُصدرة بغرض زيادة رأسمالها لضمان ديمومة وجودها وتطوير نشاطها. وحتى يتم إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم في شكل صحيح ومُنْتَج قانوناً، يجب إتباع ما تفرضه القوانين واللوائح التي تهدف لحماية المدخرين في الشركة سواء المساهمين أو الدائنين من حملة السندات، عن طريق بيان السُلطة المُختصة بإصدار هذه الأسناد، بالإضافة إلى تحديد حجم الإصدار الإجمالي وربطه بشرط تمام الوفاء الكلي لرأس المال المُكْتَتَب به (المطلب الأول)، ولا يكون للإصدار أي معنى إذا لم يصل إلى علم المُكْتَتَبين، لينتهي بإكْتَتَابهم في السندات المُصدرة وفق الأشكال المطلوبة قانوناً، بعد إتباع إجراءات مُمهّدة في غاية الأهمية (المطلب الثاني).

المطلب الأول

إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تُمثّل عملية إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم الإنطلاقة الفعلية في حياتها كورقة مالية خصّتها الأنظمة القانونية بتنظيم خاص، ومن ثم كان لزاماً أن تحظى هذه المرحلة بالمشروعية من خلال إستيفاء جهات الإصدار للضوابط التي سنّها القانون بدقة قصد إنجاح هذه الخطوة المُهمّة والحساسة، تجنباً لفشل الإصدار وتعطّل الشركة عن مُسايرة مشروعها لما من شأنه أن يعكس ركود إقتصادي عام. ولتفادي ذلك، ما على الجهة المُصدرة سوى التنبّص في شروط الإصدار بعناية فائقة دون أي سهو أو إهمال، بدلاً من تعريض حقوق المُتعاملين معها للضرر، مما يسمح بتداولها لاحقاً بشكل عادي.

إن الحديث عن إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم يقتضي الغوص في بيان شروطه (الفرع الأول)؛ ثم المرور إلى تحديد مضمونه (الفرع الثاني) كما سيأتي عرضه.

الفرع الأول

شروط الإصدار

متى تبلورت فكرة طرح السندات القابلة للتحويل وإتحت نية أجهزة الشركة المختصة على إصدارها؛ فإنهم يُباشرون إجراءات ترجمة هذه الفكرة إلى حيز الوجود، وهو ما يظهر من خلال ربط كل النظم القانونية محل الدراسة إجراء إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بترسانة من شروط، فلا يكفي أن يُأخذ قرار الإصدار من الهيئة الداخلية في الشركة دون الحصول على إذن خارجي من سلطة أعلى؛ وإن حصل ذلك، يجب التأكد من وضعية الشركة داخل السوق في ظل الوجود السابق لها والتي تعكسها ميزانيتها بالدرجة الأولى، غير أن هناك من التشريعات من زاد شرط أو أغفل آخر أو نصّ عليه ضمناً، الأمر الذي يستدعي الوقوف عند هذه الشروط والمقارنة بين ما ورد في فحوى القوانين المختلفة التي إعتت بتنظيم شركة المساهمة، بما فيها التشريع التجاري الجزائري والأنظمة المُكمّلة له.

أولاً: حصول الشركة المُصدرة على ترخيص بالإصدار

سعت القوانين على إختلافها إلى توفير حماية خاصة للمُدخرين الذين سيكتتبون في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، فإشترطت حصول الشركة المُصدرة على ترخيص مُسبق بالإصدار من الهيئات المختصة قانوناً قبل الولوج إلى عرض أوراقها للإكتتاب، قصد التنبيه إلى نوعية الإعلام المُوجّه للمدخرين بمناسبة هذا الإصدار، مُراعاهً للطابع التقني لهذه العملية وبهدف بسط أقصى رقابة على الشركات المُصدرة؛ وإن كان هذا من شأنه أن يتعارض مع حرية التجارة نوعاً ما، غير أنه ضرورة لا غنى عنها.

وقد تباينت هذه الجهات؛ فالنسبة للقانون الأمريكي أوجب ضرورة حصول الشركة المُصدرة على ترخيص من لجنة الأوراق المالية والبورصة security and exchange commission، كما فرض المشرع الفرنسي طبقاً لنص المادة 82 من قانون المالية الصادر في 23 ديسمبر 1946، مبدأ رقابة السُلطات العامة على نشاط السوق المالي إثر كل زيادة في رأسمال الشركات المُتمثلة في التجمعات ذات المنفعة الإقتصادية أو أي شركة فرنسية أخرى أو هيئات تابعة لها سواء محلها

إصدار أسهم أو سندات، مفاده ضرورة الحصول المُسبق على ترخيص كل من سلطة القيم المنقولة A.M.F ووزارة المالية¹؛ غير أن هذه الصرامة في سوق رأس المال تلاشت نوعاً ما، لتعود سلطة الترخيص بعدها إلى لجنة عمليات البورصة C.O.B، التي تُشر بالموافقة على العملية بعد التأكد من صحة المعلومات الواردة بشأنها خاصة بعد صدور قانون 03 جانفي 1983². بدوره، التشريع الأردني ربط إصدار وتسجيل الأوراق المالية بما فيها سندات الاستحقاق، بضرورة موافقة هيئة الأوراق المالية على تسجيل أسناد القرض المُزمع إصدارها، تأكيداً لنص المادة 04 من تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها، التي ألزمت كل مُصدر يرغب بإصدار أوراق مالية بضرورة التقدّم إلى الهيئة بطلب تسجيل تلك الأوراق من أجل منحها المركز القانوني المطلوب³. ولم يخرج المشرع الكويتي عن المنوال السابق وتبنى نفس الحكم أيضاً؛ حيث إستوجب لصحة تداول هذه الورقة وجوب الحصول على ترخيص مُسبق من وزارة التجارة والصناعة، كما أنشأ بموجب القانون رقم 32 الصادر سنة 1980 المُتعلق بتنظيم تداول الأوراق المالية، لجنة الأوراق المالية كجهة خاصة تُشرف على التداول⁴، وهو ذات ما إشتراطه المشرع السوري بدوره؛ حيث ربط موافقة الهيئة العامة على الإصدار بمُصادقة الوزارة الوصية⁵.

بالنسبة للقانون الجزائري، وعند المقارنة بين الأمر رقم 59/75 المُتضمّن القانون التجاري وما جاء به تعديله، يتبيّن أنه كان يمنع إصدار مثل هذا النوع من السندات ثم تراجع عن حكمه⁶، فأجاز لشركات الأسهم⁷ إصدار قيم منقولة وفقاً لما يسمح به القانون من شروط وإجراءات مُحدّدة،

¹ رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 103.

² نواره حمليل، مرجع سابق، ص 313.

³ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 38.

⁴ الشمري طعمة، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي، مجلة جامعة الكويت، السنة 07، ع 04، 1983، ص 41. متوفر على الرابط: https://archive.org/details/untitled_20200214_0948/page/n1/mode/2up تم الإطلاع

بتاريخ: 2020/02/26 على الساعة 00:20.

⁵ إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص 105.

⁶ راجع الصفحة 31 من هذا البحث.

⁷ المادة 715 ثالثاً فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، جاء فيها: "تطبق القواعد المتعلقة بشركات التوصية البسيطة وشركات المساهمة بإستثناء المواد من 610 إلى 673 المذكورة أعلاه، على شركات التوصية بالأسهم مادامت تتطابق مع الأحكام الخاصة المنصوص عليها في هذا الفصل". بمفهوم المخالفة؛ فإن المواد التي تعتني بسندات الاستحقاق القابلة

القابلة للتحويل إلى أسهم

منها ما يتعلّق بالشركة المُصدرة ومنها ما يخصّ الورقة المالية ذاتها، ولم يحصُر هذا الحق في شركات الأسهم فقط¹، فقد أجاز للدولة والأشخاص المعنوية التابعة للقانون العام إمكانية إصدار قيم منقولة²، إضافة إلى المؤسسات العمومية ذات الطابع الإقتصادي³. في المقابل، منع البنوك والمؤسسات المالية من إصدارها، واستثنى الخزينة والمؤسسات المالية ذات الطابع الإجتماعي وكذا مؤسسات البناء التي تُقدّم تسهيلات لزيائنها وشركات التأمين ومؤسسات الإسكان بشروط محدودة⁴، ليُفهم أن المشرع قد فصل في الأحكام المتعلقة بإصدار القيم المنقولة من قبل شركات الأسهم؛ وكأنه يرمي من وراء ذلك أن تحتكر شركة المساهمة هذا الإصدار⁵، خلافا لما عمل به التشريع الفرنسي الذي ربط إصدارها بشركات المساهمة والتجمعات ذات المنفعة الإقتصادية والأشخاص

للتحويل لاسيما المواد من 715 مكرر 114 إلى 715 مكرر 125 المتعلقة بالأحكام المنظمة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم لا يشملها الإستثناء. وعليه، فالشرط الخاص بالإصدار يمكن تطبيقه على شركة التوصية بالأسهم.
¹ المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري، مرجع سابق. فبمفهوم المخالفة، يمنع على شركات الأشخاص إصدار هذه السندات، وهذا الحظر يستند إلى أن هذه الشركات ممنوعة من إصدار الأسهم، فمن باب أولى أنها ممنوعة كذلك من إصدار السندات.

² المادة 33 من الأمر رقم 08/96، المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق 10 يناير سنة 1996، يتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) و(ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، ج ر ع 03، الصادرة بتاريخ 14 جانفي 1996. جاء فيها: "تعتبر قيمة منقولة بالنسبة لتطبيق هذا الأمر، القيم المنظمة بموجب أحكام المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري وكذلك القيم من نفس الطبيعة التي تُصدرها الدولة والأشخاص الآخرون المعنويون التابعون للقانون العام".
تعبيرا على هذا النص، يُطرح سؤال عن مدى إمكانية ممارسة خيار التحويل في الحالة التي تكون فيها الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة هي الجهة المُصدرة لاسيما أنها تكون في غالب الأحيان المساهم الأوحد، مما يعني أن يتساوى المساهمون الجُدد في ذات المركز القانوني الذي تتبع فيه هذه الجهات المُصدرة، وهو ما لا يمكن تصوّره. بالتالي، تستوي هذه الفرضية في حال ما إذا كانت هذه الجهات تملك جزء فقط من رأس المال. لمزيد من التفاصيل راجع نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص26.

³ جاء في المادة 03 من الأمر رقم 08/96، ما يلي: "تحوز الدولة أو أي شخص آخر خاضع للقانون العام تمثيلا لرأسمالها الإجتماعي مباشرة أو غير مباشرة، أموالا عمومية في شكل حصص أو أسهم أو شهادات إستثمار أو سندات مساهمة أو قيم أخرى في المؤسسات العمومية الإقتصادية. تخضع كفاءات إصدار القيم المذكورة أعلاه وإقتنائها والتنازل عنها لأحكام القانون التجاري...".

⁴ راجع القانون رقم 10/90، المؤرخ في 19 رمضان 1410 الموافق لـ 14 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض الملغى، ج ر ع 16، الصادرة في 18 أبريل 1990، ص520 وما بعدها.

⁵ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص13.

المعنوية التابعة للقانون العام والجمعيات¹، ففي فرنسا كانت الدولة هي المهيمنة على إصدار الأوراق المالية مهما كان نوعها في سبيل تمويل الديون العامة لها؛ إلا أن الوضع حالياً قد تغير، فأصبحت المؤسسات هي المهيمنة على مستوى سوق الإصدار²، فقد يكون المصدر شخص من القانون العام أو من القانون الخاص، فيعتبر مُصدراً لسندات مديونية وباقي الأوراق المالية كل من الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات المالية التي تلجأ إلى البورصة للحصول على الأموال، سواء عند تأسيسها أو الزيادة في رأسمالها بهدف توسيع مشاريعها³.

¹ رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 64.

² نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري -دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013، ص 16.

³ رخص القانون الفرنسي عملية إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول للأشخاص المعنوية التي تتمتع بالشخصية المعنوية والمنظمة وفقاً لأحكام القانون، ونذكر منها:

_ الدولة والهيئات التابعة لها؛ منحها صلاحية إصدار كل أنواع القيم المنقولة سواء كانت سندات ملكية أو سندات دين وكذا إصدار أذون الخزينة وفقاً لما تنص عليه أحكام التقنين النقدي والمالي الفرنسي، كما يُخوّل لها القانون إصدار الأسهم النوعية قبل القيام بإجراء تحويل مؤسستها إلى القطاع الخاص؛

_ المؤسسات العامة ذات الطابع الصناعي والتجاري؛ منحها القانون حق إصدار سندات المساهمة؛

_ شركات الأسهم البسيطة؛ تملك هذه الشركات حق إصدار الأسهم والسندات وغيرها من القيم المنقولة؛

_ الشركات المدنية لتوظيف العقار؛

_ التجمعات ذات المنفعة الاقتصادية؛ تتكوّن من مجموع شركات الأسهم التي أعطاهما القانون صلاحية إصدار القيم المنقولة بكل أنواعها والتي منها سندات الدين أيضاً، بموجب المادة 05 من الأمر الصادر في 23 سبتمبر 1967.

_ جمعيات قانون 1901 ذات النشاط الاقتصادي التي مُنحت لها صلاحية إصدار القيم المنقولة بموجب المادة 11 من القانون الصادر في 11 جويلية 1985، وأكد على إمكانية إصدار السندات بمختلف أنواعها سواء كانت تمثل حقوق ملكية

أو حقوق مديونية، إضافة إلى الجمعيات التي تمارس نشاطاً اقتصادياً حسب المرسوم المؤرخ في 11 ديسمبر 1985؛

_ الجمعيات وتعاضديات التأمين؛

_ الشركات ذات المسؤولية المحدودة؛

_ شركات الإستثمار ذات الرأس المال المتغير؛ تتحدّد هذه الشركات في شكل أسهم نصّ عليها القانون الصادر في 03

جانفي 1979، وأكدت عليه المادة 02 من القانون الصادر سنة 1988 المتعلق بشركات الإستثمار ذات الرأس المال المتغير S.I.C.A.V؛ حيث جعلها مؤهلة لإصدار إما سندات ملكية تمثل جزء من رأسمالها أو سندات دين، فيأخذ المصدر

في هذه الحالة صفة المدين بهذه الورقة المالية". لتفاصيل أكثر راجع رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 94 وما يليها.

كما منح القانون المصري لكل من شركة المساهمة والتوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة حق إصدار الأسهم والسندات طبقاً للقانون رقم 159 لسنة 1981¹، وفي إطار مواصلة جهود تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية، أصدر عدد من القرارات الوزارية منها القرار رقم 586 لسنة 2000 السالف الذكر، ليعُدّل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، الذي أجاز لشركات المساهمة والتوصية بالأسهم إصدار سندات وصكوك تمويل لمواجهة الإحتياجات التمويلية للشركة، وألزم كل شركة ترغب في إصدار السندات أن تُخطر الهيئة العامة لسوق المال بواسطة أحد البنوك المرخّص لها بقرار من الوزير المختص بتلقي الإكتتاب، أو بواسطة الشركات المنشأة لهذا الغرض أو المرخّص لها بالتعامل في الأوراق المالية، وأي عدم إعتراض خلال ثلاثة أسابيع من الإخطار يُعدّ بمثابة مُوافقة ضمنية على طلبها²، كما حدّد الشروط الواجب العمل بها عند تجاوز طرح السندات أو صكوك التمويل صافي أصول الشركة³.

فيكون بذلك المشرع الجزائري قد سلك نفس سلوك المشرع الفرنسي والمصري؛ حيث إشتراط هو الآخر الحصول على التأشيرة لإصدار القيم المنقولة، وجعل هذا الشرط وسيلة تستخدمها لجنة عمليات البورصة ومراقبتها لفرض رقابة دائمة على كل مُصدر⁴، في المقابل إستثنى الهيئات المحليّة مُصدرة السندات عن طريق اللجوء العلني للإدخار من الحصول على ترخيص مُسبق

¹ كما رخص القانون رقم 146 لسنة 1988 بعدها للشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لإستثمارها، صلاحية إصدار نوعين جديدين من الصكوك لم تكن معروفة قبلها في التشريع المصري آنذاك، يتمثلان في صكوك التمويل ذات العائد المتغيّر وصكوك الإستثمار إلى جانب الصكوك التقليدية. راجع المادة 15 وما يليها من القانون رقم 146 لسنة 1988، المتعلق بالشركات العاملة في مجال تلقي الأموال. متوفر على الرابط:

<http://sub.eastlaws.com/GeneralSearch/Home/ArticlesTDetails?MasterID=4741&related> تم الإطلاع بتاريخ:

2020/12/26 على الساعة 02:14.

² رزيقة تغريبت، مرجع سابق، ص 96.

³ المادة 49 من القانون رقم 159 لسنة 1981، يقابلها المادة 12 من قانون سوق رأس المال المصري ولائحته التنفيذية، مرجع سابق.

⁴ رزيقة تغريبت، مرجع سابق، ص 107.

للإصدار، مُكتفيةً بإعداد بيان إعلامي يصف العملية ويضعها تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المُصدرة، ويتم إيداعه لدى اللجنة على سبيل الإخطار لا غير¹.

ثانياً: إتخاذ القرار من الهيئة المختصة داخل الشركة المُصدرة

من المؤكد أن قرار إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم يُتخذ من هيئة داخلية في الشركة المُصدرة يمنحها القانون المُنظم هذا الإختصاص، ولم يتَّجه موقف التشريعات المقارنة إلى ذات الجهة المُكلفة بالإصدار؛ إنما تباينت في أحكامها بين من يمنح الإختصاص إلى الجمعية العامة العادية، وجانب آخر يمنحه إلى الجمعية العامة غير العادية، إضافة إلى تشريعات أخرى لم تتَّخذ موقفاً واضحاً.

فبالنسبة للمشرع الجزائري، عالج الأحكام المُتعلقة بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل ضمن الفقرة الأولى من القسم الفرعي السادس من المرسوم التشريعي رقم 08/93²، التي تُحيل أحكامها إلى نص المادة 715 مكرر 115 من ذات القانون، هذه المادة تُحيل بدورها إلى القسم الفرعي الخامس المُتعلق بسندات الاستحقاق، لاسيما نص المادة 715 مكرر 84 التي تُبين الجهة المُخوّلة بالإصدار، فتكون بناء على ما تقدّم الجمعية العامة للمساهمين³ مؤهلة وحدها لتقرير إصدار

¹ المادة 08 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96، المؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإيداع عند إصدارها قيماً منقولة، ج ر ع 36، الصادرة في 22 جوان 1996. جاء فيها: "تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العُلني إلى الإيداع بوضع بيان إعلامي يصف العملية المُزمع إنجازها، ويوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المُصدرة ويودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام".

² أضاف المشرع سندات أخرى لم تكن موجودة سنة 1993 كسندات الخزينة، وذلك بموجب القرار المؤرخ في 21 جانفي 1998، المتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، ج ر ع 15، الصادرة في 18 مارس 1998 المعدل والمتمم بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، ج ر ع 45، الصادرة في 12 أوت 2001. رغم أن لجنة عمليات البورصة ومراقبتها لا تقبل التداول داخل البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن شركات الأسهم، وهو ما ورد في نص المادة 30 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97، المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ع 87، الصادرة في 29 ديسمبر 1997، معدل ومتمم.

³ « Ce type d'obligations, tout en conférant au porteur un droit de créance sur le patrimoine de la société émettrice, lui ouvre, en plus, la possibilité de devenir actionnaire de la dite société. C'est pourquoi, si l'assemblée générale ordinaire des actionnaires a, seule, qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations ordinaires, c'est l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires qui autorise ou décide

سندات الاستحقاق وتحديد شروطها أو السماح بذلك¹، كما يجوز لها أن تُفوض سلطاتها إلى مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين². أمام ما تُثيره فحوى المادة السابقة من غموض حول نوعية الجمعية العامة للمساهمين المُختصة، قطعت المادة 715 مكرر 116 من ذات القانون الشك باليقين، مُؤكدة على أن الجمعية العامة غير العادية هي من تُرخص إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، أو تُقرر بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين، بالإضافة إلى تقرير خاص لمندوب الحسابات يتعلّق بأسس التحويل³، تحت كامل مسؤوليته⁴.

l'émission d'obligations convertibles en actions». **Mansour Mansouri**, la bourse des valeurs mobilières d'Alger, édition distribution houma, Alger, 2002, pp.203_204.

¹ حسنا فعل المشرع عندما منح الجمعية العامة للمساهمين سلطة إصدار سندات الاستحقاق، بالنظر إلى تحوّل المراكز القانونية لحملة السندات في حال ما فعلوا خيار التحويل، حينها ينقلون إلى مساهمين جدد يزاخمون القدامى في أرباح الشركة وموجوداتها، فمن حق المساهمين القدامى الإطمئنان إلى هذه العملية. وبخصوص الشركات التي يكون موضوعها الأساسي إصدار سندات ضرورية لتمويل القروض التي تمنحها، لا تعود سلطة منح إختصاص الإصدار إلى الجمعية العامة للمساهمين (المادة 715 مكرر 85 من القانون التجاري)، ربما لأنها من مسائل الإدارة العادية في هذا النوع من الشركات.

_ **Georges Ripert-René Roblot**, op.cit., n°1417, p.719.

² لأن قرار إصدار السندات أمر فيه خطورة على الشركة، يرى بعض الفقه أنه لا يجوز أن يترك لتقدير أعضاء مجلس الإدارة وحدهم؛ بل يجب الرجوع جبرا إلى الجمعية العمومية للمساهمين حتى لو تم النص في نظام الشركة على إمكانية الترخيص لمجلس الادارة بإصدار هذه السندات دون العودة إليها. **محمد صالح بك**، السندات المالية في مشروع قانون الشركات المساهمة -دراسة مقارنة-، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، ع03، 1948، ص373.

³ في التشريع الجزائري، يتم دعوة الجمعية العامة للمساهمين إلى عقد إجتماع بشأن تقرير إصدار السندات القابلة للتحويل من قِبل الهيئات المُحددة ضمن نصوص المواد، لاسيما الهيئة الإدارية المختصة حسب نظام الإدارة المعتمد داخل شركة المساهمة وفقا للأشكال المُتطلبية قانونا، إستنادا إلى نصوص مُتفرقة في ظل غياب نص صريح (راجع المادة 617 و715 مكرر 20 فقرة 01)، إضافة إلى هيئات أخرى في الحالات التي يتعدّر على الجهة الإدارية توجيه الدعوة لاسيما من قِبل مندوب الحسابات (المادة 715 مكرر 04)، إضافة إلى الوكيل القضائي بناء على طلب من كل من له مصلحة (المادة 787-618-665). على أن تتعدّد الجمعية العامة الإستثنائية بشأن التداول في مسألة الإصدار بعد التأكد من بلوغ النصاب القانوني للمساهمين أو ممثليهم نصف أسهم الشركة في الدعوة الأولى؛ فإذا لم يكتمل النصاب يتم الدعوة إلى جمعية ثانية بحضور ربع حملة الأسهم ذات الحق في التصويت أو ممثليهم وإلا يتم تأجيل الإجتماع إلى شهرين على أقصى تقدير مع بقاء ذات النصاب الأخير (المادة 674 فقرة 02)، على أن تثبت في قرار الإصدار بأغلبية ثلثي الأصوات المُعبّر عنها، ولا تأخذ الأوراق البيضاء بعين الإعتبار إذا أُجريت العملية عن طريق الإقتراع (المادة 674 فقرة 03).

⁴ **Tanguy Allain**, Avantages particuliers, *Repertoire des sociétés*, Dalloz, 2018, n°12.

فبخلاف إصدار سندات الاستحقاق العادية الذي لا يترتب عنه المساس بالعقد التأسيسي للشركة المُصدرة؛ فإن تحليل الأثر المباشر لهذه العملية يُؤدي إلى إمكانية زيادة رأسمالها في حال تمام عملية تحويل السندات إلى أسهم، فيستقيم القول أن الجمعية المُختصة هي الجمعية غير العادية وهذا أمر منطقي¹؛ حيث يُقاس هذا الإختصاص بزيادة رأسمال الشركة² عن طريق إصدار أسهم، الذي يعود بدوره إلى الجمعية العامة غير العادية³.

في نفس السياق، إستبق التشريع المصري عملية إصدار السندات بضرورة صدور قرار من الجمعية العامة بناء على إقتراح من مجلس الإدارة، مرفوقا بتقرير خاص من مُراقب الحسابات الذي يتضمّن الشروط التي تصدر وفقها السندات، كما يُمكن أن يتضمّن قرار الجمعية العامة المسائل المُتعلقة بالإصدار وكذا القيمة الإجمالية له والضمانات والتأمينات الممنوحة للحملة⁴، وهو ذات ما جاءت به المادة 12 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، مؤكدة أن إصدار صكوك التمويل بما فيها السندات سواء كانت إسمية أو لحاملها لا يتم إلا بناء على مُوافقة الجمعية العامة للشركة وليس بقرار من مجلس إدارتها؛ إنما باقتراح من المجلس مُرفق بتقرير من مراقب الحسابات⁵. بالتالي، ذات الإشكال الذي طُرح بخصوص موقف المشرع الجزائري يُعاد تكراره، فلم يُوضّح المشرع المصري نوع الجمعية العامة المُختصة إذا كانت العادية أو غير العادية

¹ « L'assemblée générale des actionnaires a, seule, qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations et d'endéfinir les conditions, mais elle peut déléguer ces pouvoirs au conseil d'administration, au conseil de surveillance ou au directoire.

Les conditions définies par l'assemblée générale concernant l'émission d'obligations projetée, constituent les caractéristiques essentielles qui détermineront ou non les épargnants a' y souscrire ». **Mansour Mansouri**, op.cit., p. 203.

² المادة 691 من القانون التجاري، مرجع سابق. تتمتع الجمعية العامة غير العادية بحق إستثنائي، ويُعدّ هذا الإختصاص من النظام العام وكل شرط مُخالف باطل، ولم ينص القانون الجزائري على إمكانية تفويض مجلس الإدارة صلاحياته الممنوحة بموجب تفويض من الجمعية غير العادية أو جزء منها إلى رئيسه على خلاف المشرع الفرنسي الذي نص على ذلك في المادة 255 من القانون التجاري.

³ « L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour décider, sur le rapport du conseil d'administration ou de directoire, selon le cas, le pouvoir de décider l'augmentation du capital ». **Mahfoud lacheb**, droit des affaires, 4^{ème} édition, office des publications universitaires, 2011, p.116.

⁴ المادة 49 من القانون رقم 159 لسنة 1981، والمادة 12 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق.

⁵ إلباس ناصيف، مرجع سابق، ص104.

إلا بصور اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 135 لسنة 1993، التي أكدت أن إصدار سندات وصكوك التمويل ذات العائد المُتغيّر يتم بقرار من الجمعية العامة غير العادية، بناء على إقتراح مجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، على أن يُرفق به تقرير مراقب الحسابات. وأمام هذا التعارض بين نصوص القوانين واللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رأى الفقه المصري ضرورة إسناد قرار إصدار السندات إلى الجمعية العامة غير العادية للشركة بموجب نص قانوني صريح؛ لأن اللائحة ليس لها أي إضافة أو تشديد لأحكام أقرها القانون¹، وكان المشرع المصري قد إستجاب لطلبات الفقه من خلال تأكيده الصريح على إختصاص الجمعية العامة غير العادية بإصدار السندات؛ لكن بموجب لائحة أخرى هي لائحة قانون سوق المال رقم 64، الصادرة بتاريخ 2010/02/12.²

في مقابل ذلك، أكد التشريع الفرنسي أن مُوافقة الجمعية العمومية للمساهمين على إصدار السندات³ تكون بناء على تقرير مجلس الإدارة أو المديرين حسب الأحوال، زيادة على تقرير خاص من مُفوضي المراقبة حول القواعد المُقترحة لتحويل السندات إلى أسهم، وكان الفقه الفرنسي قد حصرها في الجمعية غير العادية⁴. كما أكد قانون الشركات الإماراتي على عدم جواز إصدار

¹ _سميحة القبلي، الشركات التجارية، ط5، 05، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011، ص799.

² _المادة 35 من القرار الصادر عن وزير الإستثمار رقم 64 لسنة 2010، بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992. متوفر على الرابط: http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/ministry_decisions_cma.jsp?start=21&size=20&Year تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/26 على الساعة 01:14.

³ _Art. 286 loi n°66-537 : « l'assemblée générale des actionnaires a seule qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations ». et Art. 228-40 C.com.fr : « le conseil d'administration, le directoire, le ou les gérants ont qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations, sauf si les statuts réservent ce pouvoir à l'assemblée générale ou si celle-ci décide de l'exercer. le conseil d'administration ou le directoire peut déléguer, à toute personne de son choix, les pouvoirs nécessaires pour réaliser, dans un délai d'un an l'émission d'obligations et en arrêter les modalités ».

⁴ _« L'émission d'obligations convertibles comporte certaines caractéristiques imposées par la loi: 1° la décision de la l'assemblée générale :cette décision est de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire et elle doit être prise sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire selon le cas et sur un rapport spécial des commissaires aux comptes relatif aux bases de conversion proposées. L'autorisation donnée par l'assemblée générale comporte obligatoirement au profit des obligataires renonciation expresse des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux actions qui seront émises par conversion des obligations ». **Gaston Défossé**, les obligations convertibles en actions, 2^{ème} édition, presses universitaires de France, Paris, 1970, p.16.

سندات القرض إلا بمعية قرار من الجمعية العمومية دون بيان نوعها أيضاً¹، بخلاف المشرع البحريني الذي كان واضحاً في حكمه وأعطى للجمعية العامة غير العادية إختصاص إصدار سندات القرض بناء على إقتراح من مجلس الإدارة دائماً، على أن يتضمّن مدى حاجة الشركة إلى الإقتراض والشروط الخاصة بالإصدار، كما أشار إلى ضرورة الحصول على موافقة مؤسسة نقد البحرين في حال أُصدرت السندات بالعملة الأجنبية وكذا الصادرة بالعملة المحلية التي سوف تُطرح للإكتتاب في الأسواق العالمية². وسار المشرع المغربي على نفس النهج السابق، ومنح صلاحية تقرير إصدار سندات القرض أو الترخيص بإصدارها للجمعية العامة غير العادية للمساهمين دون غيرها، وكذا الإذن عند الإقتضاء بتأسيس ضمانات لكفالة إرجاع القرض السندي³.

وفي هذا المقام، لم يُخالف المشرع التونسي⁴ الرأي السابق، إستناداً إلى موقفه الصريح الذي منح بموجبه إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل التي سماها بالرقاع القابلة للتحويل إلى الجلسة العامة الخارقة للعادة، على ضوء تقرير هيئة الإدارة الجماعية وتقرير خاص لمراقبي الحسابات، يتعلّقان بأسس التحويل المقترحة. وهو أيضاً ما ذهب إليه المشرع الليبي؛ حيث إشتراط لصحة إصدار سندات الدين أن يتم بقرار من الجمعية العمومية غير الإعتيادية، تتوقّر فيها أغلبية أكثر من نصف رأسمال الشركة، ما لم يشترط العقد التأسيسي أغلبية أكبر⁵. وتماشياً مع ما تم ذكره، أباح المشرع الكويتي⁶ إمكانية تعديل رأسمال شركة المساهمة، وأسند الإختصاص للجمعية العامة غير العادية، بناء على قرار مُسبّب من مجلس الإدارة، يُضاف إليه تقرير مراقب الحسابات دائماً. وفي نفس الصدد، إشتراط المشرع الأردني بدوره في إطار إصدار أسناد القرض، ضرورة موافقة مجلس إدارة الشركة بأغلبية ثلثي أعضائه على الأقل، أما الأسناد القابلة للتحويل فيُشتراط فيها كذلك موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة، وإعتبر موافقتها هي موافقة على زيادة رأس

¹ _إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص105.

² _المادة 138 والمادة 149 من قانون الشركات التجارية البحريني، مرجع سابق.

³ _المادة 317 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ _الفصل 340 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁵ _إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص106.

⁶ _المادة 157 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

المال المُصرَّح به¹، ولا يكفي في هذه الحالة موافقة إحدى هاتين الجهتين دون الأخرى، ويتم عادة الحصول على موافقة مجلس الإدارة أولاً الذي يتضمّن الموافقة على أهم القواعد والشروط التي يتم على أساسها تحويل الأسناد إلى أسهم، وبعدها يتم عرض المشروع على الهيئة العامة غير العادية من أجل النظر في أمره².

التشريع اللبناني بدوره، منح لمجلس الإدارة حسب المادة 02 من المرسوم الصادر بتاريخ 1977/06/16 صلاحية رفع تقرير إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى الجمعية العامة غير العادية، بالإضافة إلى تقرير خاص من مفوضي الرقابة، يُحدّد فيه موعد الإصدار والتحويل وأسبابهما، بالإضافة إلى مهلة ممارسة هذا الحق وكيفية إلغائه، أما تقرير مفوضي الرقابة يشمل رأيهم بشأن إلغاء حق الأفضلية في الإكتتاب، وتتعقد الجمعية العمومية غير العادية بموجب إجتماع يُخصّص للنظر بالموافقة على الإصدار، على أن تُتلى فيه التقارير السابقة، وتُأخذ القرارات بالأغلبية المُقرّرة قانوناً³.

ومن الجدير بالملاحظة التساؤل في هذا الشأن عن مدى إمكانية تفويض الهيئة الممنوح لها إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل سلطاتها إلى هيئة أخرى؟ مبدئياً لا يمكن ذلك؛ لأن التشريعات قد أسندت الإختصاص بالنظر لعدة إعتبارات، ويجد هذا المنع تبريره في كونه يخرج عن حيّز الإدارة العادية ويتجاوزه بقوّته إلى مجال الإدارة الإستثنائية، فلا يحقّ لمجلس الإدارة القيام به ما لم يحصل على موافقة خاصة من الجمعية العمومية المُختصة، لاسيما أن لجوء الشركة إلى إصدار سندات الدين يدلّ على حاجتها الكبيرة إلى رؤوس الأموال التي قد لا تقلّ شأنًا عن رأسمالها الحقيقي، ومن البديهي أن المسألة تخرج عن مَصافّ الإدارة العادية لتتخطاها إلى

¹ المادة 117 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

² العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 31.

³ غير أنه إذا لم يكتمل النصاب المُقرّر، يمكن عقد جمعية جديدة بعد الدعوة للنشر في جريدة رسمية وصحيفة إقتصادية وصحيفة يومية محلية مرتين يفصل بينهما مدة أسبوع واحد، يذكر فيها جدول أعمال الجمعية السابقة ونتائجها، وتكون مناقشة الجمعية الثانية قانونية إذا بلغ عدد المساهمين نصف رأسمال الشركة على الأقل. ودائماً في حال تخلف النصاب المذكور، تتعقد جمعية ثانية لا يلزمها أن تمثّل إلا ثلث رأسمال الشركة. وإذا تعذر الأمر أيضاً، لا تتداول الجمعية في الموافقة على إصدار السندات القابلة للتحويل لأسهم. أما إذا اكتمل النصاب، هنا تُتخذ القرارات بأغلبية ثلثي أصوات الحاضرين أو الممثلين. إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص 69.

القابلة للتحويل إلى أسهم

السياسة المالية برُمتها¹، غير أن إمكانية تفويض تنفيذ الإصدار أمر وارد؛ لأنه سيُسهل إنجاز عملية الإصدار والتحويل وهو ما تضمّنته صراحة بعض النظم²، فبمّ تفويض تنفيذ القرار بعد التطرّق إلى المسائل الجوهرية للإصدار، ولو أن المشرع الجزائري قد ضيّق من نطاق التفويض في منح الصلاحيات اللّزمة لتحقيق زيادة رأس المال لمرة واحدة أو أكثر، وكذا مُعابنة تنفيذ العملية والقيام بكل تعديل مناسب؛ حيث يُعدّ كأن لم يكن البند الوارد في القانون الأساسي الذي يمنح لمجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة سلطة تقرير العملية³. بينما وسّع المشرع الفرنسي بموجب الأمر رقم 604/2004⁴ من نطاق تفويض الجمعية العامة غير العادية لمجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة صلاحية زيادة رأس المال؛ بعد إحترام "قواعد مُحدّدة" زمنية، كضرورة ألا تتجاوز المُدّة المُقرّرة للزيادة أربعة وعشرون شهراً؛ وأخرى كمية، كإحترام الحد المُقرّر مُسبقاً من الجمعية العامة غير العادية⁵.

في المقابل، أثارت إمكانية تفويض إختصاص الإصدار إلى مجلس المراقبة حفيظة البعض، فكيف حسبهم لجهة مُكلّفة بالرقابة أن تقوم بالنظر في مسألة إدارية؟⁶ الأمر ليس بهذا المنطق، فالجوهر ليس بإختصاص الجهة إذا كانت مُكلّفة بالرقابة أو الإدارة؛ إنما يتعداه إلى ملكية رأسمال الشركة؛ لأنّ الجهة المُصدرة هي ذاتها المالكة لرأس المال وهي التي يُعطيها القانون حق التصرف فيه؛ فإذا كانت السلطة الأصلية لها، يمنح لها بالمقابل حق تفويض الإختصاص لجهة أخرى مُشابهة لها، ففي شركة المساهمة التقليدية يثبت الإختصاص لمجلس الإدارة المالك لـ 20 % من

¹ _إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص ص103_ 104.

² _المادة 138 فقرة 02 من قانون الشركات البحريني، يقابلها المادة 294 الفقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري الجزائري، والفصل 331 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

³ _المادة 691 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ _Art 05 de l'ordonnance n° 2004/604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale (Extraits) (J.O.R.F du 26 juin 2004), n°147, p.1162. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le: 17/12/2020.

⁵ _أمانة شنعوة، صلاحيات الجمعية العامة غير العادية في شركات الأموال، أطروحة دكتوراه علوم في الحقوق، تخصص قانون الأعمال المقارن، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة وهران 02، 2019/2018، ص107.

⁶ « .. la disposition qui autorise l'établissement d'un rapport sur un projet d'émission d'obligations convertibles en actions par le conseil de surveillance, n'est pas fondée dans le système juridique algérien ; le conseil de surveillance, dans la société par actions moderne, est fondamentalement un organe de surveillance de la gestion par le directoire et en aucun cas un organe de gestion ». Mohamed Salah, op.cit., n°86, p.113.

رأس المال أي كبار المساهمين، أما في النظام الحديث يثبت الإختصاص لمجلس المراقبة؛ لأنه الهيئة المخولة قانوناً لملكية رأس المال الشركة¹.

ثالثاً: الوجود السابق للشركة المُصدرة

بادئ ذي بدء، لا يُمكن تصوّر أن تلجأ الشركة إلى إصدار السندات قبل الإعلان عن ميزانيتها؛ لأنه لا يتبيّن لها حاجتها إلى الأموال الإضافية قبل مرور مدة زمنية مُعيّنة حدّتها جُل التشريعات المختلفة بوضوح²؛ حيث أكد التشريع الجزائري³ على ضرورة أن تكون الشركة المُصدرة قد سبق إنشاؤها، وكانت قد أعدت ميزانيتين مُتتاليتين تم المصادقة عليهما من طرف المساهمين بصفة مُنتظمة، وهو ذات ما إشتراطه كل من المشرع المغربي⁴ والبحريني⁵ والفرنسي⁶ تبعاً، في حين لم يشترط المشرع الكويتي ولا التونسي ولا الأردني ولا النظام السعودي ولا حتى القانون المصري أو لائحته التنفيذية ذلك صراحة، غير أن الأخير نصّ بطريقة غير مُباشرة على ضرورة المُصادقة على ميزانية الشركة المُصدرة، من خلال إشتراطه تضمين نشرة الإكتتاب البيانات المنصوص عليها بالملحق رقم 02، لتشمل نسخة من الميزانية الأخيرة للشركة، مما يعني ضرورة مرور سنة على نشاط الشركة في السوق، وإنتقد الفقه المصري هذا السُكوت وعدم الوضوح، وإن كان ذلك يتحقّق غالباً؛ حيث لا يحدث عملياً أن تقترض الشركة قبل مُضي هذه المدة؛ لأنه مع

¹ _مفتاح بوجلّال، أحكام سندات الاستحقاق في القانون التجاري الجزائري (1)، محاضرة مرئية مُسجلة بتاريخ: 2020/05/13، متوفر على الرابط: https://m.youtube.com/watch?feature=share&v=k2WgJCinj_Y تم الإطلاع بتاريخ : 2020/12/26 على الساعة 01:46.

² _إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص109.

³ _« Le capital doit être intégralement libéré avant toute émission d'actions nouvelles à libérer en numéraire, à peine de nullité d'opération. En outre, l'augmentation du capital par appel public à l'épargne réalisée en moins de deux ans après la constitution d'une société, selon les articles 605 à 609 du code du commerce d'une vérification de l'actif et du passif de la dite société ». **Mahfoud lacheb**, op.cit., p.116.

⁴ _المادة 293 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁵ _المادة 140 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

⁶ _ Art. 285 loi n°66-537 devenu Art. L. 228-39 du C.com.fr : « l'émission d'obligations n'est permise qu'aux sociétés par actions ayant deux années d'existence et qui ont établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires.

Ces conditions ne sont pas applicables à l'émission d'obligations qui bénéficient, soit de la garantie de l'Etat ou de collectivités publiques, soit de la garantie de sociétés remplissant les conditions prévues à l'alinéa précédent. Elles ne sont pas non plus applicables à l'émission d'obligations qui sont gagées par des titres de créances sur l'Etat, sur les collectivités publiques ou sur des entreprises concessionnaires ou subventionnées ayant établi le bilan de leur premier exercice ».

القابلة للتحويل إلى أسهم

الوقت تظهر حاجتها إلى التمويل وليس بعد التأسيس مباشرة؛ لذا فإن الأمر يقتضي وجود نص صريح¹، فمن الضروري أن تشترط التشريعات صراحة إعتدال ميزانية أو أكثر قبل إتخاذ الشركة قرار الإقتراض، نظرا لأهميته خصوصا بالنسبة للمُكتتبين الذين يقفون على المركز المالي الحقيقي للشركة، تفاديا للدخول في علاقات مديونية مع شركة وهمية². وعلى سبيل المقارنة دائما، جاء المشرع الأردني بذات الرأي الأخير للمشرع المصري؛ لكن بطريقة مباشرة، فإستوجب مرور سنة مالية واحدة على الأقل من تاريخ شروع الشركة المُصدرة بالعمل، وهو ما يتّضح أكثر من خلال المُلحق الرابع لتعليمات إصدار وتسجيل الأوراق المالية، لاسيما البند السادس المُتعلق بالبيانات والقوائم المالية التي يتعيّن على الشركة المُصدرة أن تُضمنها في نشرة الإصدار³. كما تجدر الإشارة إلى أن حساب مُدة السنتين السابقتين على الإصدار يبدأ منذ إتمام قيد وتسجيل الشركة في السجل التجاري، فمنذ ذلك التاريخ تكتسب الشركة الشخصية المعنوية⁴، أما في الحالة التي يتأخر فيها القيد؛ فإن المُدة السابقة لا يُعتد بها في حساب السنتين السابقتين على الإصدار.

رابعا: الدفع الكامل لرأسمال الشركة المُصدرة

لا يُسمح لشركة المساهمة أن تُصدر سندات دين؛ إلا إذا كان رأسمالها مُسدّد بكامله، هذا ما أفصحت عنه كل التشريعات محل الدراسة، نظرا لأهمية وخطورة الإستدانة عليها في حال إذا لم يكن رأسمالها مدفوع بكامله، فمن غير المعقول أن تلجأ الشركة للإستدانة الخارجية قبل أن تتلقى كامل حقوقها من المساهمين، كذلك منعًا للقرارات المُتسرّعة التي قد تُتخذ دون دراسة وتدقيق كاملين، ومن الممكن جدا أن تُلحق ضررا بمصلحتها ومصلحة المدخرين فيها، فمُتطلبات السياسة الرشيدة هي ما تقتضي مراعاة ذلك. كما أن الدفع الكامل لرأس المال من الممكن أن يُجنّب الشركة الإستدانة الخارجية، خاصة أن القرض سوف يترتب عليه دفع الفوائد للمُقرضين لمُدّة طويلة، الأمر الذي من شأنه أن يُرهقها. وبناء عليه، توحدت أحكام القانون التجاري الجزائري⁵ والفرنسي⁶ في هذا

¹ _سميحة القليلوي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص805.

² _ Mohamed Salah, op.cit., n°36, p.50.

³ _العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص27.

⁴ _المادة 417 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ _المادة 693 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁶ _Art. 182 loi n°66-537

الخصوص، على غرار قانون الشركات الكويتي¹ والبحريني² والسعودي³ تباعاً، ولم يغفل قانون شركة المساهمة المغربي⁴ تنظيم المسألة، شأنه شأن قانون الشركات الأردني⁵. وتماشياً مع ما تم ذكره، يتضح جلياً أن فحوى نص المادة 596 من القانون التجاري لا تستقيم مع خصوصية إصدار سندات الاستحقاق؛ حيث يُشترط تمام دفع كل القيمة الإسمية للسندات النقدية وعدم الإكتفاء بوفاء ¼ ربح القيمة فقط التي نصّت عليها المادة السابقة بخصوص الإكتتاب في الأسهم.

فإذا كان هذا هو الأصل في الإصدار؛ فإنه يلحقه إستثناء أكدته مختلف التشريعات⁶ على غرار قانون شركة المساهمة المصري رقم 159 لسنة 1981⁷، الذي إستوجب أن يتم الدفع الكلي لرأسمال الشركة المُكْتَتَب به، ما لم تكن السندات مضمونة بكامل قيمتها بموجب رهن له الأولوية على ممتلكات الشركة، أو كانت السندات مضمونة من الدولة، أو كانت السندات المُكْتَتَب بها بالكامل من البنوك أو التشاركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية وإن أعادت بيعها⁸، بالإضافة إلى الشركات العقارية وشركات الإئتمان العقاري والشركات التي يُرَخَّص لها بذلك بموجب قرار من الوزير المُختص، كما يجوز بقرار من الوزير المُختص أيضاً بناء على عرض الهيئة العامة للرقابة المالية، أن يُرَخَّص لها بإصدار سندات ذات قيمة تُجاوز صافي أصولها في الحدود التي يصدر بها القرار⁹.

سار المشرع الجزائري على ذات خُطى المشرع المصري، وإستثنى بصريح العبارة الشرطين السابقين في الحالة التي تستفيد فيها الشركة من ضمانات الدولة والأشخاص المعنوية الأخرى التي تسمح لها الدولة بذلك والتي تخضع للقانون العام، إضافة إلى سندات القرض المرهونة بسندات

¹ المادة 158 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

² المادة 125 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

³ المادة السابعة والثلاثون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

⁴ المادة 293 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁵ المادة 113 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁶ المادة 293 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، يقابلها المادة 125 من قانون الشركات البحريني، والمادة 137 فقرة 01 من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

⁷ المادة 49 فقرة 01 من القانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁸ المادة 50 من القانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع نفسه.

⁹ سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 808.

دين على الدولة أو على الأشخاص المعنوية الأخرى، دائما إذا كانت ديونها مضمونة من الدولة¹، ولو أن الصياغة الأخيرة غير واضحة، فقد تُرهن سندات الاستحقاق الصادرة عن شركة المساهمة على عاتق الدولة أو الهيئات العمومية بموجب كفالة عينية وليست شخصية² عن طريق ما تُسمى بسندات الخزينة مثلا، أي أن الدولة تقوم بإصدار سندات الخزينة لضمان وفاء سندات الدين الصادرة عن شركة المساهمة. أما الإستثناء الأخير يخص السندات المضمونة من الشركات التي تُحقّق شروط الإصدار السابقة، فيُتيح لها القانون إمكانية إصدار سندات إستحقاق جديدة لإستيفائها كل الشروط المطلوبة³. تعقبا على هذا الموقف، يلاحظ نوع من التصادم بين النصوص؛ حيث أن الإستثناء الأخير الذي جاء به المشرع يُخالف حكم المادة 693 السابقة الذكر التي جاءت على سبيل الإلزام، خصوصا أنه إستوجب الدفع الكامل لرأسمال قبل القيام بأي إصدار لأسهم جديدة، وهو ما سيتوصّل به حملة السندات في حال ما فعلوا خيار التحويل، ففي هذه الحالة سوف يُزاد رأسمال الشركة دون أن يكون مُسدّدا بالكامل⁴، لاسيما وأنه أقرن المخالفة بجزء بطلان العملية ككل، الأمر الذي لا يمكن تفسيره إلا في كَوْن أنه لا توجد ضمانات أثقل من تلك الممنوحة من الدولة أو تلك التي تكون الدولة أحد أطرافها، مما يعني أن إستيفاء حقوق هؤلاء الحملة أمر مفروغ منه.

وإستخلاصا مما سلف، يتم الإشارة في هذه الحالة إذا كان الوفاء الكامل لرأسمال الشركة يجب أن يكون فعليا أم يكفي مجرد إخطار الشركة بالدفع؟ يلاحظ أن الرأي قد إنقسم في هذا الشأن؛ فالبعض رأى أن مُجرّد توجيه الشركة الدعوة بالدفع يكفي، مع ضرورة إتخاذ الإجراءات اللازمة للتنفيذ، خاصة إذا لم يكن هناك وسيلة أخرى أمام الشركة لإنقاذ مشروعها سوى الإقتراض⁵.

¹ عملا بحكم الفقرة 02 من نص المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² عكس الكفالة الشخصية التي تضمن فيها الدولة سندات الاستحقاق بكل ما أوتي لها من موارد.

³ مفتاح بوجلال، أحكام سندات الاستحقاق في القانون التجاري الجزائري (1)، مرجع سابق.

⁴ _ Mohamed Salah, op.cit., n°37, p.51.

⁵ _ إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص116.

الفرع الثاني

مضمون عقد الإصدار

أي تنظيم قانوني يحكم عملية إصدار السندات يجب أن يُعالج جميع جوانبه ولا يتوقف على مجرد تحديد الهيئة المختصة بالإصدار أو شروطه؛ إنما يجب أن يُبين هذا التنظيم بوضوح أكثر مُشمّلات الإصدار، من خلال تضمين عقد الإصدار¹ بنود واضحة الصياغة، تُبين للراغب في الإكتتاب جميع مُقتضيات العملية دون تضارب أو لبس، بهدف حمايته وتسهيل الإجراءات عليه وإنجاح عملية الإكتتاب ككل؛ لذا سيتم الكشف عن مضمون عقد الإصدار بما أفصحت عنه التنظيمات المُختلفة، وفي حال لم تفصح عنها سوف تُدرس قياساً بالبيانات التي لا يُتصور أن يخلو منها العقد، وهو ما سيُبحث فيه بناءً على ما جاء به القانون التجاري الجزائري ومختلف القوانين المقارنة، كونها قواعد هجينة نُظمت بموجب قوانين شركات المساهمة والتنظيمات المُكمّلة لها.

في التشريع الفرنسي، لا تخرج نشرة إصدار السندات القابلة للتحويل عن ذكر مجموعة من البيانات المُتعلقة بالشركة المُصدرة، كالتالي: إسم الشركة؛ شكلها؛ مقدار رأسمالها؛ مقرها؛ رقم قيدها في السجل التجاري وفي المعهد الوطني للإحصاء والدراسات الإقتصادية؛ إضافة إلى موضوعها وتاريخ إنقضائها الإعتيادي. على أن تُتبع بالبيانات المُتعلّقة بالسندات، لاسيما بيان مقدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم المُصدرة؛ القيمة التي أصدرت سابقاً والتي لم تُحرّر بصورة كاملة وضماداتها؛ قيمة القروض الإلزامية المضمونة من الشركة وأجال إستحقاقها؛ قيمة الإصدار والقيمة الإسمية للسندات التي تُصدر وسعر فائدها؛ طريقة الدفع وميعاد وشروط شراء السندات وضماداتها؛ وفي حال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، يجب بيان المُهل الممنوحة لحملة السندات قصد مُمارستهم لعملية التحويل².

¹ عقد الإصدار هو العقد الذي تُصدر على أساسه الصكوك وفق القانون ويُنظم العلاقة بين الجهة المُصدرة (الشركة المُصدرة) والجهة المُستفيدة (مالكي السندات) وكذا مُنظّم الإصدار، من حيث مجالات الإستثمار ومدته وكذا حصيله الصكوك والعوائد المُتوقعة وطريقة توزيعها وإمكانية تداولها وإستردادها، بالإضافة إلى واجبات تلك الجهات.

² Art. 211 décret n°67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr

كما نص قانون الشركات السوري على نشرة إصدار أسناد القرض ضمن المادة 124 من المرسوم التشريعي رقم 29 لسنة 2011¹، الذي أكد على وجوب إعلان مجلس إدارة الشركة عن الإكتتاب بأسناد القرض في صحيفتين يوميتين ولمرتين على الأقل، على أن يتضمّن هذا الإعلان تاريخ قرار الهيئة العامة العادية أو غير العادية بالموافقة على الإصدار، مع الإشارة إلى عدد الأسناد التي يُراد إصدارها وقيمتها الإسمية وأي خصومات أو علاوة إصدار ومُعدّل فائدتها وموعد وفائها وشروطه وضمائنه وقيمة المُقدمات العينية ونتائج الميزانية الأخيرة المُصادق عليها، إضافة إلى عدد أسناد القرض التي أصدرتها الشركة من قبل مع ضماناتها ومقدارها، وبيان فيما إذا كانت قابلة للتحويل، وكذا رقم وتاريخ مُوافقة هيئة الأوراق عليها.

أما البيانات التي يتضمّنها السند في التشريع المصري هي نفسها تماما، فمنها ما يُخصّ السندات المُصدرة، كأن يكون لها كوبونات ذات أرقام مُتسلسلة² مُشتملة على نوعها وتاريخ إصدارها وخصائصها؛ بالإضافة إلى قيمتها ومُدتها؛ سعر العائد والمواعيد المُحدّدة لأدائه؛ مواعيد وشروط إستهلاكها والتأشير بالمواعيد المُقرّرة لتحويلها؛ الأسس التي يتم التحويل بناء عليها، إضافة إلى تأكيد مُوافقة الجمعية العامة للشركة المُخوّلة بالإصدار على العائد الذي يُنتجه السند وأساس حسابه³. ومنها ما يتعلّق بمالكها أيضا كذكر إسمه؛ جنسيته وعُنوانه بالنسبة للسندات الإسمية. ومنها ما يتعلّق بالشركة المُصدرة، فيجب أن تتضمّن صكوك السندات البيانات الخاصة بإسم الشركة؛ نوعها؛ قيمة رأسمالها ورأس المال المُرخّص به؛ يُضاف إليها عنوان مركزها الرئيسي؛ رقم قيدها في السجل التجاري؛ تاريخه ومكانه؛ كما يُذكر تاريخ إنتهاء أجلها حسب نظامها ومجموع قيم

¹ المرسوم التشريعي رقم 29 لسنة 2011 المُتعلق بالشركات والتعليمات التنفيذية. متوفر على الرابط: <http://parliament.gov.sy/arabic/index.php?node=5579&cat=4471> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/28 على الساعة 14:41.

² المادة 159 فقرة 02 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981. متوفر على الرابط: <https://lawyeregyp.net/%d8%a7%d9%84%d9%85%d9%83%d8%aa%d8%a8%d8%a9-%d8%a7%d9%84%d9%82%d8%a7%d9%86%d9%88%d9%86%d9%8a%d8%a9/%d8%a7%d9%84%d9%84%d8%a7%d8%a6%d8%ad%d8%a9-%d8%a7%d9%84%d8%aa%d9%86%d9%81%d9%8a%d8%b0%d9%8a%d8%a9-%d9%84%d9%82%d8%a7%d9%86%d9%88%d9%86->

³ المادة 12 من قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية الصادر في أكتوبر 1998، مرجع سابق. تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/28 على الساعة 15:15.

السندات المُصدرة والقيمة الإسمية للسند ورقمها المتسلسل¹، يُضاف لها نسخة من الميزانية الأخيرة للشركة التي إعتمدها الجمعية العامة، يُوقع عليها كل من رئيس مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرون بحسب الأحوال، بالإضافة إلى تقرير عن نشاط الشركة منذ بداية السنة المالية التي يُجرى فيها الإكتتاب والسنة السابقة لها إذا لم تكن الجمعية العامة قد إعتمدت ميزانيتها بعد، كما يجب أن يتضمّن هذا التقرير العناصر الأساسية التي ترد في الميزانية، ويُوقع عليه كل من الممثل القانوني للشركة ومُراقب حساباتها.

التشريع المغربي² بدوره، أكد ضرورة توفّر ملف الإصدار على كل المعلومات الواجب على مُصدري سندات الديون القابلة للتداول إعدادها، وفقاً لأحكام المادة 15 الفقرة الثانية من القانون المشار إليه أعلاه رقم 94/35، على أن تكون هذه البيانات كالتالي:

- 1- المعلومات المُتعلّقة بالمُصدر:
 - اسم المُصدر وعنوان مقره الإجتماعي والإداري إذا كان مُخالفاً للمقر الإجتماعي؛
 - تاريخ التأسيس أو الإنشاء إن إقتضى الحال؛
 - غرض الشركة بإختصار؛
 - رقم التقييد في السجل التجاري إن إقتضى الحال؛
 - المحاكم المُختصة؛
 - أسماء المسيرين الرئيسيين العائلية والشخصية وعناوينهم الشخصية؛
 - وصف الأنشطة الرئيسية مع بيان أهم أصناف المُنتجات المصنوعة أو المُسوّقة والخدمات المُقدّمة أو هما معاً فيما يخص المُصدرين غير مؤسسات الإئتمان.
- 2- المعلومات المُتعلّقة بوضعية المُصدر المالية والإقتصادية:
 - توزيع رأس المال مع بيان الأسماء العائلية والشخصية للمساهمين الذين يملكون مُساهمة تساوي أو تفوق 05 % منه، وكذا عناوينهم الشخصية أو أسماء وعناوين شركاتهم إذا إقتضى الحال؛ الحسابات التالية بحسب الحالة:

¹ - سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 797.

² - حسب نص المادة 04 من قرار وزير المالية والإستثمارات الخارجية رقم 2560.95، الصادر في 13 جمادى الأولى 1416 (09 أكتوبر 1995)، يتعلق ببعض سندات الديون القابلة للتداول (المُغيّر والمتمم بالقرارات رقم 00-692، 01-1311، 02-2232).

- القوائم التركيبية السنوية المتعلقة بالسنوات المالية الثلاث الأخيرة (المنصوص عليها في المادة 09 من القانون رقم 09/88 المتعلق بالقواعد المحاسبية الواجب على التجار العمل بها، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1-92-138، الصادر بتاريخ 30 من جمادى الآخرة 1413 الموافق لـ 2 ديسمبر 1992).
 - التقارير المتعلقة بالسنوات المحاسبية الثلاث الأخيرة، والمحرّرة من قبل مندوبي الحسابات عندما يتعلّق الأمر بشركات أسهم أو التعاونيات، أو من قبل خبير محاسب كقيد في هيئة الخبراء المحاسبين عندما يتعلّق الأمر بمؤسسة عامة؛
 - أفاق تطوّر نشاط المصدر المتوقعة في نهاية السنة المحاسبية الجارية.
 - 3- المعلومات المتعلقة ببرنامج الإصدار:
 - مميزات السندات التي يعزم المصدر إصدارها، مع الإشارة بوجه خاص إلى مُدد الاستحقاق وإجراءات منح المكافأة المُزمع إتباعها؛
 - طريقة التوظيف المُزمع إتباعها، وإن إقتضى الحال بيان المؤسسات التي ستُكلف بتوظيفها؛
 - المؤسسة أو المؤسسات المُوطّنة لديها السندات؛
 - الحد الأعلى الجاري لسندات الديون القابلة للتداول المُقرّرة للسنة؛
 - إن إقتضى الحال، إسم وعنوان الهيئة الضامنة ووثيقة تُثبت هذا الضمان.
- وإذا إستطاع المصدر أن يثبت بصريح العبارة عدم تكييف المعلومة المطلوبة في أحد الأبواب أعلاه مع وضعيته الخاصة، جاز له بإتفاق مع مجلس القيم المنقولة أن يُكيّف مضمون الملف مع تبرير ذلك بصورة مُفصّلة.
- وعلى نفس المنوال، أكد المشرع الأردني¹ على التعليمات المتعلقة بالإكتتاب العام أو الخاص في الأوراق المالية بما فيها السندات المُرفقة بنشرة الإصدار، وفق مُتطلبات التسجيل التالية:
- أ- وصف كامل للسندات المطروحة، مُتضمنا سعر الفائدة على السند؛ تاريخ الاستحقاق؛ تاريخ الإطفاء وملكية السندات وتداولها؛
 - ب- ترتيب حقوق حملة السندات بالنسبة لبقية الدائنين؛
 - ت- القواعد المُترتّبة على تحويل السندات لأسهم؛
 - ث- الضمانات المُقدّمة ونوع الضمان إن وُجد في حالة إذا كانت السندات مضمونة؛

¹ راجع الملحق رقم (03).

- ج- التعهدات المُتخذة لحماية حامل السند؛
- ح- توضيح الإجراءات المُتَّبعة لغايات الإطفاء والتسديد ومدة التقادم وحقوق حملة السندات؛
- خ- حالات التعامل مع السندات عند فقدانها أو تلفها؛
- د- بيان الحافظ الأمين لحفظ حقوق حاملي سندات الشركات؛
- ذ- بيان مُدير الإصدار ومُتعهدى التغطية والإجراءات التي يتحملونها في حال عدم تغطية الإكتتاب في السندات؛
- ر- تحديد طرق إرسال الإشعارات إلى حاملي أسناد القرض؛
- ز- الضرائب المُترتبة على المستثمرين في السندات.
- وطبقاً لنص المادة 35 من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم 76 لسنة 2002¹؛ فإنه يجب أن تشمل المعلومات والبيانات المرفقة بنشرة الإصدار إضافة إلى مُتطلبات أخرى تفرضها الهيئة وفقاً لأحكام المادة 34 من القانون، لاسيما نُسخ مما يلي:
- 1- الرأي القانوني المُتعلق بقانونية الإصدار؛
 - 2- أي إتفاقية أو إتفاقيات تم إبرامها مع مُدير الإصدار؛
 - 3- عقد تأسيس المُصدر إذا كانت شركة مساهمة عامة أو شركة مساهمة خاصة، ونسخة من نظامها الأساسي وأي مُستندات لها علاقة بهذه الشركة؛
 - 4- المُستندات التي تم بموجبها تأسيس الشركة أو الإعلان عنها إذا كان المُصدر شركة ذات مسؤولية محدودة؛
 - 5- عقد الشراكة أو عقد التأسيس أو أي وثيقة أخرى تتعلق بتنظيمها إذا كان المُصدر شركة أو شكلاً آخر، نسخة من الإتفاقيات الأساسية والوثائق الرسمية التي تؤثر في أسعار الأسهم أو الأسناد أو أدوات الدين التي عُرضت أو التي سيتم عرضها؛
 - 6- جميع العقود التي تحتوي على معلومات جوهرية، ولا يشترط الإفصاح عن مضمون أي جزء من تلك العقود إذا رأت الهيئة أن الإفصاح عن هذا الجزء قد يؤدي إلى إضعاف قيمة العقد وأنها غير ضرورية لحماية المستثمرين؛
 - 7- الإتفاقيات المعقودة بين المُصدر ووكيل الدفع والحافظ الأمين للأوراق المالية محل العرض.

¹ قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت لسنة 2002. متوفر على الرابط: <https://alexalaw.ahlamontada.com/t9154-> topic تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/28 على الساعة 09:22.

كما يجوز للهيئة بمقتضى تعليمات يُصدرها المجلس، طلب أي معلومات وبيانات إضافة لما ورد في الفقرة (أ) من هذه المادة، ل يتم تضمينها في وثيقة خطية أو إلكترونية وإرفاقها بنشرة الإصدار، وذلك بموجب تعليمات يُصدرها المجلس.

أما المشرع العراقي¹ حصر بيانات الإصدار في:

- 1- إسم الشركة ورأسمالها؛
- 2- تاريخ قرار الهيئة العامة بالموافقة على إصدار سندات القرض؛
- 3- معلومات عن الوضع المالي للشركة ونتائج عملياتها بما في ذلك إراداتها؛
- 4- سعر الفائدة وتواريخ إستحقاقها؛
- 5- قيمة الإصدار ومُدته والقيمة الإسمية للسندات؛
- 6- طريقة الإكتتاب ومُدته وطريقة الدفع؛
- 7- مواعيد الوفاء للقيمة الإسمية للسندات؛
- 8- الغرض من القرض؛
- 9- ضمانات الوفاء؛
- 10- سندات القرض التي أصدرتها الشركة سابقا؛
- 11- أية بيانات ومعلومات ضرورية.

عند التمحيص في النصوص القانونية المقارنة أعلاه، من الضروري الوقوف عند أهم البيانات الواردة فيها، أسوة بتلك التي جاء بها المشرع المغربي الذي يبدو أكثر تنظيما من وجهة نظرنا؛ حيث فرّق بين ثلاث أنواع من البيانات، على غرار تلك المتعلقة بالوضعية المالية والإقتصادية الحالية للجهة المصدرة وكذا الآفاق المستقبلية لبرنامج الإصدار، وهو أكثر ما يهم المكتتب، خصوصا القوائم التركيبية للسنوات المالية الثلاثة الأخيرة التي تُرفق برأي مندوب الحسابات؛ فلعل في إشتراط ثلاث موازنات مالية من شأنه أن يوضّح بصورة صادقة وحقيقية مدى الإستقرار أو عدم الإستقرار في نشاط الشركة داخل السوق. هذا من جانب، أما من جانب آخر؛ فإن البيانات التي جاء بها المشرع الأردني لا تقل أهمية عن سابقتها، فجعلها تجمع بين الإكتتاب العام والخاص أيضا، وهذا الدمج لمسناه حصريا في هذه الحالة، كما تطرق إلى

¹ المادة 80 من قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997. متوفر على الرابط: [http://wiki.dorar-](http://wiki.dorar-iraq.net/iraqilaws/law/16685.html) تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/28 على الساعة 23:13.

الأشخاص المتدخلين في عمليتي إصدار وتوظيف السندات، على غرار الحافظ الأمين ومدير الإصدار بالإضافة إلى متعهد التغطية، كما خص بالذكر الضرائب المترتبة على السندات، مما يفيد في المعنى أن السندات تخضع للضرائب. أما المشرعان السوري والعراقي، تطرقا لذات البيانات المتضمنة في التشريع الفرنسي.

بخصوص القانون الجزائري؛ فإنه لم يضع أحكام خاصة تتعلق بعقد الإصدار، غير أن النصوص المنفردة أجمعت على ذكر مجموعة من البيانات التي لا يُتصور أن يخلو منها العقد، فبالإضافة إلى البيانات التعريفية بالشركة المُصدرة، نجد: تحديد حجم الإصدار؛ قيمة السند المُصدر¹؛ قيمة الفائدة؛ كيفية الدفع؛ أسس التحويل²؛ أوقاته³؛ مدة القرض⁴؛ كيفية الإستهلاك⁵؛ ضمانات الإصدار⁶؛ إمكانية تقرير حق الأفضلية للمساهمين⁷ وغيره. وسوف نتطرق لبعض هذه البيانات بنوع من التفصيل خلال هذا الفرع، على أن نتعرف على البيانات الأخرى فيما بعد تفاديا للتكرار.

أولاً: تحديد حجم الإصدار

تحديد حجم الإصدار معناه وضع حدود دنيا وقصى له، ففي القانون الجزائري يعود تحديد الحد الأدنى الإجمالي للإصدار للجهة الخارجية التي رخصت به أي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي إشتطت ألا يقلّ رأسمال الشركة التي ترغب في تقديم طلب قبول قيمها المنقولة في البورصة عن مائة مليون دينار جزائري ويمنع على الشركة أن تتعداه⁸، كما ضبطت الحد الأدنى

¹ المادة 715 مكر 11 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 715 مكر 116 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ المادة 715 مكر 118 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ مدة القرض هي الوقت بين تاريخ التمتع بالسند أي التاريخ الذي يبدأ فيه السند بالسريان وتاريخ آخر سداد.

⁵ la durée de l'emprunt est le temps compris entre la date de jouissance (date à laquelle les intérêts commencent à courir) et le dernier remboursement. **Georges Langlois-Michèle Mollet**, op. cit., p.159.

⁶ المادة 715 مكر 83 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁷ المادة 715 مكر 105 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁸ المادة 715 مكر 117 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁸ من الضروري أن يكون هناك علاقة بين رأسمال الشركة وقيمة السندات المُصدرة، وما تدخل المشرع بموجب النصوص المختلفة إلا بهدف حماية الإدخار. **محمد صالح بك**، مرجع سابق، ص 371.

للإصدار واشترطت أن تُوزَّع على الجمهور سندات تُمثِّل 20 % من رأسمالها يوم الإدخال على أبعد تقدير¹ لقبول الترخيص بالإصدار، دون أن تُشير صراحة إلى الحد الأقصى له، مما يُحيل أمر تحديده إلى الجمعية العامة غير العادية للشركة².

وكان المشرع الأردني بموجب قانون الشركات النافذ قد منع زيادة قيمة القرض عن قيمة رأسمال الشركة المدفوع، عكس القانون النافذ سابقا الذي لم يضع حدًا لقيمة القرض الذي تحصل عليه شركة المساهمة بواسطة إصدارها للسندات؛ إنما كان يترك لها الحرية التامة في تحديده على النحو الذي تراه مُناسبا لها وملائما لظروفها المالية³. وهو ما تبناه التشريع البحريني⁴ أيضا، الذي إشتراط ألا يتجاوز مجموع قيم السندات القائمة التي تُصدرها الشركة قيمة رأس المال الصادر والمدفوع بالكامل، والإحتياطات غير القابلة للتوزيع وفقا لآخر ميزانية صادقت عليها الجمعية العامة، على أن تُستثنى من ذلك السندات المضمونة من الدولة أو من إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة، وكذلك السندات التي تُصدرها البنوك والشركات الخاضعة لرقابة مؤسسة نقد البحرين بعد موافقتها.

أما التشريع الكويتي، أكد أن زيادة رأسمال الشركة تكون في حدود رأس المال المُصرَّح به⁵، مثله مثل التشريع اللبناني تماما الذي أكد على عدم جواز إصدار السندات بمبلغ يربو على مثلي رأسمال الشركة الموجودة بحسب الوضعية المالية المُدقَّقة من مُفوضي الحسابات، والمُصادق عليها من الجمعية العمومية⁶. التشريع المصري بدوره، إشتراط عدم جواز زيادة مُجمل السندات المُصدرة

¹ المادة 43 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² نواة حمليل، مرجع سابق، ص 313.

³ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 40.

⁴ المادة 141 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁵ المادة 149 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁶ المادة 124 من القانون رقم 126، الصادر بتاريخ 2019/03/29، ج ر ع 18، الصادرة بتاريخ 2019/04/01،

المعدل لقانون التجارة البرية لاسيما المادة 37، الصادر بالمرسوم الإشتراعي رقم 304 الصادر بتاريخ 1942/02/24

وتعديلاته وإضافة أحكام جديدة عليه. متوفر على الرابط:

<https://www.lacpa.org.lb/ar/%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%B1%D9%82%D9%85-126-%D8%AA%D8%B9%D8%AF%D9%8A%D9%84-%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AC%D8%A7%D8%B1%D8%A9>

عن صافي أصول الشركة حسبما يُحدده مراقب الحسابات وفق آخر القوائم المالية التي وافقت عليها الجمعية العامة¹، يُفهم مما سبق أنه يُمنع على الشركة أن تتعدى حجم الإصدار الذي حدّته التشريعات المختلفة، تقاديا لإغراق السوق المالي بإصدارات جديدة، ما لم تُمتص الإصدارات القديمة، الأمر الذي يُؤثر على القيمة السوقية للسندات من جهة، وعلى فعالية عمليات البورصة من جهة أخرى².

ثانيا: تحديد قيمة السند المُصدر

تتحدّد قيمة السند المُصدر يوم الإصدار³، بمعنى أن سعر إصدار السندات القابلة للتحويل يُحسب بسعر أسهم الشركة وقت الإصدار لا وقت التحويل⁴، وكقاعدة عامة من المفروض أن عقد الإصدار هو الذي يحكم المسائل المتعلقة به، وأيّ تدخّل للمشرع من شأنه أن يُضيق نوعا ما من حُرّية التعاقد، فلا يجوز الإتفاق على ما يسنّه القانون تحت طائلة بطلان الإصدار ككل⁵، والسندات عادة ما تصدر بقيمة إسمية أي بعد خصم الإصدار، بينما لا يمكن إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الإسمية⁶.

وفي هذا المقام، لم يشترط المشرع الجزائري حدود دُنيا أو قصوى لقيمة سندات الاستحقاق الإسمية *la valeur nominale*، على إعتبار أن الجزائر قد نهجت نظام إقتصادي جديد تتطلّب مُقتضياته تبني قواعد قانونية وإقتصادية مُغايرة⁷، لتبقى حُرّية تحديدها للشركة المُصدرة⁸؛ لكن

[%D8%A7%D9%84%D8%A8%D8%B1%D9%8A%D8%A9](#) تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/29 على الساعة 18:14.

¹ المادة 49 من قانون شركة المساهمة المصري، مرجع سابق.

² رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 191.

³ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 57.

⁴ _Mohamed Salah, op.cit., n°90, p.117.

⁵ نوارة حمليل، مرجع سابق، ص 288.

⁶ محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 33.

⁷ أنظر في المعنى نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 187.

⁸ تحدّد الشركة سعر السندات بكامل حريتها، والعناصر التي يتركب منها السند تختلف إختلافا كبيرا؛ لكنها لا تخرج عن ذكر المبلغ الذي يدفعه المكتتب للحصول على السند؛ المبلغ الذي تتعهد الشركة بوفائه إلى حامل السند؛ الجزء السنوي أي

بهدف تسهيل عملية التحويل، لا يسوغ أن يقلّ سعر إصدار سندات القرض القابلة للتحويل le prix d'émission¹ عن القيمة الإسمية للأسهم التي سيتوصّل بها حاملو سندات القرض عند إختيارهم التحويل²، وأي مخالفة لهذا الشرط تفتح المجال لحملة السندات لرفع دعوى أمام القضاء قصد الطعن في سعر التحويل المخالف للسعر المتّفق عليه³، وهو ما أجمعت عليه النصوص المقارنة⁴. فبمفهوم المخالفة، يُتصوّر أن تكون القيمة الإسمية لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل أكبر من قيمتها المحدّدة ولا يُتصوّر العكس⁵، هذا دائماً في إطار ما يُسمى بسعر التحويل أو نسبة تبادل سندات القرض بالأسهم⁶ تسهيلاً لعملية التحويل بالنظر للإمّيازات التي تُعطى للمُكتتب الذي يُعتبر مُساهماً بالقوة⁷ actionnaire en puissance، بالإضافة إلى تسهيل عملية تداولها وكذا تسهيل حساب الأغلبية لاحقاً. ورغم أهمية هذا النص، غير أن المشرع الجزائري كغيره من التشريعات المقارنة لم يُلحقه بجزء في حال مخالفته؛ لكن من المؤكّد أن يترتّب عنه البطلان لإنتهاك قاعدة أمر⁸.

في ذات الإطار، شهد التشريع الفرنسي حُكمين مُتباينين؛ حيث فرضت المادة 07 من المرسوم الصادر في 30 أكتوبر 1948 حد أدنى لقيمة سندات الدين الصادرة بداية من أول جانفي 1949، في حدود مبلغ يساوي 5000 فرنك فرنسي قديم أو مُضاعفته؛ لكن المرسوم الصادر في

سعر الفائدة الثابتة والإشتراك الإحتمالي في الأرباح ومواعيد دفعها؛ مدة بقاء القرض وحق الشركة في الوفاء المبستر إبتداء من التاريخ المُعيّن. محمد صالح بك، مرجع سابق، ص378.

¹ Le prix d'émission des obligations convertibles en actions ne peut être inférieur à la valeur nominale des actions que les obligataires recevront en cas d'option pour l'émission d'obligations avec bons souscription d'actions. Mansour Mansouri, op.cit., p. 204.

² Laure Siné, droit des sociétés en 23 fiches, 8^{ème} édition, Dunod, Paris, 2008, p.101.

³ Marine Michineau, contestation du prix de cession de droit sociaux en présence d'obligations convertibles en action, Revue des sociétés, Dalloz, 2017, p.623.

⁴ المادة 715 مكرر 119 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 156 فقرة 02 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981، يقابلها الفصل 343 من مجلة الشركات التونسية، والمادة 319 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 149 فقرة 02 من قانون الشركات البحريني، والمادة 125 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁵ Mohamed Salah, op.cit., n°90, p.117.

⁶ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الاقتصادي (شركات المساهمة)، مرجع سابق، ص448.

⁷ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص60.

⁸ Mohamed Salah, op.cit., n°90, p.117.

23 فيفري 1945 عيّن حد أدنى لقيمة السند بـ 100 فرنك فرنسي جديد أو مُضاعفاته بالنسبة للسندات المُصدرة بعد 30 جوان 1945، ومع هذا أجاز المشرع الفرنسي تداولها بأقل من القيمة الإسمية السابقة بقرار من وزارة المالية أو من الشركة المُصدرة منذ أول من جانفي لسنة 1951¹؛ لكنه عاد وعدل عن هذا الموقف بموجب المرسوم المؤرخ في 01 أبريل 1999، الذي ألغى المرسوم رقم 1683/48 المؤرخ في 30 أكتوبر 1948، وكذا المادة الأولى من المرسوم رقم 207/54 المؤرخ في 23 فيفري 1954، بالتالي ترك مُتسع من الحُرية للشركة المُصدرة في تحديد القيمة الإسمية لسنداتها².

ثالثا: بيان كيفية الدفع

عادة ما تشترط شركة المساهمة مُصدرة السندات والمنظمة للإكتتاب، الطريقة التي يتم بموجبها دفع قيمة السند، بالنظر للكيفية التي تتوافق مع ظروفها، والتي عموما لا تخرج عن ثلاث حالات: إما أن تقبل الدفع الجزئي لقيمة السندات المُكْتتب بها بمُجرد الإكتتاب، على أن يتم دفع ما تبقى من القيمة على أقساط أو خلال مُدة مُحددة تُعيّنها بالإتفاق مع المُكْتتبين des emprunts à paiements échelonnés، وإما أن يتم الدفع الكامل لقيمة السند بمُجرد تمام الإكتتاب وهذه هي الطريقة المنطقية والأكثر شيوعا؛ حيث أن الشركة عندما تلجأ إلى الإقتراض من عامة الجمهور دليل على حاجتها الماسّة للأموال ولا يمكنها قبول الدفع الجزئي للقيم المُكْتتب بها وإلا لما تقدّمت بمشروع الإقتراض من الأساس، أما في الحالة الأخيرة يتم الإكتتاب بالسندات على أن تُدفع قيمتها مؤجلا خلال تاريخ لاحق، وإن كان هذا أمر مُستبعد نظريا لكون الغاية من الإصدار التي سبق بيانها لا تتوافق مع الطرح الأخير، كما يجوز الوفاء عن طريق المقاصة مادام لا يوجد مانع قانوني أو تعاقدي في عقد الإصدار يحول دون ذلك، فلا حرج في تطبيق القواعد العامة بشأن أحكام المقاصة³، على أن يكون الدين ثابت المقدار وخالي من النزاع ومُستحق الأداء.

¹ _إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص 43.

² _نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 59.

³ _المادة 297 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق. بخصوص موقف الشرع الفرنسي:

_Art. 1289 C.civ.fr Modifié par Loi n°2005-32 du 18 janvier 2005 - art. 113 JORF 19 janvier 2005. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le : 14/04/2021.

رابعاً: بيان كيفية التحويل

من المسائل المهمة التي يجب إدراجها في عقد الإصدار، هي إمكانية تحويل سندات الاستحقاق إلى أسهم من عدمه، والكيفية التي تتحوّل بها لاسيما بيان إذا كان التحويل سيتم في فترة أو فترات مُحدّدة أو أنه سيتم في أي وقت¹، مع الإشارة مثلما تم التطرّق إليه أن التحويل يُعد خيار كامل لحامل السند وفق ما يخدم مصلحته، بناء على حالة السوق المالي.

فإذا جاء في عقد الإصدار أن خيار تحويل السندات لأسهم يتم خلال مُدة مُعيّنة، حينها لا يتم التحويل سوى داخل هذه الفترة، أما إذا كان باب التحويل مفتوح في أي وقت، فتسمح هذه الطريقة لحامل السند بالتخلي عن سنده لقاء سهم جديد في أي وقت متى قرّر ذلك ومتى كانت ظروف السوق مُواتية لهذا التحويل، وعلى الشركة أن تستجيب لطلب التحويل فوراً حتى لو صدر من حامل واحد، وتتميّز هذه الطريقة بالمرونة بالنسبة للحامل وبالغلاء بالنسبة للشركة التي تجد نفسها مُلزّمة بتعديل قانونها الأساسي كلّما حدث تحويل سند لسهم، مُتحمّلة بذلك مصاريف تعديل العقد والإعلانات القانونية اللاحقة له، وهو ما سوف نأتي إلى بيانه أكثر لاحقاً عند الحديث عن التحويل كتصرّف قانوني يرد على سند الاستحقاق القابل للتحويل لسهم.

الفرع الثالث

جزاء مُخالفة شروط الإصدار

يُمكن القول بداية أن إمكانية قيام الشركة المُصدرة بمُخالفة شروط الإصدار في الواقع العملي ضعيفة جداً، أما من الناحية القانونية المُجرّدة؛ فإن مُخالفة الشركة لهذه الشروط يُعرّضها لعقوبات تباينت التشريعات المقارنة محل دراستنا في تضمينها، فقد رصد قانون الشركات الأردني² عقوبة الغرامة وحصرها بين ألف إلى عشرة آلاف دينار، إضافة إلى عقوبة الحبس من سنة إلى ثلاث

¹ « Le contrat démission doit indiquer, soit que la conversion pourra être demandée par le porteur pendant une ou plusieurs périodes d'option déterminées, soit qu'elle pourra être demandée à tout moment, pendant un délai dont le point de départ ne peut être postérieur, ni à la date de la première échéance de remboursement, ni au cinquième anniversaire du début de l'émission, et qui expire trois mois après la date de l'émission, et qui expire trois mois après la date à laquelle l'obligation est appelée à remboursement ». **Gaston Défossé**, les obligations convertibles en actions, op.cit., p.17.

² المادة 278 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

سنوات، ضد الشخص الذي قام بإصدار أسناد القرض وعرضها للتداول قبل أوانها بصورة مخالفة لأحكام القانون، لاسيما قبل التصديق على النظام الأساسي للشركة، وضد كل من سمح بزيادة رأسمال الشركة المُصرَّح به قبل تمام الإعلان في الجريدة الرسمية. زيادة على تسليط العقوبة المنصوص عليها في الفقرة (ب) من المادة 81 المُتضمنة في قانون الأوراق المالية، التي أعطت للمحكمة المختصة صلاحية وقف أو إلغاء أية عملية بيع أو شراء أو إصدار للأوراق المالية؛ إذا ثبت أنها مخالفة لأحكام القانون أو الأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه أو أي تشريع آخر¹.

كما نصّ المشرع التونسي² على عقوبة خطية تتراوح بين ثلاثمائة وستة آلاف دينار، ضد كل من رئيس شركة المساهمة والمديرون العامون وكل واحد من أعضاء مجلس الإدارة أو هيئة الإدارة الجماعية؛ إذا أصدروا أو سمحوا بإصدار رقاع بطريقة مخالفة لأحكام مجلة الشركات أو خالفوا أيًا من أحكامها، دون المساس بالعقوبات المنصوص عليها في التشريع المعمول به. كما أكد المشرع المصري أنه في حال عدم إحترام إجراءات الإصدار، حينها يكون لكل ذي مصلحة أن يطلب من المحكمة المختصة إبطال الإكتتاب، مع إلزام الشركة برد قيمة السندات فوراً، فضلاً عن مسؤوليتها في تعويض الضرر الذي أصاب المُكاتب، وهذا لا يمنع من تطبيق الجزاء الجنائي المُتمثل في الحبس الذي لا يقلّ عن سنتين، بالإضافة إلى الغرامة المُحدّدة في حال ثبت نشر بيانات كاذبة بنشرة الإكتتاب في السندات، أو ذكرت معلومات مخالفة لأحكام قانون الشركات³. وحسنا فعل المشرع المغربي الذي جاء بفصل خاص مُسمى بـ "المُخالفات المُتعلقة بسندات القرض"⁴، ونص بموجبه على عقوبة الغرامة التي تتراوح من 8.000 درهم إلى 40.000 درهم، ضد كل من: أعضاء أجهزة الإدارة أو التدبير أو التسيير داخل شركة المساهمة الذين أصدروا لحسابها قبل أن تمرّ سنتان على وجودها، سندات قرض قابلة للتداول، قبل أن تُعدّ القوائم التركيبية برسم سنتين ماليتين مُتواليتين يوافق عليها المساهمون بشكل صحيح. كما يُعاقب بذات الغرامة، ذات الأشخاص الذين أصدروا لحساب شركة المساهمة سندات قرض قابلة للتداول لا تمنح برسم نفس الإصدار نفس حقوق الدائنية عن نفس القيمة الإسمية، أو سلّموا لحاملي سندات القرض

¹ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 42.

² الفصل 339 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

³ سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 807.

⁴ المادة 412 من قانون شركة المساهمة المغربي وما يليها، مرجع سابق.

القابلة للتحويل إلى أسهم

سندات غير مُبيّن عليها شكل الشركة المُصدرة؛ تسميتها؛ مبلغ رأسمالها؛ عنوان مقرها الإجتماعي؛ تاريخ تأسيسها؛ تاريخ إنتهاء مُدتها؛ الرقم الترتيبي للسند؛ قيمته الإسمية؛ سعر فائدته؛ تاريخ أدائه؛ شروط إرجاع رأس المال؛ مبلغ الإصدار؛ الضمانات الخاصة المُرتبطة بالسندات؛ المبلغ غير المستهلك عند الإقتضاء؛ الأجل الذي يُمكن خلاله مُمارسة حق الإختيار الممنوح لحاملي سندات القرض قصد تحويل سنداتهم إلى أسهم، وكذا قواعد التحويل، أو الذين أصدروا لحساب هذه الشركة سندات قرض قابلة للتداول، تَقَل قيمتها الإسمية عن الحد الأدنى القانوني.

أما المشرع الجزائري، نظم في الباب الثاني المُعنون بـ "الأحكام الجزائية" لاسيما في الفصل الثاني المُسمى بـ "المُخالفات المُتعلقة بتأسيس شركات المساهمة"، ثمانية أقسام دون أن يُخصّص قسم خاص بمخالفات إصدار الأوراق المالية رغم أهمية العملية، وهو ما لا يوجد له مُبرّر، فكان من الأجدر أن يلي القسم الرابع المُسمى بـ "زيادة رأس المال" قسم خاص بالمُخالفات المُتعلقة بالأوراق المالية أو سندات الاستحقاق مثلما جاء به المشرع المغربي، بدل الإكتفاء بالمواد المُتعلقة بزيادة رأس المال¹، التي نصّت في أغلبها على العمليات المُخالفة للأحكام المُتعلقة بالأسهم وهو ما يستوجب تعديله عاجلا، لاسيما أن صياغة المواد الموضوعية المنظمة للإصدار كانت أمرّة، الأمر الذي يقتضي إقترانه بجزء مناسب، وأمام غياب أحكام صريحة، لا بأس أن يُتبع أي إهمال من الشركة المُصدرة لإجراءات الإصدار بجزء بطلان الإصدار ككل لمخالفة نصوص مُلزمة².

المطلب الثاني

الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إن الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم لا ينفذ إلا بتخلي قُدامى المساهمين عنه³؛ لأن لهم أسبقية الدخول إلى الشركة ويُعطيه القانون حق البقاء فيها، خاصة إذا

¹ راجع المواد من 822 إلى 826 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 733 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ « Les actionnaires ont, sur les obligations convertibles, un droit de souscription préférentiel analogue à celui qu'ils ont sur la souscription d'actions nouvelles, dans le cas d'une augmentation de capital. Ce droit peut d'ailleurs être supprimé par la même assemblée générale des actionnaires dans des conditions voisines de celles qui ont été prévues pour l'abandon du droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital (art 186 et 195 loi 1966) ». Gaston Défossé, les obligations convertibles en actions, op.cit., p.17.

كانت تضمن لهم مردود جيد؛ لكن بالمقابل يبقى لهم خيار التنازل عن هذا الحق لفائدة الراغبين في الدخول كمساهمين حقيقيين بعد أن كانوا مُجرّد مساهمين مُحتملين من حملة سندات¹؛ فإذا تنازل المساهمون القدامى عن حق الأفضلية في الإكتتاب²، تكون الشركة أمام ما يسمى باللجوء العلني للإدخار³، وهو ما تناولته مختلف التشريعات المقارنة⁴.

ويرجع تقرير حق أفضلية الإكتتاب⁵ لُقدامى المساهمين، من باب أنهم الأوائل الذين تحملوا نتائج أعمال الشركة في السنوات الأولى لنشأتها التي عادة ما تكون صعبة وذات عائد قليل، فالمنطق يقتضي أنه في حال تحسّنت أحوالها هُم الأولى من الإستفادة بوضعها الجديد⁶، وتُعدّ هذه

¹ _Mansouri Mansour, op.cit., p.207.

² _سوف يتم التوسّع في الحديث عن حق الأولوية في الإكتتاب بشيء من التفصيل ضمن آخر الفصل، كأحد الحقوق التي يحوزها حامل السند بعد تحوّله إلى مساهم في حال فَعَل خيار التحويل.

³ _وقياساً على حالة الإكتتاب في أسهم رأس المال، لها أن تزيد رأسمالها بطريقتان: إما أن تلجأ لفئة مُعيّنة من المكتتبين هُم قدامى المساهمين الذين يملكون حق الأولوية في الإصدارات الجديدة، ويُسمى الإكتتاب في هذه الحالة زيادة رأسمال الشركة دون اللجوء العلني للإدخار أو الإكتتاب المُغلق، أو كطريقة ثانية لها أن تعود لعموم الجمهور في زيادة رأسمالها إذا تنازل قدامى المساهمين عن حق الأولوية الممنوح لهم، وتُسمى هذه العملية اللجوء العلني لزيادة رأس المال أو الإكتتاب المفتوح. أنظر في المعنى نوفل رحمن ملغيط الجبوري-علي عبد الحسين الياسري، الإكتتاب العام برأسمال الشركة المساهمة في ظل قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 المعدل، مجلة المحقق الحلّي للعلوم القانونية والسياسية الصادرة عن جامعة بابل، مج11، ع03، 2019، ص559. متوفر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/article/167592> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/01 على الساعة 11:12.

⁴ _راجع المادة 715 مكرر 117 من القانون التجاري الجزائري، والمادة 128 من قانون الشركات البحريني، والمادة 166 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري، والمادة 341 من مجلة الشركات التونسية، والمادة التاسعة والثلاثون بعد المائة من نظام الشركات السعودي وما يليها، والمادة 160 من قانون الشركات الكويتي، والمادة 317 فقرة 03 من قانون شركة المساهمة المغربي، عكس المشرع الأردني الذي لم يشر إلى ذلك صراحة ضمن المادة 125 المتعلقة بشروط إصدار السندات القابلة للتحويل.

⁵ _« les actionnaires ont proportionnellement, au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions en numéraire, émises pour réaliser une augmentation de capital ; cependant, toute clause contraire est réputée non écrite. Pendant la durée de la souscription, ce droit est négociables lorsque le titre est détaché des actions elles-mêmes négociables; dans le cas contraire, il est cessible dans les memes conditions que l'action elle-meme. Les actionnaires peuvent renoncer à titre individuel à leur droit de préférence ». **Mahfoud lacheb**, op. cit., p.117.

⁶ _سميحة القبلي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص985.

العملية إحدى المنتجات المالية الحالية التي تُضمّنُها الشركات مُصدرة الأوراق المالية قصد إغراء المُدخرين.

وقد عمدت التشريعات المقارنة بما فيها التشريع الجزائري إلى تنظيم عملية الإكتتاب في السندات، مُوصلةً تنظيم سلسلة الإجراءات القانونية التي تحكم هذه الورقة المالية، رغبة في تشجيع الإقبال عليها لاسيما في حال اللجوء للإكتتاب العام كونه أكثر تعقيدا وصعوبة، ففي عودة الشركة إلى البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة لتوظيف سندات لها دليل على أنها لا ترغب في الإكتتاب الخاص؛ إنما تسعى إلى تحقيق توزيع مُوسّع لسندات¹، وأمام أهمية عملية الدعوة العلنية للإدخار وخطورتها، أدى بالبعض إلى القول أنها تتصل بالنظام العام الإقتصادي²، فشركة المساهمة من أكثر الشركات التجارية تكاملا؛ لكنها في المقابل أكثرهم تعقيدا عكس باقي الأشخاص الاعتبارية الأخرى التي يحتضنها القانون الخاص³، مما يستدعي ضرورة الحفاظ على أمن وسلامة المُكاتب في هذه المُواجهة الإقتصادية التي يتنازع فيها طرفان مُتضادان، أضعفها دائن الشركة المُكاتب وسلطاته المحدودة تجاهها، فمن الواجب مُوازنة الكفة خلال هذه المرحلة الحاسمة قبل دخوله في علاقة تعاقدية معها، خاصة أن الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل التي تطرحها شركة المساهمة يُثير العديد من الإشكالات التي تستدعي الوقوف عندها، كبيان مفهومه (الفرع الأول)؛ الإجراءات المُمهّدة له (الفرع الثاني)؛ كيفية توظيف هذه السندات (الفرع الثالث)، بالإضافة إلى رصد خُطواته وشروط صحته (الفرع الرابع)، مُرورا ببيان نتيجته وكيفية إثباته (الفرع الخامس).

الفرع الأول

مفهوم الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تلجأ شركة المساهمة إلى طرح أوراقها المالية على غرار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم قصد الإكتتاب فيها، سواء بمناسبة تأسيسها أو بمناسبة زيادة رأسمالها عند توسيع

¹ نوارة حمليل، مرجع سابق، ص 307.

² فاتح آيت مولود، مرجع سابق، ص 26.

³ Yves Guyon, op.cit., n°276, p.267.

نشاطها، فالإكتتاب بإعتباره إجراء جوهري وأول خطوة في بناء العلاقة التعاقدية بين المقرض (المُكْتَتَب) والمُستقرض (الشركة)، يستدعي ضرورة توضيح مفهومه بالتطرق إلى تعريفاته المختلفة، مُرورا بتحديد طبيعته من منظور تشريعي وفقهي على حد سواء.

أولاً: تعريف الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يرى الأستاذ مصطفى كمال طه أن الإكتتاب هو: "إعلان إرادة الإشتراك في مشروع الشركة، مع التعهد بتقديم حصة في رأس المال"¹، وهو ذات التعريف الذي تبناه عمار عمورة، الذي رأى أنه: "الإعلان الإرادي للشخص للإشتراك في مشروع الشركة بتقديم حصة في رأس المال"²، وهو حسب حسان بن إبراهيم بن محمد السيف: "الإكتتاب اللاحق لتأسيس الشركة، هو الذي يتم في أسهم شركة قائمة لرغبتها في زيادة رأسمالها، بالتالي لا يكون إلا في الشركات المُتمتعة بالشخصية الاعتبارية المُستقلة، ويُكَيّف على أنه عقد بين المُكْتَتِبين والشركة مُمثّلة في شخصيتها الاعتبارية المُستقلة"³.

ما تمت ملاحظته من خلال البحث عن تعريف للإكتتاب، أن أغلب التعريفات ركزت على الإكتتاب في أسهم الشركة المُصدرة، لاسيما خلال مرحلة تأسيسها عن طريق اللجوء العلني للإدخار، غير أن الإكتتاب في الواقع يكون في كل الأوراق المالية الصادرة عنها، والتي تُشكّل سندات الاستحقاق حيّزا مهما منها لاسيما بمناسبة الزيادة في رأسمالها، فهذه المرحلة لا تقل أهمية عن مرحلة إنشاء الشركة، سواء كان الإكتتاب مفتوح أو مُقتصر على قُدامى المساهمين، كما أن أغلب التعريفات إعتبرت المُكْتَتَب شخص طبيعي، في حين أنه قد يكون شخص معنوي كذلك، كما قد يكون أحد المؤسسين أو أجنبي عنهم، فلا حرج في توسيع التعريف بدل تضيقه.

¹ رزيقة تغريبت، مرجع سابق، ص 203.

² عمار عمورة، مرجع سابق، ص 234.

³ حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، أحكام الإكتتاب في الشركات المساهمة، بحث تكميلي مقدم لنيل درجة الماجستير في الفقه المقارن، ط 01، الكتيبات دار ابن الجوزي، السعودية، 2006، ص 39.

بخصوص التعريفات التشريعية، عرّف قانون إعادة تنظيم السوق المالية التونسي¹ الطرح العام على أنه: "يُعدّ عرضاً عمومياً، العرض الصادر عن شخص طبيعي أو معنوي لشراء كتلة من الأوراق المالية المُصدرة من قبل شركات المساهمة العامة أو إستبدالها أو بيعها أو سحبها بشروط إنجاز وشروط سعر تختلف عن شروط السوق". كما عرّفه المشرع المصري² على أنه: "عرض أوراق مالية أو أدوات مالية على أشخاص طبيعيين أو إعتباريين غير مُحددين سلفاً عند إصدار هذه الأوراق أو الأدوات المالية كاملة، أو إذا زاد عدد المُكتتبين عن مائة...". في حين عرّف دليل بورصة الجزائر الدعوة العامة للإدخار A.P.E، أنها: "تقنية لتمويل السوق، تعمل على زيادة رأسمال مُهم للشركة، وهو إجراء تنظيمي يحكمه القانون التجاري وتُشرف عليه لجنة الإشراف والتنظيم على عمليات البورصة C.O.S.O.B، التي تُشكّل هيئة سوق للأوراق المالية وتفرض العديد من الإلتزامات، لاسيما ما يتعلّق بالمعلومات"³.

بالنسبة للتشريع الفرنسي، نظّمه بموجب أحكام القانون المؤرخ في 24 جويلية 1867 المُتعلق بالشركات التجارية، الذي عُدّل سطحياً بموجب القانون المؤرخ في 08 أوت 1935 إلى غاية أن صدر قانون الشركات في 24 جويلية 1966، الذي شكّل إعادة تنظيم جذري للشركات التجارية، وأسس قرينة قانونية قطعية تُلزم الشركة بإتباع إجراء اللجوء العلني للإدخار، لاسيما الشركة

¹ الفصل 05 من قانون ع 117 لسنة 1994، المؤرخ في 14 نوفمبر 1994، يتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، المُنقح بالقانون ع 92 لسنة 1999، المؤرخ في 17 أوت 1999، يتعلّق بأحكام ترمي إلى دفع السوق المالية. متوفر على الرابط:

https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.cmf.tn/sites/default/files/pdfs/reglementation/textes-reference/loi_94117_141194_ar.pdf&ved=2ahUKEwif5vzn-

[cjrAhUMhRoKHb4aAIQOFjACegQIARAB&usg=AOvVaw1OsLeE6wfYF-LwqLc5KMIZ](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.cmf.tn/sites/default/files/pdfs/reglementation/textes-reference/loi_94117_141194_ar.pdf&ved=2ahUKEwif5vzn-) تم الإطلاع بتاريخ: 2020/04/25 على الساعة 02:02. والقانون ع 96 لسنة 2005، المؤرخ في 18 أكتوبر 2005، المتعلق بتدعيم سلامة العلاقات المالية، والقانون ع 64 لسنة 2009، المؤرخ في 12 أوت 2009، المتعلق بإصدار مجلة إساءة الخدمات المالية لغير المقيمين، والقانون ع 47 لسنة 2019، المؤرخ في 29 ماي 2019، يتعلق بتحسين مناخ الإستثمار. متوفر على الرابط: <https://lejuriste.ahlamontada.com/t491-topic> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/30 على الساعة 12:17.

² المادة 10 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

³ _Guide d'introduction en bourse, édition 2015, p.05. Disponible en ligne sur le site: www.sgbv.dz consulté le: 27/02/2021.

المقبولة قيمها للتداول في السوق المنظم أو التي تقوم بالتوظيف الخاص لقيمتها، مُستعينة بمقدمي خدمات الإستثمار أو بإجراء الإشهار أو السعي المصنفي¹. كما تضمنتها أنظمة لجنة البورصة الفرنسية من خلال النظام رقم 04/88، الذي عدّد حالات اللجوء العلني للإدخار والذي أُدرج بعدها في القانون رقم 546/98²؛ لكنه لم يُعرّفه على غرار القانون الصادر في 26 جويلية 2005³، ذات الشأن بالنسبة لقانون التوجيه الأوروبية رقم 71/2003⁴؛ ثم أصبح يُسمى عرض السندات المالية على الجمهور offre au public de titres financiers بصدور الأمر رقم 580/2009⁵، المؤرخ في 22 جانفي 2009، المُتعلّق بعرض السندات المالية على الجمهور، ودائما في إطار القانون رقم 1966 من خلال المادة 72؛ فإن الإكتتاب يكون عام متى توفّرت فيه إحدى الحالات التالية⁶:

- إذا قامت الشركة بطرح الأوراق المالية عن طريق إحدى المؤسسات المالية (بنك أو شركة مالية) أو عن طريق سمسرة البورصة؛
- إذا تم قيد صكوك الشركة بالجدول الرسمي للبورصة؛
- إذا قامت الشركة بوسائل دعائية لطرح الأوراق المالية، أيّا كانت هذه الوسائل⁷.

¹ حمليل نواره، مرجع سابق، ص 306.

² Loi n° 98-546 du 02 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

³ Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie. Qui a modifié article L411-2, du code monétaire et financier par art 25 JORF juillet 2005. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

⁴ La directive européen n° 2003/71/CE du parlement européen et du conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

⁵ Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

⁶ عمر ناطق يحي-أحمد حسن وسمي، الإكتتاب في الأوراق المالية ودور المصارف فيه -دراسة قانونية مقارنة-، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، د ع، د س ن، ص 12. متوفر على الرابط:

<https://www.iasj.net/iasj/download/4ccb9a6a8b85e45a> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 19:19.

⁷ ينتج الطابع العلني للإدخار في التشريع الفرنسي إذا تم نشر القيم المنقولة بحجم يتعدى دائرة محدودة من الأشخاص، باستثناء الحالة التي يتم اللجوء فيها إلى بعض المهنيين أو المؤسسين أو المستثمرين، أو الحالة التي تكون فيها العلاقة بين

أما بالنسبة للمشرع الجزائري، فلم يتعرض لتعريفه مثله مثل معظم التشريعات العربية المقارنة؛ إنما إكتفى بالتصدي لأحكامه بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93، المعدل والمتمم للأمر رقم 59/75 المتضمن القانون التجاري، وذلك من المواد (595 إلى 604) بمناسبة تأسيس شركة المساهمة، ومن المواد (687 إلى 708) بمناسبة زيادة رأسمالها. كما أضاف المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وكذا النظام رقم 02/96 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة، إجراءات أخرى لتتمام الإكتتاب العام.

بالعودة إلى نص المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بموجب المادة 17 من القانون رقم 04/03، يلاحظ أن المشرع قد حدّد الحالات التي تلجأ فيها الشركة للإدخار العلني، التي جاء فيها: "تعد من الشركات التي تلجأ إلى الإدخار العلني، الشركات ذات السندات المقبولة للتداول بداية من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتهما مهما كان نوعها إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء"، أما النص القديم لذات المادة كان كالتالي: "تعد من الشركات التي تلجأ إلى التوفير علنا، الشركات المسجلة سنداتهما في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة بداية من تاريخ هذا التسجيل، أو التي تلجأ لتوظيف سنداتهما مهما يكن نوعها، إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة، وإما إلى أساليب إشهار عادي، وإما إلى السعي المصنفي المباشر..."، فيكون بذلك المشرع الجزائري قد قاسى ذات القرينة القاطعة حول اللجوء العلني للإدخار التي تبناها المشرع الفرنسي¹، وهي ذات القرينة التي تضمنها التشريع المغربي² أيضا، الذي أكد على الأحكام التي تتعلق بدعوة الجمهور إلى الإكتتاب

مصدر القيم والمستثمر سواء علاقة شخصية أو عائلية، وإعتبرها توظيف خاص للقيم المنقولة. وردة سالم، حماية الغير في إطار شركة المساهمة، أطروحة دكتوراه علوم في القانون الخاص، فرع قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، 2015/2015، ص110.

¹ المشرع الفرنسي إشتراط توزيع قيم الشركة على المكتتبين الذين لا يقل عددهم عن 300 شخص، عكس المشرع الجزائري الذي إشتراط توظيف الأصول يتم بحجم يتعدى دائرة 100 شخص، وهو ما أكدته المادة 02 الفقرة الأخيرة من النظام رقم 02/96 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة.

_Yves Guyon, op.cit., n°282, p.275.

² نص المادة 124 التي تُغيّر وتُتمم أحكام المادتين الأولى والثانية من القانون رقم 44.12، المتعلق بدعوة الجمهور إلى الإكتتاب في أسهمها وسنداتها، الصادرة بتنفيذ الظهير الشريف رقم 1.12.55، الصادر في 14 صفر 1434 (28)

القابلة للتحويل إلى أسهم

وبالمعلومات المطلوبة في الأشخاص المعنوية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الإكتتاب في أسهمها وسنداتها. وتتمثل دعوة الجمهور إلى الإكتتاب في الأسهم والسندات في :

أ- إدراج أداة مالية¹؛

ب- إصدار أو تفويت السندات إلى الجمهور، مع اللجوء بصفة مباشرة أو غير مباشرة إلى السعي أو الإشهار بواسطة وسيط مالي، وتطبق هذه الأحكام مهما كانت جنسية أو مقر مصدر أو مُفوت السندات، غير أن الأشخاص المعنوية التي لا يكون مقرها بالمغرب لا يُمكنهم دعوة الجمهور إلى الإكتتاب إلا بعد موافقة مُسبقة من الإدارة، وتُعطى هذه الموافقة شريطة أن تراعي هذه العمليات المصالح الإستراتيجية والإقتصادية والوطنية، وفق المعايير التي تُحددها الإدارة بنص تنظيمي.

ثانيا: طبيعة الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إن الطبيعة القانونية للإكتتاب من المواضيع التي أثارت إختلافا فقها لعدم وضوح موقف التشريع بخصوصها، فقد تعددت التكييفات بشأنها رغم أن هذه العملية من الناحية السياسية خيار

ديسمبر 2012). متوفر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/production/html/Ar/181266.htm> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/01 على الساعة 17:19.

¹ جاء في نص المادة 02 من القانون رقم 44.12، المتعلق بدعوة الجمهور إلى الإكتتاب وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الإكتتاب في أسهمها وسنداتها، المُعدلة بموجب المادة 124 من القانون رقم 19.14، المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الإستثمار المالي، ما يلي: "يراد بالأدوات المالية:

- _ سندات رأس المال المُتمثلة بالأسهم والسندات الأخرى التي تُتيح أو يُمكن أن تُتيح المشاركة بصفة مباشرة أو غير مباشرة في رأسمال أو في حق التصويت، التي تكون قابلة للتحويل بقيدها في حساب أو عن طريق التداول؛
- _ سندات الديون التي تُمثل حقا في دين عام في ممتلكات الشخص المعنوي الذي يصدرها والتي تكون قابلة للتحويل بقيدها في حساب أو عن طريق التداول بإستثناء الأوراق التجارية وأذون الصندوق؛
- _ حصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الخاضعة للتشريع الجاري به العمل؛
- _ حصص وسندات ديون صناديق التوظيف الجماعي للتسديد الخاضعة للقانون رقم 33.06؛
- _ حصص وأسهم هيئات توظيف الأموال بالمجازفة الخاضعة للقانون رقم 41.05؛
- _ الأدوات المالية الأجلة الخاضعة للتشريع الجاري به العمل. وتدخل في حُكم الأدوات المالية المنصوص عليها في هذه المادة، الأدوات المالية الخاضعة للقانون الأجنبي والمُعترف بمُعادلتها من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل".

ديمقراطي مباشر، يُعبّر عن مبدأ الديمقراطية المالية في ممارسة النشاط الإقتصادي البناء، من خلال استثمار الأموال والرقابة عليها.

أ- التكييف القانوني للإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل

إن سكوت التشريعات عن إعطاء تعريف جامع مانع للإكتتاب أو النص صراحة على طبيعته القانونية، أدى إلى ازدواجية الرؤية بشأن وصفه. فهناك من كَيّفه على أساس أنه عمل مدني، وبين من يراه عمل تجاري، ولكل موقف تعليقه.

1- الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تصرف مدني

يستند البعض¹ إلى هذا القول؛ لأن الإكتتاب لا يُضفي الصفة التجارية على حامل السند، وإن كان عمل تجاري لنص عليه المشرع ضمن الأعمال التجارية صراحة، فما من مانع يحول دون ذلك، ونحن بدورنا نميل صوّب هذا الإتجاه؛ لأن نص المادتين 02 و03 من القانون التجاري المتعلقة بالأعمال التجارية بحسب الموضوع والشكل تباغًا خلت من ذكر الإكتتاب؛ وإن كان بعض الفقه الجزائري يرى العكس².

2- الإكتتاب في سندات الإستحقاق القابلة للتحويل تصرف تجاري

يستند البعض الآخر إلى تكييف الإكتتاب على أنه عمل تجاري؛ لأنه مُرتبط بنشاط تجاري وإن كان لا يُكسب المُكتتب وصف التاجر لإنعدام عنصر الإعتياد، ومن ثم من الواجب الأخذ بحكمه، غير أن بعض الفقه الجزائري³ يستند إلى الفقرة السادسة من المادة الثانية من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 401/15⁴، التي جاء فيها: "الإكتتاب المضمون يتمثل في الإكتتاب والشراء مباشرة من عند المُصدر أو من عند المُتنازل للقيم المنقولة المُصدرة"؛ مما يعني حسبهم أن الإكتتاب عمل تجاري بحت.

¹ محمد صالح بك، مرجع سابق، ص376.

² رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص ص 205_206.

³ رزيقة تغريب، مرجع نفسه، ص206.

⁴ القرار المؤرخ في 14 شعبان عام 1436 الموافق 02 يونيو سنة 2015، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 1501، المؤرخ في 15 أبريل سنة 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

3- الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تصرف مُختلط

أقرّ جانب آخر من الفقه¹ الذي يُشكّل الغالبية؛ أن الطبيعة القانونية للإكتتاب ما هي إلا طبيعة مُزدوجة، فهو من جانب المُكتتب عمل مدني ومن جانب الشركة المُصدرة عمل تجاري بالتبعية²، تطبيقاً للقاعدة الفقهية القائلة بأن "الفرع يتبع الأصل"، أي هناك علاقة تبعية من حيث الصفة والحكم بين أصل كمتبوع (الشركة عمل تجاري بالشكل) وفرع كتابع (الإكتتاب في سندات)، فمن الحكمة توحيد النظام القانوني الذي يسري على المسألتين المُختلفتين في طبيعتهما أصلاً؛ ولكنهما مُترابطتان في الوظيفة، تسهيلاً للتعامل في هذه الأموال³.

ب- التكييف الفقهي للإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

لم يتوانى الفقه عن إبداء رأيه بخصوص تكييف عقد الإكتتاب في السندات، وشهدت هذه المسألة إختلاف كبير بينهم.

1- نظرية حامل السند شريك système de l'obligataire associé

أسّس أنصار هذه النظرية⁴ قولهم إستناداً على كون حامل سند الاستحقاق تربطه علاقة تعاقدية مع الشركة المُصدرة شأنه في ذلك شأن المساهم؛ وإن كان هناك إختلاف في خصوصية كل عقد، غير أن الظاهر يُكيّفها على أساس الرابط التعاقدية الذي ربطه بالشركة على وجه الخيار وبارادة كاملة وحرّة، فرغبة الولوج لعالم الإدخار هي التي طغت على ذهنية المُدخر بغض النظر عن كونه شريك في الشركة أو دائن لها، فالمصلحة واحدة هي جَنِي أكبر العوائد من هذه العلاقة؛ وإن كان الشريك بطبيعة الحال يتحصّل على الأرباح التي يتوقّف تحقّقها على نتيجة المضاربات التي تخوضها الشركة. بالتالي، هو أمر يتأرجح بين فشل أو نجاح العمليات التجارية المُبرمة، في

¹ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي (شركات المساهمة)، مرجع سابق، ص404.

² المادة 03 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 01 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة الثالثة من نظام الشركات السعودي، والفصل 07 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

³ علي بن غانم، الوجيز في القانون التجاري وقانون الأعمال، ط02، موفم للنشر، الجزائر، 2005، ص ص 133_134.

⁴ إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص46.

المقابل حامل السند يتحصّل على الفوائد المُتّفق عليها سلفاً، مما يجعله في مأمن نوعاً ما مقارنة بالمساهم.

2- نظرية القرض الإجمالي système de prêt aléatoire

إن تكييف العلاقة بين الشركة مُصدرة سندات القرض القابلة للتحويل إلى أسهم، لا تخرج عن كونها علاقة تعاقدية كما سبق قوله، وأساسها العقد الرابط بين الشركة والمدين، وعند الغوص في طبيعة هذا العقد يتبيّن أنه من نوع خاص يجمع في طياته أحكام مُتباينة¹؛ لأن طبيعته مختلفة، فتسبّقه سلسلة من المُناقشات والمُفاوضات كونه من عقود الإنضمام²، فجزء من طياته معلوم كمحصول الفائدة المَرْجُوة وزمن التحويل وكيفيته. بالمقابل، هناك جزء آخر منه مُبهم أو بالأحرى إجمالي يقبل الترقّب، لاسيما ما يتعلّق بقيمة سداد رأس المال، فهو أمر غير مُؤكد الوقوع كما هو الحال في السحب بالقرعة في الأنظمة التي تأخذ بها.

3- نظرية العمل القانوني الجماعي système de prêt collectif

الإكتتاب حسب أنصار هذه النظرية هو تصرف قانوني جماعي وليس تصرف قانوني مُنفرد؛ لأنه مُؤلّف من حُزمة إرادات صادرة عن عدة مُكتتبين، تتّجه صوب إتيان واحد وهدف مُشترك هو تحقيق أقصى عائد ممكن، بعد إقدامهم على الإسهام في زيادة رأسمال الشركة لما فيه من مصلحة لهم، فينشأ بالضرورة رابط قوي بينهم³.

فالشركة عند إقدامها على طرح قرضها للإكتتاب؛ فإنها تبحث عن مجموعة مُكتتبين يُشكّلون إرادة واحدة تتجلى خلال كل مراحل عقد القرض، وهو ما يؤدي إلى إنصهار إراداتهم المشتركة في

¹ إلباس ناصيف، مرجع سابق، ص46.

² حسين فرياد شكر، الإكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة الخاصة -دراسة تحليلية-، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، مج05، ع18، أوت 2016، ص185. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/909919> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/12 على الساعة 10:48.

³ مكناس عبد الله يحي جمال الدين، ماهية الإكتتاب بأسهم الشركة المساهمة العامة المتعثرة، مجلة الجامعة الأردنية، مج44، 2017، ص299. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/829067> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/27 على الساعة 13:01.

إنشاء كتلة واحدة تعتني بمصالحهم المشتركة في مواجهة الشركة، فوحدة القرض هي التي تجعل من الإكتتاب عمل قانوني جماعي¹.

4- نظرية عقد بيع système de la vente

آخرون إعتبروا أن طرح سندات الدين ما هو إلا بهدف الإكتتاب فيها بمقابل معلوم²، فلا يخرج الإكتتاب عن كونه مجرد بيع لعدد من السندات، فالفائدة المحققة منه هي المقابل في عقد البيع، على أن يُرتب هذا العقد حقوق والتزامات على ذمة البائع (الشركة) والمشتري (حامل السند)، لا يمكن الإخلال بها حتى ينفذ العقد على أكمل وجه.

وأمام جميع هذه الآراء الفقهية التي طُرحت، يتبين أن لكل رأي جانب من الصواب، فمن جهة وإن كان الإكتتاب عقد، فهو ليس عقد بسيط ينشأ بصورة مباشرة؛ بل نظرا لبُعده الإقتصادي وتركيبه المالي تسبقه مراحل وإجراءات مُتعددة ومُتعاقبة على الشركة القيام بها، بالتالي له طابع خاص، أي أنه مُمتد على زمن ومُمتد الآثار؛ ولعل من أهم آثاره الحصول على الفائدة التي تُشكّل إلتزام مُتراخي على الشركة، كما أنه من جانب آخر عقد يحمل في طياته شيء من الإحتمالية؛ فإن كان ينص مثلا على بند مفاده قابلية السندات التحويل، فمن المُمكن للشركة بناء على أسباب مُبررة أن تُلغي هذا البند، بالتالي فعنصر الإحتمالية يفرضه الزمن الذي يحكم هذا النوع من التصرفات. أما من حيث إعتبره عمل جماعي، فحسب ما ظهر فإنه يُعرض جماعيا ويُبرم فرديا ويؤدي جماعيا؛ لأن الشركة تتوجه بإيجاب مُلزم لعامة الجمهور، فهو جماعي؛ غير أن بطاقات الإكتتاب تكون مُنفردة لكل حامل بطاقة لوحده، أما من حيث آثاره أي إلتزامات الشركة التي تُشكّل حقوق للحملة؛ فإنها تُؤدي جماعة وبِقوة القانون، على أن تكون هناك مُعارضة فردية في حال تخلفت الشركة عن وفاء إلتزامها في حق مالك سند أو أكثر³.

¹ _علي نديم الحمصي، مرجع سابق، ص123.

² _إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص46.

³ _كان لا تتطابق قيمة السند المثبتة في بطاقة الإكتتاب مع ما سوف يتوصل به الحامل لاحقا، الأمر الذي يستوجب تعويضه. راجع حكم محكمة النقض في هذا الشأن:

_Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 27 février 2001, 99-18.646 . Disponible en ligne sur le site : <https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000007041389?fonds=JUF&fonds=JURI&isAdvancedResult>

الفرع الثاني

الإجراءات المُمهدة للإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يتطلب إكتتاب المُدخر في سند الاستحقاق القابل للتحويل، مُروره السابق بمراحل وخطوات ذات طابع قانوني ومادي، مُمتدة على فترة من الزمن قصد إخراج هذا التنظيم القانوني إلى حيّز الوجود، وقد تَوَخَّت التشريعات¹ العبث بأموال المُدخرين، وأضفت الجديّة على مختلف المراحل القانونية التي يمرّ بها السند لاسيما خلال مرحلة الإكتتاب فيه، بُغية التوصل إلى تحقيق مصلحتها ومصلحة الغير المُتعاملين معها ومصلحة الإقتصاد القومي ككل.

باعتبار سند الاستحقاق القابل للتحويل نوع من الأوراق المالية التي تُتيح لحاملها خيار مُنفرد مضمونه الوصول إلى رأسمال مؤجل²، ونظرا للدور الذي تلعبه الجهة المُصدرة في خلق الرغبة للمدخر للإقدام على الإكتتاب بأريحية، وبهدف إقناعه بذلك، تلتزم الشركة إعلامه بالعملية المُزمع القيام بها، عن طريق إشهارها وبيان كل المعلومات المُتعلّقة بها حتى يتّخذ قراره على أساس دراسة مُسبقة، ويُمارس حقوقه الناتجة عن الإكتتاب في الورقة المالية بصورة كاملة، ويُضاعف إلتزام الشركة هذا عندما تلجأ إلى إصدار سندات إستحقاق عن طريق الإكتتاب العام³؛ لأن القانون يستلزم صراحة⁴ ضرورة إستباقه بإجراء نشر البيان السابق للإكتتاب¹، بالإضافة إلى الإعلان عن

[=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePaging=DEFAULT](https://www.dfm.ae/ar/regulations/market-rules) consulté le: 11/06/2021.

¹ على سبيل المقارنة دائما مع التشريعات والأنظمة القانونية التي وصلت إلى تطوّر سريع في مجال الإكتتابات، يوجد التشريع الإماراتي، بالخصوص سوق دبي المالي D.F.M الذي أطلق خدمة الإكتتاب الإلكتروني داخل نظام يُسمى IVESTOR Card Subscriptions through DFM IPO Platform بإستعمال بطاقة نكية تسمى "IVESTOR Card" أو "بطاقة الأيفستر"، فيتم الإكتتاب عن طريق الرابط www.dfm.ae أو بتفعيل تطبيقات الخدمات الذكية لسوق دبي المالي مباشرة. لتفاصيل أكثر راجع موقع سوق دبي المالي. متوفر على الرابط: <https://www.dfm.ae/ar/regulations/market-rules> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/07/05 على الساعة 17:39.

² *Marine Michineau*, la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital, *Revue des sociétés*, Dalloz, 2016, p.347.

³ *Philippe Merle-Anne Fauchon*, droit commercial, sociétés commerciales, 22^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2018, n°2016, p.389.

⁴ المادة 715 مكرر 86 من القانون التجاري، مرجع سابق.

هذا الإكتتاب بواسطة وثائق خاصة² تعكس شفافية الشركة المُصدرة³. والمُبتغى من إقرار هذا النوع من النشر، كَوْن الإعلام يكتسي أهمية بالغة على مستوى مُختلف الشركات خاصة شركات المساهمة؛ لأنها تسمح للمساهم الحالي أو المستقبلي على حد سواء من إتخاذ قرارات صائبة في أوقات مناسبة، كما يسمح له بتقدير كفاءة الشركة⁴؛ لأنه ببساطة في حاجة إلى تجميع المعلومات المُتعلّقة بها، فغالبية المُكتتبين يجهلون الكيفيات التي يتم بها الإعلام بسبب تبعثر مصادره المختلفة *dispersion des source d'information*؛ لذا من الضروري جدا تجميعها قصد تيسير الإطلاع عليها؛ فإذا صادف حامل الورقة المالية كتلة من المعلومات المُشوَّشة؛ فإنها لا تُساعده في تقدير المُعطيات؛ بل توقّعه في الغلط وتُخلط تفكيره عِوض أن تُنيره⁵. وعلى إثره، أكدت الدراسات أن القوائم المالية تُعتبر أهم مصدر من مصادر المعلومات لمُتخذي قرارات

¹ من معايير تمييز الطرح العام عن الطرح الخاص، قيام الشركة المُصدرة بتوجيه دعوة الإكتتاب إلى عموم الجمهور وعدم تحديد المستثمرين الذين يحق لهم الإكتتاب بهذه الأسناد. ويختزل مضمون الإعلام بالمحتوى العقدي بإعتباره إلزام سابق على التعاقد، في أن يُقدّم أحد أطراف العقد للطرف الآخر البيانات اللّازمة لإيجاد رضا سليم كامل ومُتّوّر يجعله عالم بكامل تفاصيل العقد، وذلك بسبب ظروف أو إعتبارات مُعيّنة قد تعود لطبيعة العقد أو صفة أحد أطرافه أو طبيعة محله أو بإعتبار آخر يجعل من المستحيل على أحدهما أن يلم بكل البيانات. أحمد خديجي، قواعد الممارسات التجارية في القانون الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم الحقوق، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2016، ص33 وما يليها.

² إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص120.

³ الشفافية هي قيام شركات المساهمة ذات الإكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المُتعلّقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص وعدم حجبها عنهم، فيما عدا تلك التي تكون من شأنها الإضرار بمصلحة الشركة يمكن الإحتفاظ بسرّيتها، وتُعد الشفافية حقا دائما يتمتّع به المساهمون ومن في حُكمهم من مُمولين ودائنين.

⁴ بالإضافة إلى كفاءة المعلومة، يُشترط قابليتها للإستعمال والدقة والكمال، كما يجب أن تكون المعلومة المُقدّمة للمدخر مُنطوية على مجموعة من المُميزات، كالسرعة والصدق بالإضافة إلى الحداثة.

⁵ بليلة ريمة، الإعلام في شركة المساهمة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الحقوق، تخصص قانون جنائي للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2015، ص53.

الإستثمار وقرارات الإقتراض؛ لأن هذه المعلومات هي التي تُبَيِّن المركز المالي للشركة¹، فلا يُمكن تصوّر سوق مال بدون إعلام.

أولاً: نشر إعلان الدعوة العينية للإدخار

يُشترط أن يكون الإكتتاب اللاحق لتأسيس الشركة مُعلناً على وجه الإلزام، وبخلافه لا يمكن أن يُجرى الإكتتاب؛ إذ أن الإعلان يُعدّ الوسيلة القانونية والإعلامية التي يُمكن من خلالها إخبار الجمهور بواقعة زيادة رأسمال الشركة؛ لذلك تطرقت التشريعات المختلفة إلى مضمون الإعلان الذي لا يُعدّ عملية مُنفصلة عن الإكتتاب؛ بل هو عملية مُتصلة به وتُمثّل أولى مراحل² الأمر الذي نلمسه في القانون التجاري الجزائري على غرار القوانين الأخرى³، التي أكدت أن الشركات التي تلجأ علانية للإدخار دون غيرها⁴ وقبل أن تفتتح الإكتتاب، عليها أن تقوم بإجراءات إشهار⁵ مُحدّدة عن طريق التنظيم⁶، قصد توضيح كل المعلومات المُتعلّقة بها؛ لأن المعلومة المُقدّمة من الشركة المُصدرة تُشكّل عنوان الحقيقة عن وضعيتها خصوصاً للمُكاتب الذي يجهلها؛ لذا يجب الإبتعاد عن المعلومات المُعرضة والمشكوك في صحتها، وقصد تفاديها يمكن فرض الرقابة عليها من خلال إلزامية خضوعها للتأشير.

¹ _فتيحة بن عزوز، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2015، ص252.

² _نوفل رحمن ملغيط الجبوري-علي عبد الحسين الياسري، مرجع سابق، ص566.

³ _Art. 213 décret n°67-236 : « les prospectus et circulaires informant le public de l'émission d'obligations reproduisent les énonciations de la notice prévue à l'article 211, indiquent le prix d'émission et contiennent la mention de l'insertion de ladite notice au Bulletin des annonces dans les annonces légales obligatoires avec référence au numéro dans lequel elle a été publiée. Les affiches et les annonces dans les journaux reproduisent les mêmes énonciations ou au moins un extrait de ces énonciations avec référence à la notice et indication du numéro du Bulletin des annonces légales obligatoires dans lequel elle a été publiée ».

⁴ _« Quant aux sociétés émettrices qui ne font pas appel public à l'épargne et dont les titres ne sont donc pas admis aux négociations sur un marché réglementé, les formalités sont plus réduites. Ainsi les SARL doivent simplement mettre à la disposition des souscripteurs une notice relatant les conditions de l'émission et un document d'information selon les modalités fixées par décret en Conseil d'État (C. com., art. L. 223-11, al. 3) ». Daniel OHL, Valeurs mobilière, op. cit., p.108.

⁵ _المادة 715 مكرر 86 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶ _المرسوم التنفيذي رقم 438/95، المؤرخ في أول شعبان عام 1416 الموافق لـ 23 ديسمبر سنة 1995، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات، ج ر ع 80، الصادرة في 02 شعبان 1416.

تأسيسًا على ذلك؛ تُنشر المعلومة المالية عن طريق إشهارها من طرف الجهة المُصدرة؛ حيث تلتزم الشركة بنشر الإعلان في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية *bultin officiel des annonces légales (B.O.A.L)*، قبل الشروع في عملية الإصدار وقبل أي إجراء يتعلق بالإشهار، على أن يتضمّن هذا الإعلان ¹ *un prospectus* بيانات مُتعلّقة بتعريف شامل للشركة المُصدرة، مُؤشر عليها من طرف المؤسسين إما بألقابهم وأسمائهم وجنسياتهم وموطنهم، وإما بإسم الشركة وشكلها ومقرها ومبلغ رأسمالها².

تفعيلًا لهذا القول، جاءت المادة 20 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مُؤكدة أن إجراءات الإشهار تتم كما تنص عليها المادة 715 مكرر 86 من القانون التجاري، أي بواسطة إعلان يُنشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل الشروع في عملية الإكتتاب وقبل أي إجراء يتعلق بالإشهار. ويشمل هذا الإعلان البيانات الآتية:

- 1- تسمية الشركة متبوعة برمزها، إن إقتضى الأمر؛
- 2- شكلها؛
- 3- مبلغ رأسمالها؛
- 4- عنوان مقرها؛
- 5- موضوعها باختصار؛
- 6- رقما تسجيلها في السجل التجاري والمعهد الوطني المُكلّف بالإحصائيات؛
- 7- تاريخ إنتهاء أجلها العادي؛
- 8- مبلغ سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في شكل أسهم تصدرها الشركة، عند الإقتضاء؛
- 9- المبلغ الذي لم يتم إستهلاكه من سندات الاستحقاق الأخرى التي وقع إصدارها مُقدمًا، وكذلك الضمانات التي مُنحت إياها؛
- 10- مبلغ القروض الخاصة بسندات الإستحقاق التي تضمّنها الشركة أثناء عملية إصدار الجزء المضمون من هذه القروض، عند الإقتضاء؛

¹ _البيان الإعلامي يكون مُوجّه إلى الجمهور زيادة إلى الوسيط ومُمثليهم، فيجب أن يكون في وثيقة واضحة وعملية حتى يُساعد المُكاتب على إيجاد الوثائق التي يبحث عنها. ريمة بلبة، مرجع سابق، ص 53.

² _إن هذا الإجراء يتعلّق بشركة المساهمة التي تلجأ علنية للإدخار، هذا ما يفهم من نص المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95 التي جاءت تطبيقًا للمادة 595 فقرة 02 من القانون التجاري. رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 114.

- 11- مبلغ الإصدار؛
- 12- القيمة الإسمية لسندات الاستحقاق التي ينبغي إصدارها؛
- 13- فترة التسديد وشروطه وشروط إعادة شراء سندات الاستحقاق، إن إقتضى الأمر؛
- 14- نسبة حساب الفوائد ونمطه والمنتجات الأخرى وكيفيات الدفع؛
- 15- ضمانات سندات الاستحقاق، عند الإقتضاء؛
- 16- إذا تعلق الأمر بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم؛ فإن الإعلان يتضمّن حينئذ أجل أو آجال الإختيار الذي يُمارسه حاملون لتحويل سنداتهم، كما يتضمّن أسس عملية التحويل، ويحمل هذا الإعلان توقيع الشركة¹.

على أن يُرفق الإعلان بنسخة من الحصيلة الأخيرة التي وافقت عليها الجمعية العامة للمساهمين مُصادق عليها من المُمثل القانوني للشركة، وإذا ضُبِطت هذه الحصيلة في تاريخ يسبق بداية الإصدار لأكثر من عشرة أشهر؛ فإنه يتم إعداد جدول خاص بأصول الشركة وخصومها تحت مسؤولية مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو المسيرين حسب الحالة، كما يتم بيان المعلومات المُتعلّقة بتسيير أعمال الشركة منذ بداية السنة المالية التي وقع فيها الإصدار والسنة التي تسبقها، وإذا كانت الجهة المُصدرة لسندات الاستحقاق مُستفيدة من ضمان الدولة أو الأشخاص المعنويين في القانون العام أو ضمان من الشركات المُستوفية لشروط الإصدار، أو كانت مرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام ولم يتم إعداد أية حصيلة، حينها يُصرّح بذلك في الإعلان².

من الجدير بالملاحظة أن يُطرح سؤال عن مقدار رأس المال الذي تضمّنه البند 03 أعلاه، فهل يعني المبلغ المُدرج في عقد الشركة الأساسي، أو المبلغ المُمثل لقيمة رأس المال الذي تتواجد عليه الشركة بتاريخ البيان؟ ذهب فريق إلى القول بأن المبلغ المذكور في الإعلان هو المبلغ المُتوقّر للشركة خلال تلك الفترة والذي يختلف عن المبلغ الإجمالي الذي تأسّست به³؛ لأن المبلغ الذي تتواجد عليه الشركة بالتزامن مع إعلانها طرح السندات من شأنه أن يُعطي صورة واضحة

¹ ما يلاحظ أن هذا النص يقبل التطبيق على كافة أنواع السندات، مع ضرورة التفرقة بين البيانات التي تخص السندات العادية والأخرى المُتعلقة بالسندات المُركبة.

² المادة 21 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

³ إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص122.

القابلة للتحويل إلى أسهم

عن المركز المالي الذي تتواجد عليه، ولا يُشكّل أي تضليل للغير الراغب في التعاقد معها، مما يعكس نوع من الإعلام الحقيقي الذي هو أحد أهم العوامل المؤثرة في قرارات المكتتب، ولا مانع في نفس الوقت من تضمين نشرة الإعلان مبلغ رأس المال التأسيسي للشركة حتى يتّضح أكثر منحي نشاطها في السوق، ليكون الراغب في الإكتتاب على دراية كاملة بالوضعية المالية لها، بمعنى أن يبيني المدخر قراره على قراءة واضحة منذ البداية.

على سبيل المُقارنة دائماً، أكدت المادة 211 من المرسوم الفرنسي رقم 67/236¹ على ضرورة إشهار الإعلان في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل أي إصدار، على أن يتم بيان ذات المعلومات التي تضمنها المشرع الجزائري، هذا الأخير الذي يبدو أنه نقل النص حرفياً عن المشرع الفرنسي.

بالمثل أيضاً، أكد المشرع المصري على ضرورة تضمين الإعلان مجموعة من البيانات، كتاريخ قرار موافقة الجمعية العامة للشركة على إصدار الورقة المالية والسند القانوني لهذا القرار؛

¹ Art. 211 Décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales modifié par décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006- art 66 JORF 12 décembre 2006, abrogé par décret n° 2007-431 du 25 mars 2007- art 3(v) JORF 27 mars 2007. : « la notice prévue à l'article L. 228-43 du code de commerce est insérée au bulletin des annonces légales obligatoires avant le début des opérations de souscription et préalablement à toute mesure de publicité. Elle contient les indications suivantes :

- 1° la dénomination sociale, suivie, le cas échéant, de son sigle ;
 - 2° la forme de la société ;
 - 3° le montant du capital social ;
 - 4° l'adresse du siège social ;
 - 5° les numéros d'immatriculation de la société au registre du commerce et à l'institut national de la statistique et des études économiques ;
 - 6° l'objet social, indiqué sommairement ;
 - 7° la date d'expiration normale de la société ;
 - 8° le cas échéant, le montant des obligations convertibles en actions et des autres valeurs mobilières donnant accès au capital émises par la société, lorsqu'elles sont composées au moins d'une obligation ;
 - 9° le montant non amorti des autres obligations antérieurement émises ainsi que les garanties qui leur ont été conférées ;
 - 10° le montant, lors de l'émission, des emprunts obligataires garantis par la société et, le cas échéant, la fraction garantie de ces emprunts ;
 - 11° le montant de l'émission ;
 - 12° la valeur nominale des obligations à émettre ;
 - 13° le taux et le mode de calcul des intérêts et autres produits ainsi que les modalités de paiement ;
 - 14° l'époque et les conditions de remboursement ainsi qu'éventuellement les conditions de rachat des obligations ;
 - 15° Les garanties conférées, le cas échéant, aux obligations ;
 - 16° S'il s'agit de valeurs mobilières donnant accès au capital dont le titre primaire est une obligation, le ou les délais d'exercice des droits attachés à ces valeurs mobilières ainsi que les bases d'exercice de ces droits ;
- La notice est revêtue de la signature sociale». Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

القابلة للتحويل إلى أسهم

نوع الورقة المالية والعائد الذي تدّره وأساس حسابه؛ رقم وتاريخ ترخيص الهيئة بطرح الورقة المالية للإكتتاب العام؛ إضافة إلى عرض شروط إصدار الورقة المالية وشروط ومواعيد إستردادها. كما يتم أيضا بيان الضمانات والتأمينات المُقدّمة من الشركة التي تُحدّد بناء على تقرير مراقب الحسابات وفقا لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة، يُضاف لما سبق إقرار من مجلس إدارة الشركة بأن السندات أو صكوك التمويل المُصدرة لا تُجاوز هذه القيمة، ما لم تكن الشركة قد تحصّلت على ترخيص الإصدار حسب قيمة صافي أصولها، كما يُذكر مُلخص لمصادر التدفقات النقدية ونسب السيولة والربحية والهيكل المالي للشركة المُصدرة، إضافة إلى تقرير مراقب الحسابات عن التوقعات المُستقبلية وفقا لمعايير المُراجعة المصرية، يُضاف إليها شهادة من مدير الإصدار بأنه قد حصل على كافة البيانات والمعلومات التي رآها ضرورية وأنه بذل عناية الرجل الحريص للتأكد من كفاية وصحة المعلومات والقوائم المُقدّمة إلى الهيئة، يُرفق ببيان من شركة الإيداع والقيود المركزي بموقف سداد الجهة للإصدارات السابقة في حال وجودها، وأي توكيل أو تفويض صادر من المسؤول التنفيذي مُحدّد به أسماء المُفوضين بتقديم وإستلام المُستندات من وإلى الهيئة، وأية مستندات أخرى تراها الهيئة ضرورية تتفق مع الطبيعة القانونية للمُصدر¹.

بنفس الطريقة، أكد المشرع الأردني في نص المادة 34 من القانون المؤقت رقم 76 لسنة 2002 المتضمّن الأوراق المالية، أنه لا يجوز لأي شخص القيام بعرض عام؛ إلا إذا تقدّم بنشرة إصداره إلى الهيئة، مُرفق بها جميع المعلومات والبيانات التي تُمكن المَكْتَتَب من إتخاذ قراره عن قناعة، ويصدر المجلس تعليمات يُحدّد فيها المعلومات والبيانات الواجب تضمينها في نشرة الإصدار ويُرفقها بها، كما صرّح أنه لا يُعتبر بيع الأوراق المالية بموجب العرض العام مُلزم للمشتري؛ إلا إذا تسلّم نسخة من نشرة الإصدار النافذة، ويتم عرض الأوراق المالية بأي من الوسائل التالية:

1. نشرة الإصدار؛
2. إعلان يتضمّن مُلخص عن نشرة الإصدار، وأي معلومات أو بيانات تتطلّبها الهيئة أو تسمح بها بموجب التعليمات التي يُصدرها المجلس؛
3. مادة مكتوبة مُرفقة مع نشرة الإصدار أو تسبقها، على أن تكون نشرة الإصدار قد أصبحت نافذة.

¹ _سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ص 802_803.

حسنا فعل المشرع الأردني حين أكد على عدم إلزامية العرض العام الصادر عن شركة المساهمة إلا بعد أن يقبض المكتب نسخة من نشرة الإصدار؛ لذا لا يكفي هذا العرض لإعتبره إيجاب ملزم، وهو ما يصب في خانة حماية المكتب بالتأكيد. كما يجب التنويه بموقف المشرع المصري الذي أضاف ذكر البيان المتعلق بنسب السيولة والربحية، يُضاف له تقرير مراقب الحسابات حول التوقعات المستقبلية.

ثانياً: الوثائق الخاصة بإعلان الدعوة العلنية للإدخار

دائماً في إطار وضوح المعلومة المالية والقانونية للشركة المُصدرة، ومنعا للإكتتابات المُتوحشة؛ فإنه من الواجب قانوناً إرفاق نشرة الإعلان التي تدعو علنية للإدخار بكل الوثائق التي تُدعم صحة هذا الإعلان، والتي تُشكّل في مجموعها أنظمة إخبارية تعكس درجة المصادقية والوثوقية وتتسم بالنجاعة، هذه النجاعة أو الفاعلية تقوم في ظل وجود مُقومين أساسيين، هما: وجود تراتيب آمنة وقواعد تضمن شفافية الأسواق المنظمة، ووجود مدخرين ومستثمرين مُحترفين في تلك الأسواق على أعلى درجة من الهيكل والتنظيم، بالكيفية التي تكفل لهم تحليل المعلومات المُتوفرة، في ظل الشفافية المطلوبة¹.

فزيادة على الإعلان، ألزمت المادة 21 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95 السالف الذكر، ضرورة إرفاقه بنسخة من الحصيلة الأخيرة التي تُوافق عليها الجمعية العامة للمساهمين يُصادقها مُمثل الشركة القانوني؛ وإذا ضبطت هذه الحصيلة في تاريخ يسبق تاريخ بداية عملية الإصدار بمدة تتجاوز عشرة (10) أشهر، يتم إعداد جدول خاص بأصول الشركة وخصومها مُدته عشرة (10) أشهر على الأكثر، تحت مسؤولية مجلس الإدارة ومجلس المديرين أو المُسيرين حسب الحالة، كما يُرفق بالمعلومات المُتعلقة بسير أعمال الشركة منذ بداية السنة المالية الجارية والسابقة لها، وعند الإقتضاء إذا لم تتعد الجمعية العامة العادية المدعوة إلى فصل الحسابات.

أ- المذكرة الإعلامية

الجهة الموكلة إليها نشر المعلومة *la diffusion de l'information* في الجزائر هي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والنشر لا يتحقق عن طريق الإكتفاء بإصدار المذكرة

¹ - أحمد الورفي، الوسيط في قانون الشركات التجارية، ط03، مجمع الأطرش للكتاب المختص، تونس، 2015، ص121.

والبيان؛ إنما يجب تعميم نشرة الإعلام la généralisation de la publication de l'information؛ لذا أخذت اللجنة كل شركة أو مؤسسة مُصدرة للقيم المنقولة عن طريق اللجوء العلني للجمهور قصد الإكتتاب فيها، إلى شرط إيداع مشروع المذكرة الإعلامية la notice d'informations¹، بُغية الحصول على التأشيرة². فالقصد من وراء هذه المذكرة الإعلامية هو فرض أقصى حماية للمدخرين من كل التعسفات والتلاعبات الممكنة التي تنتج عن عدم تمرّنه في هذا المجال، وعلاوة على العناصر الإجبارية المنصوص عليها بموجب القانون التجاري الجزائري، فقد إشتربت قوانين البورصة ومختلف أنظمتها ضرورة إشمال المذكرة الإعلامية على مضمون المعلومات المتعلقة بالمصدر، لاسيما:

- **التعريف بمصدر القيم المنقولة وتنظيمه:** ويتمثل هذا في تضمين معلومات تعريفية بالشركة المُصدرة، كتسميتها وعنوانها وشكلها القانوني، بالإضافة إلى مقدار رأسمالها الإجماعي وكيفية توزيعه وموضوع الشركة وغيره.

- **وضعية المصدر المالية:** كُون بيان الوضعية المالية للشركة مُصدرة السندات يُشكّل جوهر المعلومات التي يبحث عنها المُدخر؛ لذا على الشركة نشر الكشوفات المالية الحقيقية³، يُضاف

¹ ألزمت المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96 الجهات المُصدرة بوضع مذكرة إعلامية، وحصرت هذه الجهات في كل من الشركة أو المؤسسة العمومية، ولم تتضمن المادة ذكر الدولة وجماعاتها المحلية في حال إصدارها للسندات، مما يعني عدم خضوعهم لهذا النص. عكس الأمر بالنسبة للبيان الإعلامي؛ حيث تضعه الجماعات المحلية بمقر الجماعة، على أن يودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام.

² تضمنت المادة 03 الفقرة 01 المذكورة أعلاه من النظام رقم 02/96، واجب على كل شركة تلجأ علنية للإدخار يتمثل في إعداد مذكرة إعلامية من شأنها أن تُمكن المستثمر من إتخاذ قراره عن دراية، ويجب أن تتضمن بالإضافة إلى العناصر الإجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري، مجموعة من المعلومات التي تُعد مصدرا للبيانات الرئيسية للمكاتبين، وهو ما أكدته المادة 41 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي بموجبها تم إلزام كل شركة أو مؤسسة عمومية تُصدر قيما منقولة عن طريق التوفير العلني أن تنشر قبل ذلك مذكرة لإعلام الجمهور، تتضمن البيانات الإجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري.

³ المادة 31 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

إليها تقرير تقييمي لأصولها¹، كما يجب أن تتسم هذه المعلومات بالدقة والوضوح، وتتم وفق النظام التجاري والمُحاسبي المعمول به².

- **تطور نشاط المصدر:** قد يمرّ مشوار الشركة بتطور، فتتضح أرقام أعمالها مما يوجب الكشف عليها، أما إذا سبق لها وأن وضعت مذكرة إعلامية خلال فترة قصيرة ولم يطرأ أي عامل جديد يُغيّر بشكل هام من وضعيتها المالية، فعليها في حالة أي إصدار جديد أن تضع مذكرة إعلامية مُبسّطة³، ل يتم فحصها بذات الطريقة المُقرّرة لفحص المذكرة الإعلامية⁴.

- **بيان موضوع العملية المُزمع إنجازها وخصائصها:** وهي من المسائل الجوهرية الضروري بيانها، تفادياً للتمويه أو التغطية على مشاريع غير قانونية قامت بها الشركة أو كانت العملية التي تنوي القيام بها لا تحتاج إلى كل الزيادة المُرتقب القيام بها، بغرض تبديد مالية الشركة والعبث برساميل المُكنتبين⁵. كما أُلزم ذات القانون⁶ الجهة المُصدرة إيداع هذه المذكرة لدى اللجنة قبل بدأ عمليات الإكتتاب داخل أجل شهرين على الأقل قبل التاريخ المُقرّر للإصدار، على أن تتضمن العناصر الإعلامية المُقدّمة للجمهور من حيث الشفافية والدقة، وكذا مُطابقتها للوائح والأنظمة القانونية، لتبقى للجنة سلطة قبولها أو رفضها، كما يُمكن للجنة طلب توضيح بشأن المعلومات المُقدّمة أو طلب تعديلها أو إتمام أي نقص يشوبها أو تحيينها⁷.

يظهر جلياً مما تقدّم، أن أنماط نشر المعلومة تختلف لاسيما إذا كانت الشركة تلجأ إلى الدعوة العلنية للإدخار، ففي هذه الحالة تُنشر المعلومات في المقر الرئيسي للشركة أو بمركز

¹ المادة 32 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² راجع المادة 25 وما يليها من القانون رقم 11/07، المؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق لـ 25 نوفمبر سنة 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي، ج ر ع 74. والمادتين 19 و21 من المرسوم التنفيذي رقم 156/08، المؤرخ في 20 جمادى الأولى عام 1429 الموافق 26 مايو سنة 2008، يتضمن تطبيق أحكام القانون رقم 11/07، المؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق لـ 25 نوفمبر سنة 2007، المتضمن النظام المحاسبي المالي، ج ر ع 27.

³ المادة 14 من النظام رقم 02/96، مرجع سابق.

⁴ المادة 14 فقرة 03 من النظام رقم 02/96، مرجع نفسه.

⁵ المادة 03 من النظام رقم 02/96، مرجع نفسه.

⁶ المادة 04 فقرة 01 من النظام رقم 02/96، مرجع نفسه.

⁷ المادة 05 من النظام رقم 02/96، مرجع نفسه.

القابلة للتحويل إلى أسهم

المديرية أو بالتبليغ¹، أما الشركة المدرجة بالبورصة تقوم بالنشر عن طريق النشرة الرسمية لجدول التسعيرة أو في الجرائد ذات التوزيع الوطني²، على أن توضع المذكرة الإعلامية والبيان الإعلامي تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المُصدرة ولدى الوسطاء الماليين المُكلفين بالتوظيف، ويُسلّم البيان لكل مُكاتب ويُرسَل لكل شخص يُلمس منه الإكتتاب، كما على المُصدر نشر إعلان في جريدة واحدة على الأقل، تُوزَع في كامل التراب الوطني لإعلام الجمهور بالعملية المُزمع إنجازها، مع الإشارة إلى رقم تأشيرة المذكرة الإعلامية³، على أن تقوم لجنة عمليات البورصة بإعلام المُصدر في الوقت المناسب، كما قد تُبدي رأيها من جديد على المذكرة بعد تعديلها من المُصدر على أساس المعلومات الجديدة⁴، وقد تُواجه الشركة التي تَوَدُّ اللجوء العلني للإدخار مشكلة في تكوين القوائم المالية النهائية، مما يؤخرها عن طرح قيمها المنقولة؛ لذا مكنها القانون من إعداد قوائم مالية مؤقتة⁵، فالإعتبار الذي تقوم عليه هو حماية المُدخر الذي لا يقبل أي عذر أو تأخير.

في ذات السياق، نصّ المشرع⁶ على وجوب تأشير اللجنة على المذكرة الإعلامية المودعة من قبل الشركة المُصدرة قبل بداية عملية الإكتتاب، خلال مدة شهرين كأقصى تقدير السابقة لتاريخ الإصدار، على ألا تتضمن تأشيرة اللجنة أي ملاحظات حول العملية المُراد القيام بها؛ بل

¹ - ريمة بلبة، مرجع سابق، ص 54.

² - المادة 04 من القرار المؤرخ في 18 رجب عام 1424 الموافق لـ 15 سبتمبر سنة 2003، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/03، المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس سنة 2003، المُتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المُتداولة أسهمها في البورصة.

³ - المادة 11 و 13 من النظام رقم 02/96 السالف الذكر. كما أن المادة 11 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/2000، المؤرخ في 14 شوال عام 1420 الموافق لـ 20 يناير سنة 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، ج ر ع 50، الصادرة في 16 أوت 2000. أكدت على القيام بنشر الجداول المالية لاسيما الميزانية وجدول حساب النتائج والمذكرات المُلحقة، وكذا الرأي المُعبّر عنه من طرف مندوب أو مندوبي الحسابات في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني، بالإضافة إلى إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

⁴ - المادة 06 فقرة أخيرة من النظام رقم 02/96، مرجع سابق.

⁵ - المادة 16 فقرة أخيرة من النظام رقم 02/96، مرجع نفسه.

⁶ - المادة 04 من النظام رقم 02/96، مرجع نفسه.

على نوعية الإعلام المُقدّم ومدى مُطابقتها للنصوص التشريعية والتنظيمية السارية المفعول، فأي إجراء تتّخذه الشركة ويتمثّل في طرح سنداتّها يجب أن يسبقه إعلام بالنشرات القانونية، وإن كان المُخاطب بالنشرة في الإصدار المُغلق هُم قدامى المساهمين الذين يُوجّه لهم إعلان مُتضمّن البيانات المُحدّدة قانوناً.

كما نصت المادة 09 من النظام رقم 02/96 على مُرفقات إيداع مشروع المذكرة الإعلامية لدى اللجنة، والتي تشمل:

- 1- نسخة من القانون الأساسي أو من النظام الداخلي للمُصدر؛
- 2- مشروع البيان الإعلامي؛
- 3- محضر الهيئة المؤهلة التي قرّرت عملية الإصدار أو رخصت لها؛
- 4- الكشوفات المالية المنصوص عليها في التعليمات من اللجنة، كما يمكن للجنة أن تطلب من المُصدر تقديم كل وثيقة تسمح لها بالتأكد من حقيقة الضمانات المُتعلقة بالأصول المالية المُصدرة.

القانون الأردني¹ بدور، عدّد التقارير المُرفقة التي على كل مُصدر تقديمها إلى الهيئة وفقاً للتعليمات التي يُصدرها المجلس، لاسيّما:

1. تقرير سنوي يتضمّن البيانات المالية المُصدقة من مُدقق حسابات قانوني خلال تسعين يوم من تاريخ إنتهاء السنة المالية؛
2. تقرير نصف سنوي يُقدّم خلال ثلاثين يوم من تاريخ إنتهاء نصف السنة المالية؛
3. تقرير يتعلّق بإنتخاب مجلس الإدارة أو هيئة المُديرين وأي تغيير في تشكيلة أو هوية أعضاء أي منهما؛
4. تقرير عن نتائج أعماله الأولية بعد قيام مُدقق حسابات قانوني بإجراء عملية المُراجعة الأولية لها، وذلك خلال خمسة وأربعين يوم من إنتهاء سنته المالية كحد أعلى.

كما يجوز نشر هذه التقارير في صحيفة يومية محلية، أو بواسطة البريد الخطي أو الإلكتروني لعنوان كل من حملة الأوراق المالية، أو بواسطة أي وسيلة أخرى تعتمدها الهيئة وفق

¹ المادة 43 من قانون الأوراق المالية رقم 22، مرجع سابق.

أحكام التعليمات التي يصدرها المجلس، ويجب على كل مُصدر إصدار بيان علني بخصوص أي معلومة جوهرية فور علمه بها وتزويد الهيئة بها.

كما ألزم المشرع الفرنسي الأشخاص الذين يُريدون الإصدار في إطار الإكتتاب العام أن يضعوا تحت تصرف كل من يرغب في الإكتتاب من الجمهور نشرة تُظهر المعلومات المتعلقة بالشركة، على أن تخضع للتأشير من قبل هيئة الأسواق المالية A.M.F.¹، وهو ذات ما جاء به المشرع المصري أيضاً، مؤكداً أنه لا يجوز طرح الأوراق المالية من قبل الشركة إلا بناء على نشرة إكتتاب مُعتمدة من الهيئة، على أن تُنشر في صحيفتين صباحيتين واسعتي الإنتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية.²

ب- البيان الإعلامي le prospectus

تماشياً مع ما تم ذكره؛ فإن المذكرة الإعلامية تتميز بكونها تفصيلية، وعلاوة على المذكرة الإعلامية يقوم المُصدر بطبع بيان إعلامي يُلخص ما سبق بيانه في المذكرة، على أن يُنشر بعدها ويحمل جُل المعلومات الواردة فيها، لاسيما المعلومات ذات الأهمية القصوى فيما يتعلّق بالشركة المُصدرة وعملية الزيادة المُزمع إنجازها، بالإضافة إلى رقم تأشيرة المذكرة الإعلامية، ليُختتم بتوقيع من المُمثل الشرعي للمُصدر.³

¹ _ Art .L.621-8-1, I, al.1, code monétaire et financier : « Pour délivrer le visa monétaire à l'article L.621-8 , l'autorité des marchés financiers vérifie si le document est complet et compréhensible, et si les information qu'il contient sont cohérentes. L'autorité des marchés financiers indique, le cas échéant, les énonciation à modifier ou les informations complémentaires à insérer ». Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le : 20/04/2021.

² _ المادة 04 من قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية لسنة 1998، مرجع سابق.

³ وهو ما ورد ضمن المادة 07 من النظام رقم 02/96، التي جاء فيها: "علاوة على المذكرة الإعلامية، يقوم المُصدر بطبع بيان إعلامي ونشره، ويُلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية، مُقدماً المعلومات الأكثر أهمية ودلالة فيما يخص المُصدر والعملية المُزمع إنجازها. يجب أن يشير البيان إلى رقم تأشيرة المذكرة الإعلامية. يُؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر". أما المادة 11 من ذات النظام، جاء فيها: "توضع المذكرة الاعلامية والبيان تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المُصدرة ولدى الوسطاء الماليين المكلفين بالتوظيف. يُسلّم البيان لكل مُكاتب ويُرسل إلى كل شخص يُلتزم منه الإكتتاب". وفي ذات الشأن، جاءت المادة 13 بما يلي: "على المُصدر أن يصدر إعلاناً في جريدة واحدة على الأقل تُوزع في كل التراب الوطني لإعلام الجمهور بالعملية المُزمع إنجازها مع الإشارة إلى رقم تأشيرة المذكرة الإعلامية".

القابلة للتحويل إلى أسهم

وتوضع كل من المذكرة الإعلامية والبيان الإعلامي تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المُصدرة، وكذا لدى الوسطاء الماليين المُكلفين بالتوظيف، على أن يُسَلَّم لكل مُكاتب ويُرسَل إلى كل شخص يُلتَمَس منه الإكتتاب¹. وكما هو الحال بالنسبة للمذكرة الإعلامية؛ فإن البيان الإعلامي أيضا يخضع لتأشيرة اللجنة²، مما يمكن معه القول أن البيان الإعلامي يبقى يتَّصف بصفة المشروع مادام أن المذكرة الإعلامية لم يُؤشَر عليها بعد من لجنة البورصة³.

كما قرّر قانون الشركات التجارية البحريني⁴ أن تتم الدعوة للإكتتاب العام في سندات القرض عن طريق بيان مُوافق عليه من الجهة الحكومية المُختصة، ويُنشر في إحدى الجرائد المحلية، على أن يتضمّن البيانات التالية:

- 1- قرار الجمعية العامة بإصدار السندات، وتاريخ مُوافقة الجهة الحكومية المُختصة عليه؛
 - 2- المبلغ الكلي للقرض؛
 - 3- البيانات الجوهرية التي تتضمّن شهادات السندات طبقا لما هو منصوص عليه في القانون؛
 - 4- المُدة التي يجوز خلالها لمالكي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إبداء رغبتهم في التحويل، على ألا تتجاوز هذه المُدة الأجل المُحدّد لإستهلاك السندات؛
 - 5- بيان مدى حق الشركة في إستهلاك السند وشروطه؛
 - 6- بيان مدى حق المساهم في الإكتتاب بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم؛
 - 7- بيان أسماء أعضاء مجلس الإدارة؛
- ويجب أن تذكر هذه البيانات في جميع الإعلانات والنشرات المُتعلقة بالقرض، ويُوقَّع بيان الإكتتاب كل من رئيس مجلس الإدارة ومُدقق الحسابات، ويسألان بالتضامن عن عدم صحة مُحتوياته.

¹ المادة 11 من النظام رقم 02/96، مرجع سابق.

² المادة 12 من النظام رقم 02/96، مرجع نفسه.

³ Instruction C.O.S.O.B n°97-03 du 30 Novembre 1997 portant application du règlement C.O.S.O.B n° 96-02 du 22 Juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne. (ANNEXE III, le prospectus) : « Le prospectus est destiné au grand public. Il doit donc être un document clair et pratique ou les principaux renseignements recherchés par les souscripteurs peuvent être facilement et rapidement trouvés ». Disponible en ligne sur le site : <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/Instruction-COSOB-n97-03.pdf> consulté le : 24/04/2021.

⁴ المادة 143 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

وهو ذات ما ذهب إليه المشرع المصري¹، حينما إشتراط تضمين نشرة الإكتتاب العام ومُرفقاتها التوضيحية النقط التالية:

1- تاريخ قرار الجمعية العامة التي قرّرت إصدار السندات، ومواد القانون النظامي التي أسندت إليها، وسبب إصدارها؛

2- قيمة صافي أصول الشركة، مُحددة بتقرير من مراقب الحسابات وفقا لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة، وإقرار من مجلس إدارة الشركة بأن الأسهم المُصدرة لا تتجاوز هذه القيمة؛ إلا بالنسبة للشركات التي يُرخص لها الوزير المُختص بذلك، ويُذكر قرار الوزير في هذا الشأن الحدود التي يُجيز فيها إصدار السندات؛

3- مقدار رأسمال الشركة وتقرير تسديده بالكامل؛ إلا بالنسبة للشركات العقارية وشركات الإئتمان العقاري والشركات التي يُؤذن لها بذلك بموجب قرار من الوزير المُختص، وكذلك في حالة ما إذا كانت السندات مضمونة بكامل قيمتها برهن له أولوية على ممتلكات الشركة أو مضمونة من الدولة أو مُكنتب فيها بالكامل من البنوك أو الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية؛

4- مقدار القرض وعدد السندات والقيمة الإسمية لكل سند وسعر الفائدة والمزايا الأخرى المُقرّرة لها، والنص على خصم الضريبة النوعية من مقدارها؛

5- بيان مُدة القرض؛

6- بيان ما قد يكون لبعض أنواع الأسهم من حق إمتياز؛

7- بيان ما إذا كان الإصدار بعلاوة أو خصم، ومقدار ذلك؛

8- بيان ما إذا كان سداد قيمة السند على أساس القيمة الإسمية أو بعلاوة أو بخصم؛

9- طريقة سداد القرض، وما إذا كان في نهاية المُدة أو في خلالها أو بإستهلاكه سنويا، وفي هذه الحالة يُفصل الإجراء الذي ستتبعه الشركة في الإستهلاك وشروطه وكيفيته ومُدته؛

10- ضمان القرض وما إذا كان قاصرا على الموجودات الثابتة أو المُتداولة أو هما معا، مع ذكر القيمة الدفترية لهذه الموجودات يوم الإصدار أو حسب آخر ميزانية مُعتمدة إذا ظلّت الموجودات على حالها، وإذا كان لأحد حق إمتياز سابق على هذه الموجودات أو بعضها، فيجب أن يذكر ذلك صراحة مع بيان مقدار الدين المُمتاز؛

11- مُلخص عن المركز المالي للشركة، ومقدار رأس المال العام؛

¹ المادة 170 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 والملحق رقم 02، مرجع سابق.

12- أسباب إصدار القرض، ومدى توقُّع إفادة الشركة من قيمته؛

كما يجب أن تُدِيل النشرة بتقرير يُعدّه ويُوقَّعه مُراقب حسابات الشركة، يتضمّن أنه قد إطلع على نشرة الإكتتاب وراجع ما تضمنته من بيانات رقمية على مُستنداتها ونتيجة مراجعته، على أن يتضمّن تقريره ما يلي:

- تقرير عن السنتين الأخيرتين السابقتين عن زيادة رأس المال؛
 - نتائج كل من السنوات المالية الخمس السابقة من ربح أو خسارة، ونسبة الكوبون إلى رأس المال في كل منها؛
 - مقدار الإحتياطات في كل من السنوات الخمس السابقة؛
 - مُلخص الموجودات مع التفرقة بين الثابتة والمُتداولة والمطبوعات في كل من السنوات الخمس السابقة، ما لم تكن المُدة السابقة أقل من خمس سنوات، حينها يكتفي بتلك المُدة¹.
- كما ينص قانون التجارة اللبناني على وجوب نشر البيان من قبل أعضاء مجلس الإدارة قبل نشر أي إعلان سابق للإصدار في جريدة رسمية وفي صحيفة إقتصادية يومية محلية، يتضمّن توقيعاتهم وعناوينهم وتاريخ إجازة الجمعية العمومية لهذا الإصدار، بالإضافة إلى بيان عدد السندات المُصدرة مع ذكر ضماناتها إن وجدت، وتحديد رأسمال الشركة وقيمة المُقدمات العينية وقيمة الفائدة المُحددة، كما يتم ذكر نتائج الميزانية الأخيرة مُصادق عليها تحت طائلة الغرامة².
- فإذا كان البيان الإعلامي يتّصف بالإيجاز في التشريع الجزائري؛ فإنه أكثر تفصيل في نصوص القانون المصري والبحريني، وما تم ملاحظته فيما يخص المعلومات المنشورة في البيان الإعلامي أنها ذات أهمية كبيرة، كونها مُلمة بجل البيانات المالية كالكشوفات المالية والمعلومات المُتعلّقة بنشاط الشركة وأصولها وخصومها وتقييم العمليات التي باشرتها، بالإضافة إلى البيانات غير المالية المُتعلّقة بالإستراتيجية التي تتبّعها في سبيل تحقيق غرضها والتي تعكس مدى جديتها وتقدّمها في تحقيق أهدافها؛ لذا يجب أن تحتوي على الخصائص النوعية للمعلومة المالية المُفيدة، على ألا تتناقض مع ما ورد في المذكرة الإعلامية، فهناك معلومات إذا حُذفت أو حُرّفت يُمكنها أن تُؤثر على قرار المستثمر الذي قد يعود إلى البيان الإعلامي بدل المذكرة الإعلامية؛ لأنه مُختصر وواضح.

¹ إلياس ناصيف، مرجع سابق، ص ص 131_ 132.

² إلياس ناصيف، مرجع نفسه، ص 120.

ت - النشرات والمناشير

النشرات هي مطبوعات مُصوّرة في أكثر من نسخة، مُوزّعة في الأماكن العمومية وفي البنوك والمؤسسات المالية أيضا للتحفيز على الإكتتاب وشراء السندات¹، موضوعها هو ما نصّت عليه المادة 22 من ذات المرسوم التنفيذي رقم 438/95، على أن تُعيد النشرات والمناشير التي تُطّلع الجمهور على إصدار سندات الإستحقاق ذكر بيانات المادة 15 من ذات المرسوم، المُتعلّقة بشروط مسك سجلات تحويل السندات الإسمية المنصوص عليها بموجب المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري، كتأكيد على المعلومات التي تُنشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية والكيفية التي تُنشر بها، مع ذكر العدد الذي نُشر فيه.

على سبيل المقارنة، يُشاع في الولايات المتحدة الأمريكية إنتشار العديد من المطبوعات لمُستشاري الإستثمار، ومستشاري الإستثمار هم المؤسسات المُتخصصة في المال والأعمال، ومن أشهرها تلك الصادرة عن مؤسسة "ستاندر آند بور standard & poor coporation". وتأكيدا على أهمية توفير المعلومة للمدخر بتكلفة منخفضة، إعتبر المشرع الأمريكي تكلفة إقتناء ما تنشره تلك المؤسسات هو من المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. كما يُشاع كذلك إصدار المجالات المالية المُتخصصة التي تُهم جمهور المكتتبيين مثل مجلة "بارون Barron's National Busness & Financial Weekly or Barron's" الصادرة عن شركة "دوجونز" التي تهتم بشؤون السندات، وتُخصّص لها حيز يسمّى "The Week In Bonds"، بالإضافة إلى مجلة "التجارة والمال commercial & financial Chronicle" ذات المقروئية الواسعة؛ وكذلك مجلة "فورشن Fortune" ومجلة "المُحللين الماليين Financial Analysts Journal"؛ مجلة "التحليل المالي والكمي Quantitative Analysis Journal Of Financial & Journal Of Portfolio Management" وإدارة المحفظة "Journal Of Portfolio Management" وغيرها من المجالات الأخرى².

ث - الإعلانات والبلاغات

للإعلانات والبلاغات ذات الهدف السابق من النشرات والمناشير؛ بحيث تسعى الشركة من خلالهما إلى إعلام الجمهور قصد الإقبال الكثيف على الإكتتاب، بواسطة القيام ببلاغات في الجرائد أو إلصاق الإعلانات على جُدران الأماكن العامة أو في المؤسسات المالية، على أن يتم

¹ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص76.

² منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق المال، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص ص 230_231.

تضمنينها ذات البيانات السابقة دون تناقض¹. ومن أهم مصادر الحصول على المعلومات يوجد الصحف اليومية التي عادة ما تُخصّص حيّز للأخبار التي تهّم المدخرين خصوصا في الدول المُصنّعة، بالإضافة إلى المجلات المالية المُتخصصة ومطبوعات بيوت السمسة. وعلى إختلاف هذه المصادر؛ إلا أنها تُقدّم معلومات خام تحتاج إلى القراءة والتحليل، لاسيما وقد أصبحت الشركات في تلك الدول تستعمل الأنترنت كوسيلة إضافية للنشر كموقع "minitel" أو "France télécom" في فرنسا²، هذا الأخير يحتوي على دليل قابل للتحميل مُوجّه للمكثبين، زيادة على توفير الأرقام الخضراء وتفعيل خدمة البريد الإلكتروني للشركات المُصدرة قصد إستقبال إستفسارات المُدخرين المُستقبليين³.

الفرع الثالث

توظيف الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تسعى الجهات المالكة لرؤوس الأموال سواء كانت أشخاص إعتبارية أو أشخاص طبيعية إلى توظيف مُدخراتها في مشاريع ذات فائدة ومردود عالي، من خلال الإقبال على التعاقد مع شركة المساهمة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم، التي تقوم بعرضها عليهم للإكتتاب فيها أول مرة داخل الفترات التي تُحددها، على أن تختار الشركة الإجراء المُناسب لها⁴،

¹ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص76.

² على سبيل المقارنة، بلغ في المغرب سنة 2011 عدد الشركات مُصدرة الأوراق المالية التي لا تتوفّر على موقع إلكتروني 15 من أصل 99 مصدر؛ 56 % من المُصدرين لهم موقع إلكتروني يشمل ركنا مخصصا للمعلومات المالية يتم تحيينها عند الإقتضاء؛ 20 % من المُصدرين لا يتوفّرون على ركن مخصص للمعلومات المالية؛ 09 % من المُصدرين يتوفّرون على موقع إلكتروني في طور الإنشاء ولا يمكن الولوج إليه. ممارسات التواصل المالي بالنسبة للمصدرين: الوضع القائم المسجل في الفترة الممتدة ما بين 2010-2011، الصادر عن مجلس القيم المنقولة المغربي، نسخة 2012، ص17.

متوفر على الرابط: http://www.ammc.ma/sites/default/files/Pratiques_communication_financi%C3%A8re_%C3%A9metteurs_2012_AR_0.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/22 على الساعة 10:10.

³ ريمة بلبة، مرجع سابق، ص57.

⁴ Philippe Merle-Anne Fauchon, op.cit., n°1567, p.320.

القابلة للتحويل إلى أسهم

سواء الإكتتاب الخاص¹ الموجه لفئة محدّدة من المُدخريين كالذين يملكون حق أفضلية الإكتتاب في الإصدارات الجديدة (المساهمين)، علماً أن الشركة تُفضّل هذا الإجراء إذا كانت لا ترغب في فتح رأسمالها على الجمهور، أو إذا كان رأس المال الإضافي الذي تحتاجه لمشروعها محدود ويُمكن للمساهمين القُدّامى تغطيته. أما في الحالة العكسية؛ فإنها تفتح رأسمالها على عامة الجمهور للإكتتاب العام فيه، مما يقتضي منها توفير أقصى تنظيم ممكن، مُستعينة بجهود وتقنيات جهات خارجية للإشراف على عملية الإكتتاب، في إطار ما يُصطلح عليه بالتوظيف.

أولاً: مفهوم توظيف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يُنْبَعُ عملية إصدار الورقة المالية مهما كانت -والتي تُشكّل سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أحد أنواعها- عملية أخرى تتمثل في توظيفها، فلا أهمية للإصدار إذا لم يُتبع بتسويق ناجح، ويتم التوظيف داخل أسواق مالية مُنظمة، وتُشكّل السوق الأولية سوق جديدة واسعة الانتشار مفتوحة أمام الجمهور المُشارك في الإكتتاب العام للأوراق المالية المعروضة، ويختلف التوظيف باختلاف الأشخاص المكتتبين لِيُشكّل أنواع مُتعدّدة، كما أن الشركة المُصدرة بدورها لا تخرج في توظيف سنداتها عن أحد الأساليب المُقرّرة قانوناً.

أ- تعريف توظيف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

عرّف المشرع الجزائري عملية توظيف القيم المنقولة le placement des valeurs mobilières من خلال نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/15، المُتعلّق بشروط إعتدال الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم²، لاسيما من خلال المادة 02 الفقرة 02، على أنه: "البحث أو العثور على مُكتتبين أو مُشتري السندات، لحساب مُصدر يلجأ علناً إلى

¹ تتاولت المادة 11 من تعليمات الإصدار الأردني موضوع الإكتتاب الخاص؛ حيث بيّنت الفقرة أ منها أن الإكتتاب الخاص بالأوراق المالية التي من بينها أسناد القرض، يتم من خلال بيعها مباشرة للجهات التالية أو لأي منها:

1- مساهمي الشركة؛

2- مستثمرين مُعيّنين بما في ذلك مستثمر إستراتيجي أو مُتعهد تغطية؛

3- مُستثمرين مقابل مُقدمات. العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 71.

² نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/15، المؤرخ في 25 جمادى الثانية عام 1436 الموافق لـ 15 أبريل سنة 2015، والمتعلق بشروط إعتدال الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

الإدخار"، في حين إعتبره المشرع المغربي:¹ "الإجراء الذي يُمكن شخصا طبيعيا أو معنويا يتصرّف لوحده أو باتفاق مع الغير ويُسمى "المُبادر"، من إطلاع الجمهور على أنه يعتزم بيع السندات".

لعل من المفيد التأكيد أن إصدار الأوراق المالية على إختلافها لا يُنتج أثره إذا لم يتم توظيفها وتسويقها داخل السوق المالي لينتهي الأمر بالإكتتاب فيها، فهذا الإجراء يُساعد كثيرا في جلب رؤوس الأموال الضخمة للشركة، كما أن الهدف من التوظيف هو التحضير والإعداد للإكتتاب في السندات المطروحة؛ وإن كان جانب من الباحثين الجزائريين الآخرين لم يحرصوا لعملية التوظيف في الإكتتاب العام، وإعتبروا أنه البحث عن المُكتتبين في الأدوات التي تُصدرها الشركة بغض النظر عما إذا كان الإصدار عام أم خاص، سواء قامت به الشركة بنفسها أو عن طريق وسيط²؛ غير أننا نُدعم الرأي الأول، ونرى أن التوظيف يشمل أكثر عملية تسويق الإصدارات الناشئة عن الدعوة العلنية للإدخار بعد الإستدلال بحُجة نصّية، كَوْن المشرع عرّفه بصريح العبارة من خلال الفقرة الثانية من المادة الثانية المُتضمنة في النظام رقم 01/15 السالف الذكر. أما الدليل العقلي، كَوْن أن الإكتتاب المُغلق تتوجّه فيه الشركة إلى أشخاص مُعيّنين سلفا، لتختصر الطريق وتختزل الإجراءات والمصاريف، وما من داعي للجوئها إلى توظيف السندات بما أن المُخاطبين بالإكتتاب هم أشخاص مُعيّنين من قبل.

ب- أنواع توظيف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تتعدّد أنواع التوظيف بتعدّد الأشخاص الذين تستهدفهم الشركة المُصدرة وتسعى للإكتتاب معهم، على ألا يتعدى ثلاث أشكال كالتالي:

1- التوظيف المضمون placement garanti

¹ المادة 07 من الظهير الشريف رقم 1-04-21، الصادر في فاتح ربيع الأول 1425 (21 أبريل 2004)، يتعلق بتنفيذ القانون رقم 03-26، المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة (متمم ومُغيّر بالقانون رقم 06-46). متوفر على

الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://www.casablanca-bourse.com/Bourseweb/UserFiles/Loi_arabe2603.pdf&ved=2ahUKEwi0rs_M7cjrAhVFSxoKHcaSBIwQFjAAe تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/01 على الساعة 23:07.

² نواة حليل، مرجع سابق، ص318. أيضا فتيحة بن عزوز، مرجع سابق، ص276.

قد تستهدف الشركة مُصدرة السندات مدخرين من نوع خاص، عادة ما يكونوا أشخاص إعتبارية ذات رساميل ضخمة وذات خبرة وكفاءة عالية في التعامل داخل الأسواق المالية بُغية إشراكهم في عملية الإدخار، ويتشكّل هؤلاء الأشخاص الإعتبارية من مؤسسات¹، سواء كانت بنوك أو مؤسسات مالية les investisseurs institutionnels²، بهدف تطوير المُساهمات داخل الشركات، مما يضمن سهولة الدفع نظراً لما تتوفر عليه من سيولة وقُدرة شرائية عالية. من جانب آخر، يُحصّر العرض العمومي للبيع سلفاً داخل جداول البورصة، فهو توظيف جماعي خاص بالبورصة³، يسعى من خلاله المُكفّف بالتوظيف le chef de file بجمع ردود هذه الشركات ونقلها للجهة المُصدرة وفق مُعطيات ومُقترحات الشركات.

2- التوظيف بين الجمهور

عكس التوظيف المضمون؛ فإن التوظيف بين الجمهور يُوجّه إلى الأشخاص الطبيعية التي تملك فائض من الأموال وترغب في إدخارها أو إستثمارها، مما يعكس رؤية حقيقية حول أحوال السوق ومدى رغبة الخواص في الإقبال على السندات قبل بداية العرض العمومي للبيع داخل البورصة⁴، ويبقى للشركة المُصدرة الخيار بين حالات التوظيف التي أتاحتها القانون بعد تأكّدها من مُعطيات السوق قبل الإقبال على إدخال قيمها في البورصة⁵. ويتحقّق التوظيف بين الجمهور بعد

¹ _Gérer Son Patrimoine, guide rédigé par des auteurs spécialisés Ooreka. Disponible en ligne sur le site : <http://gestion-de-patrimoine.ooreka.fr> consulté le: 18/08/2020. « les investisseurs institutionnels peuvent être les banques, les compagnies d'assurances, les fonds de pension, les fonds communs de placement (SICAV), les sociétés d'assurance et les caisses de retraite, sont des organismes collecteurs ».

² _Georges Ripert –René Roblot, op.cit., n° 1422, p.720.

³ _étude disponible en ligne sur le site : <https://epargne.ooreka.fr> consulé le: 19/08/2020. « l'offre publique de vente répond à une logique particulière : réalisée par des actionnaires, par exemple l'Etat lors d'une opération de privatisation, elle consiste à mettre en vente les actions d'une société selon des conditions précises de quantité et de prix.une fois conclue , cette opération est généralement suivie de l'introduction en Bourse des actions concernées par l'OPV (offre publique de vente) ».

⁴ _رزيقة تغريبت، مرجع سابق، ص198.

⁵ _وهو ما أكدته المادتين 47-48 من القانون رقم 03/97 السابق الذكر تباعاً، التي جاء فيهما كالتالي: "يمكن أن تُوزّع بين الجمهور كل السندات المقبولة في جدول الأسعار أو جزء منها يوم تسعرتها الأولى في السوق. يمكن "ش.ا.ب.ق" في مصلحة السوق وبالإنفاق مع المصدر والوسيط في عمليات البورصة المكفّف بالإدخال، أن تقبل بأن يتم توزيع السندات في المرحلة التي تسبق التسعرة الأولى المذكورة أو في المرحلة التي تليها مباشرة". "بشرط أن تعطي "ش.ا.ب.ق" موافقتها،

أن تضع الشركة المذكورة الإعلامية مؤشر عليها من لجنة تنظيم عمليات البورصة التي تتضمن فحوى العملية دون تحديد السعر؛ لأنه سيُحدّد مباشرة بعد التوظيف¹، على أن يقوم بعدها الوسيط² بمنح أوامر الشراء للبورصة بجميع الوسائل³.

ثانياً: أساليب توظيف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل

تتنوّع أساليب توظيف الأوراق المالية التي تطرحها شركة المساهمة بحسب ما تراه مُناسبا لها، مُراعية التقليل من الإجراءات وضمان مستوى عالي من الإككتابات داخل المُهل المُحدّدة، وهذه الأساليب لا تخرج عن ثلاثة أنماط: إما أسلوب التوظيف المباشر أو أسلوب التوظيف غير المباشر، إضافة إلى أسلوب العطاءات.

أ- أسلوب التوظيف المباشر

قد تتعمّد الشركة المُصدرة القيام بتوظيف سنداتنا بنفسها دون الحاجة إلى وساطة جهة أخرى لجمع الإككتابات⁴، وتنتهج الشركة هذا الأسلوب عندما تلجأ إلى الإككتاب المُغلق؛ حيث يتكفل مؤسسوها بجمع الإككتابات وتسليم المُكتتبين شهادات القرض التي تُمثّل مقدار الدين مباشرة أو يقوم المؤسسون بتعيين أشخاص آخرين ليقوموا بذلك، على أن تودع مبالغ الإككتاب في حساب الشركة لدى الهيئات المالية المُرخّص لها بقبضها، وقد حظرت بعض التشريعات هذا الأسلوب في توظيف أوراقها المالية كالتشريع العراقي الذي يرفض العرض المباشر لأسهم الشركة على

يمكن القيام بتوزيع السندات بين الجمهور أثناء المرحلة التي تسبق تسعرتها الأولى في السوق في إطار توظيف مضمون أو توظيف بين الجمهور، ينجز من قبل مؤسسة أو أكثر مؤهلة للقيام به".

¹ - رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 199.

² - الوسيط حسب نص المادة 02 من النظام رقم 01/15 السالف الذكر هو: "كل وسيط مُعتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص". وهو حسب المادة 02 من تعليمات تداول الأوراق المالية لبورصة عمان لسنة 2018: "الشخص الإعتباري المُرخّص من قبل الهيئة لممارسة أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه". أما الوسيط المُعتمد هو: "الشخص الطبيعي المُرخّص من قبل الهيئة لممارسة أعمال الوساطة المالية". متوفر على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-tdawl->

³ - المادة 21 من النظام رقم 01/15، مرجع سابق.

⁴ - Georges Ripert - René Roblot, op.cit., n° 1422, p.720.

الجمهور¹، وكان التشريع التونسي قد أشار إلى ضرورة تسديد الرقاع كاملة داخل الآجال المُحدّدة، دون بيان الجهة التي تتلقى الإككتابات.

ب- أسلوب التوظيف غير المباشر

على خلاف أسلوب التوظيف المباشر، قد لا تعتمد الشركة على ذاتها لتسويق أدواتها المالية؛ بل تلجأ إلى أسلوب آخر وهو الإستعانة بخبرات جهات أجنبية عنها كالبنوك والهيئات المُختصة على غرار مدير الإككتاب مثلما يُسمى في التشريع السعودي، الذي يضطلع القيام بهذه المهمة، على أن تتعهّد هذه الجهات بإيجاد مُكثتين لها؛ حيث يتم الإككتاب مباشرة بملء نماذج خاصة وعلى الجهة التي يتم الإككتاب لديها إرفاق نشرة الإصدار مع نموذج إككتاب، ويتعيّن عليها أيضا التحقّق من صحة عملية الإككتاب، لاسيما من حيث توفّر كافة الشروط والإجراءات المُحدّدة سلفا في النشرة، كالتحقّق من أن طلب الإككتاب قد تم بناء على النموذج المُعد لذلك، وأن الطلب قد إشتمل كافة البيانات المطلوبة بشكل واضح ودقيق داخل المُدة الزمنية المُحدّدة ... الخ².

ويُشاع إستعمال هذا الأسلوب في التشريعات المقارنة؛ فقد نصّ المشرع الجزائري³ على إيداع الأموال الناتجة عن الإككتابات النقدية لدى موثق أو لدى مؤسسة مالية مؤهلة قانونا، وجاء هذا الحكم في خضم الحديث عن التأسيس باللجوء العلني وليس بمُناسبة تنظيم زيادة رأس المال، فلا مانع من سد الفراغ وتطبيق ذات الحكم، على أن يتم إيداع الأموال الناتجة عن الإككتاب في السندات من قبل الأشخاص الذين تسلّموا نقدا لحساب الشركة خلال ثمانية أيام تبدأ من تاريخ تسلّم الأموال؛ إلا إذا تسلمتها بنوك أو مؤسسة مالية أخرى مؤهلة قانونا⁴. المشرع المصري⁵ أجاز بدوره إصدار سندات إسمية قابلة للتداول، وإذا طُرح جانب منها للإككتاب العام، يجب أن يتم بعد مُوافقة الهيئة العامة للرقابة المالية عن طريق أحد البنوك المُرخّص لها بقرار من الوزير المُختص بتلقي الإككتابات أو الشركات التي تنشأ لهذا الغرض أو التي يُرخّص لها بالتعامل في الأوراق المالية.

¹ رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 200.

² العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 69.

³ المادة 598 من القانون التجاري، مرجع سابق.

⁴ المادة 05 فقرة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

⁵ المادة 49 من القانون رقم 159 لسنة 1981، يقابلها المادة 37 بشأن توظيف الأسهم.

أما قانون الشركات الأردني¹ أكد على دفع قيمة سندات القرض لدى مُتعهد التغطية، مما يعني أنه تبنى الأسلوب غير المباشر. بدوره، قانون الشركات البحريني² أكد على تغطية سندات الدين بإحدى الطريقتين؛ إما أن تُطرح على الإكتتاب العام ويُتبع في ذات الشأن ما هو مُقرّر للإكتتاب في الأسهم بما لا يتعارض مع طبيعتها، وإما أن تُباع السندات عن طريق البنوك وشركات المال والإستثمار ومُتعهد الإكتتاب؛ ولعل من أهم المهام التي يقوم بها مدير الإكتتاب أو الجهة التي تقوم بالتغطية هي تقديم المشورة لجهة الإصدار بشأن حجم الإصدار ومدى مناسبة توقيته؛ إدارة الإكتتاب وما يترتب على ذلك من إتمام الإجراءات الإدارية والقانونية؛ تسويق السندات للجمهور عبر ما يُتاح من وسائل تسويقية وغيرها³. وينقسم أسلوب التوظيف في هذه الحالة كالتالي:

1- تعهد بسيط

في التعهد البسيط، عادة ما تكون الهيئة المُكلّفة بالتوظيف هي البنوك التي تُمارس الوساطة في التسويق دون أن تتحمّل أي مخاطر ناتجة عن هذه العملية، على إعتبار أن تسويق كمية السندات المُصدرة يتم بإسم الشركة التي أصدرتها ولحسابها، بالثمن الذي تريده، داخل المدة الزمنية التي تُحددها الشركة، مقابل أجر معلوم⁴؛ فإذا إنتهت المُدة المُحدّدة للإكتتاب، على الهيئة المُكلّفة بالتوظيف إعادتها إلى الشركة التي تتحمّل أي خسارة ممكنة⁵.

2- تعهد مغلق

تتعهد الهيئة المُكلّفة بالتوظيف في التعهد المُغلق بتسويق كل الكمية التي أصدرتها الشركة، وهو ما يسمى بضمان تسويق الإصدار داخل المُدة التي حدّدها الأخيرة، ولها في سبيل ذلك طريقتين: إما أن تقوم بشراء هذه الإصدارات وتدفع ثمنها مباشرة للشركة المُصدرة على أن تُعيد بيعها لاحقاً، أو أن تتعهد بتسويق كل الكمية المُحدّدة داخل الآجال المُبيّنة في العقد دون الحاجة

¹ المادة 120 من قانون الشركات الأردني، يقابلها المادة 101 بالنسبة لتغطية الأسهم.

² المادة 142 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

³ حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، مرجع سابق، ص 65.

⁴ رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 201.

⁵ نوار حليل، مرجع سابق، ص 319.

لشرائها من الشركة¹. وفي كلتا الحالتين، قد تتعرض الهيئة المُكفّفة بالتوظيف لمخاطر كبيرة تتمثل في عدم إمكانية تسويق كل الإصدارات خلال المُدة المُحدّدة سواء إشترتها من الشركة أو لا، كأن تتحمّل خسارة الإصدارات التي لم تُسوّق، فلتلتزم بدفع ثمنها للشركة².

3- أسلوب العطاءات

لقد سبق الإشارة إلى أن إصدار سندات الاستحقاق لا يقتصر على شركة المساهمة فحسب؛ بل يمكن أيضا إصدارها من الدولة والهيئات المحلية؛ فإذا كانت هذه الجهات تسلك طريق اللجوء العنفي للإدخار، حينها يمكنها القيام بدعوة الجمهور الراغب في الإكتتاب لتقديم عطاءهم وفق الشروط التي تُحدّدها³، وعادة ما تتبّع الدولة هذا الأسلوب عندما تستهدف مشروع خوصصة مؤسسة عمومية عن طريق البورصة؛ إذ تقوم بتوظيف مُسبق للقيم المنقولة المرغوب التنازل عنها قبل الحصة الأولى للعرض العمومي للبيع⁴.

الفرع الرابع

مُشمّلات عقد الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

وشروط صحته

لا يخلو عقد الإكتتاب أو شهادة الإكتتاب المُسلّمة إلى صاحب السند من ذكر مجموعة من البيانات التي لا تخرج في عمومها عما سبق بيانه بمناسبة الإصدار، شرط أن يكون هناك تماثل في المعلومات المذكورة فيها؛ لأن عقد الإكتتاب يُمثّل علاقة الحامل بالشركة ويُحدّد مركزه إتجاهها بدقة، فنقوم الشركة بتسليمه إلى مُكنتبّيها بمناسبة الفراغ من عملية الإكتتاب كخطوة أخيرة للدخول في علاقة تعاقدية معها؛ لذا لا يقلّ أهمية عن باقي العمليات الأخرى، مما يقتضي إحاطته بسياج من الشروط لتمام صحته.

¹ نواره حمليل، مرجع سابق، ص 319.

² رزيقة تغريب، مرجع سابق، ص 202.

³ رزيقة تغريب، مرجع نفسه، ص 202.

⁴ نواره حمليل، مرجع سابق، ص 320.

أولاً: مُشمّلات عقد الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

عدّد المشرع الجزائري¹ البيانات التي يتضمّنّها عقد الإكتتاب المُسلم للمُكتتبين، ليحتوي ما

يلي:

- 1- تسمية الشركة التي تُؤسس، متبوعة برمزها إن إقتضى الأمر؛
 - 2- شكل الشركة المُصدرة؛
 - 3- عنوان مقرها؛
 - 4- مبلغ رأسمالها؛
 - 5- تاريخ تسجيلها في السجل التجاري وأرقامه؛
 - 6- تاريخ إنتهاء أجلها العادي؛
 - 7- مبلغ الإصدار؛
 - 8- مبلغ القروض الخاصة بسندات الاستحقاق التي تضمّنها الشركة أثناء عملية الإصدار؛
 - 9- القيمة الإسمية والرقم الترتيبي للسند، مع مراعاة النصوص التنظيمية لذلك؛
 - 10- مُعدل فترة دفع الفائدة والأصل والمنتجات الأخرى؛
 - 11- فترة التسديد وشروطه، وشروط إعادة شراء السند؛
 - 12- ضمانات سندات الإستحقاق عند الإقتضاء؛
 - 13- المبلغ غير المستهلك من سندات الإستحقاق التي وقع إصدارها مُقدماً خلال عملية الإصدار؛
 - 14- إذا تعلّق الأمر بسندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى سهم، تُذكر كيفيات عملية التحويل.
- في حين أن التشريع الأردني² أشار إلى البيانات الواجب توفرّها في سند القرض بدل عقد الإكتتاب الذي خلا من تنظيمه، ليكون على النحو التالي:

أ- على وجه السند:

1. إسم الشركة المُقترضة وشعارها إن وجد وعنوانها ومُدتها ورقم تسجيلها وتاريخه؛

¹ المادة 23 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

² المادة 121 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

2. إسم مالك سند القرض إن كان السند إسمياً؛
3. رقم السند ونوعه وقيمتة الإسمية ومُدته وسعر الفائدة.
- ب- على ظهر السند:
 - 1- مجموع قيم أسناد القرض المُصدرة؛
 - 2- الضمانات الخاصة للدين الذي يُمثله السند إن وجدت؛
 - 3- مواعيد وشروط إطفاء الأسناد ومواعيد إستحقاق الفائدة؛
 - 4- أي شروط وأحكام أخرى ترى الشركة المُقترضة إضافتها إلى السند، شريطة أن تتوافق هذه الإضافات مع شروط الإصدار.

سار المشرع المصري¹ على ذات النحو السابق، وجاء بذات البيانات المُتضمنة في شهادة السندات لتكون كما يلي:

- 1- إسم الشركة مُصدرة السندات ونوعها (مساهمة - توصية بالأسهم)؛
- 2- قيمة رأسمال الشركة المُصدر والمُرخص به؛
- 3- رقم القيد في السجل التجاري وتاريخه ومكانه؛
- 4- عنوان مركزها الرئيسي؛
- 5- تاريخ إنتهاء أجلها بحسب نظامها؛
- 6- القيمة الإسمية للسند ورقمه المُسلسل؛
- 7- إسم مالك السند؛
- 8- مواعيد وشروط إستهلاك السندات المُصدرة؛
- 9- سعر الفائدة والمواعيد المُحددة لأدائها؛
- 10- مواعيد وشروط إستهلاك السندات؛
- 11- الضمانات الخاصة بالدين الذي يُمثّل السند في حالة وجودها؛
- 12- المبالغ التي لم يتم إستهلاكها من إصدارات الأسهم السابقة على الإصدار الحالي؛
- 13- إذا كانت السندات قابلة للتحويل إلى أسهم، تُذكر المواعيد المُقرّرة لإستعمال صاحب السند حقه في التحويل، والأسس التي يتم التحويل بناء عليها.

¹ المادة 160 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

كما نصّ المشرع التونسي¹ على البيانات الواردة في الشهادات المُسلّمة للمُكتتبين في الرقاع، والتي لا تخرج عن بيان الآتي:

- إسم الشركة المصدرة وشكلها؛
- مقرها الإجتماعي؛
- مبلغ رأسمالها؛
- تاريخ إنقضائها؛
- مبلغ الإصدار؛
- القيمة الإسمية للرقعة؛
- شروط التأجير وآجال الدفع؛
- آجال تسديد الرقاع وشروط إعادة شراء هذه الرقاع من قبل الشركة المُصدرة؛
- عند الإقتضاء، الضمانات المُرتبطة بالرقاع وأجل أو آجال ممارسة الخيار الممنوح لحملتها في تحويلها إلى أسهم وأسس هذا التحويل.

تقديرا للبيانات المُدرجة أعلاه، نُثمن موقف المشرع الجزائري الذي أدرج عقد الإكتتاب ضمن النصوص القانونية بالكثير من التفصيل، وعند المقارنة بين البيانات المدرجة في السند المُسلم للمكتتبين الذي جاء به كل من المشرع الأردني؛ المصري والتونسي تباعا، نلاحظ توسّع المشرع الأردني في بيانها، وقد تطابقت تقريبا مع البيانات التي أدرجها المشرع الجزائري في عقد الإكتتاب، في حين ركّز المشرع التونسي على البيانات المتعلقة بالشركة المُصدرة وأهمل البيانات الأخرى المتعلقة بالحامل.

ثانيا: شروط صحة الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

حتى يكون الإكتتاب صحيحا مُنتجا لآثاره، يجب أن يستوفي مجموعة من الشروط الشكلية، فزيادة على شرط طرح الأوراق المالية من قبل المصارف سواء كانت بنوك مُرخص لها بذلك أو

¹ الفصل الثاني من الأمر ع 3018 لسنة 2005، المؤرخ في 21 نوفمبر 2005، يتعلق بتطبيق أحكام الفصل 329 من مجلة الشركات التجارية. متوفر على الرابط: <http://www.legislation.tn/detailtexte/D%C3%A9cret-num-2005-3018-> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/01/03 على الساعة 17:14.

شركات تنشأ خصيصاً لتلقي الأموال في التشريعات التي إشتطت ذلك صراحة عندما تلجأ للإكتتاب العام، إضافة إلى إخطار هيئة سوق المال خلال مدة مُعيّنة حتى يتبين قبولها الصريح أو إعتراضها¹؛ فإنها تستوجب جملة من الشروط الموضوعية الأخرى؛ وإن كانت النصوص القانونية نصّت على أغلبها بمُناسبة حديثها عن الإكتتاب بالأسهم؛ إلا أن هذه الأحكام ما من مانع يحول دون تطبيقها على الإكتتاب في السندات كذلك، وهي كالتالي:

أ- شرط الإكتتاب الكامل

فحوى هذا الشرط أن يُغطي الإكتتاب جميع الأوراق المُمثّلة لزيادة رأسمال شركة المساهمة المُصدرة، كما يشترط أن يكون الإكتتاب مُنجزاً غير مُعلق على شرط وجدياً. بالتالي، يحظر الإكتتاب الصوري أو الإكتتاب بأسماء وهمية أو تغيير الحقيقة في الإكتتاب بأي طريقة من الطرق، كما يُشترط فيه مطابقة الوضع الظاهر المُصرّح به في نظام الشركة وفي إعلان الإكتتاب، خاصة أن نجاح مشروع الشركة يتوقّف على مدى توقّر المال الكافي لنهوضها وإستمرارها، مع الأخذ بعين الإعتبار أن هناك فرق بين الإكتتاب الكامل في السندات والوفاء الكامل لها؛ حيث أن الإكتتاب فيها هو مُجرّد إعلان عن رغبة الإدخار في الشركة، أما الوفاء بقيمتها ما هو إلا تنفيذ لهذا الإلتزام².

ب- شرط الإكتتاب الناجز غير المُعلق على شرط

بمعنى أنه لا يجوز الرجوع في الإكتتاب ولا يجوز تعليقه على شرط *ferme et irrévocable*، ويُعتبر أي شرط يضعه المُكتتب كأن لم يكن، كإشتراطه الإكتتاب في عدد كبير من الأوراق شريطة تُولي منصب مدير الشركة أو عضو في مجلس إدارتها، أو بشرط تأسيس نقابة

¹_المشرع المصري إشتط على كل شركة ترغب في إصدار الأوراق المالية إخطار هيئة سوق المال بذلك خلال ثلاث أسابيع، وإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاث أسابيع من إخطارها، كان للشركة السير في إجراءات الإصدار. المادة 02 من قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية لسنة 1998، مرجع سابق.

²_إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، ج07، (تأسيس الشركة المغفلة)، ط02، توزيع منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008، ص248.

يوكل إليها إعادة بيع الأسهم والسندات، أو بشرط حسم الديون الناتجة عن البضائع التي إشتراها المُكْتَتب من الشركة، أو بشرط أن تشتري منه الشركة بعض البضائع أو الأشغال، أو حتى بشرط تحويل السندات إلى الأسهم، أو إشتراط إقتران الإكتتاب بأجل مُحدّد أو غير مُحدّد. وقياسا على الشرط، يُعتبر الأجل باطلا والإكتتاب صحيحا بإتفاق كل من الفقه¹ والتشريع² على ذلك، بإعتباره نتيجة منطقية وحتمية للقاعدة التي تستوجب أن يكون الإكتتاب كاملا.

ت- شرط الإكتتاب الجديّ

بمعنى ألا يكون الإكتتاب سوريا أو على سبيل المُجاملة يترتب عنه عدم وفاء المُكْتَتب لإلتزاماته، ويُعد إثبات جديّة الإكتتاب من المسائل الموضوعية التي تعود فيها السلطة التقديرية لقاضي الموضوع بإستعمال كل الطرق³، وذهب القضاء الفرنسي إلى وصف الإكتتاب بالصوري إذا تم نسبه إلى مُكْتَتب خيالي *souscripteur imaginaire* غير موجود أو موجود فعلا ظهر بصورة خاطئة للغير بأنه مُكْتَتب في أسهم أو سندات الشركة⁴، كإستعماله إسم مُستعار مثلا *prête-nom*، ومتى ثبتت صفة الصورية على الإكتتاب، زال وصف الدائن عن المُكْتَتب وسقطت حقوقه تجاه الشركة⁵.

ث- شرط دفع قيمة محددة عند الإكتتاب

يُعد هذا الشرط كضمان لجديّة الإكتتاب، وقد صرّحت التشريعات بذلك بخصوص الإكتتاب في الأسهم⁶ دون السندات؛ لكن هذا لا يحول دون تطبيق ذات المبدأ عليها، كما جعلت القيم الواجب دفعها عند الإكتتاب بمثابة حد أدنى مُتعلّق بالنظام العام لا يجوز للمُكْتَتبين تجاوزها ولا يجوز لنظام الشركة مُخالفتها؛ لكن هذا لا يمنع الشركة من إدراج شرط مُلزم في الإعلان السابق

¹ _نوفل رحمن ملغيظ الجبوري-علي عبد الحسين ياسري، مرجع سابق، ص566.

² _المادة 09 فقرة 02 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

³ _سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص635.

⁴ _إلياس ناصيف، تأسيس الشركة المغفلة، مرجع سابق، ص264.

⁵ _أنظر في المعنى إلیاس ناصيف، مرجع نفسه، ص268.

⁶ _راجع المادتين 17 و21 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 95 من قانون الشركات الأردني، والمادة الرابعة بعد الخمسين من نظام الشركات السعودي، والمادة 596 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

للإكتتاب أو في وثيقة الإكتتاب نفسها¹، مفاده دفع المكتتبين نسبة أكبر عند الإكتتاب كالنصف مثلا. كما يكون الإكتتاب صحيحا ولو أوفيت قيمته بمال الغير، سواء تم الدفع بواسطة المكتتب نفسه أو من مقرض آخر لحسابه²، في حين لم تُشر القوانين إلى الإكتتاب في السندات، مما يعني ترك مُتسع من الحرية للشركة في تحديد كيفية وكمية السندات المكتتب فيها كَوْن الشركة أدرى بإحتياجاتها³، وعلى الأرجح لها أن تشترط تمام الوفاء بكامل قيمة السند عند الإكتتاب بإعتبارها في حاجة ماسّة إلى مبلغ القرض، ما لم يتم النص على خلافه⁴.

الفرع الخامس

نتيجة الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وإثباته

بعد الإنتهاء من الإكتتاب على النحو المُبين أعلاه؛ فإنه يكون قد إستوفى الشروط التي تطلّبها القانون، حينها ينتج أثره بالنسبة لطرفيه من المكتتبين والشركة على حد سواء، على أن يُراعى بعدها النصاب القانوني الذي إشتراطته الشركة لبلوغ نسبة الإكتتابات الحد المقبول؛ لذا لا يخرج الأمر عن ثلاث إحتتمالات: إما تمام الإكتتاب بجميع السندات المطروحة، أو أن يقلّ أو يزيد الإكتتاب عن الحد المطلوب، وفي الحالة العكسية التي لا تُحترم فيها شروط الإكتتاب نكون أمام حُكم مُغاير.

أولا: نتيجة الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بمجرد غلق باب الإكتتاب؛ فإن نتيجته لا تخرج عن أحد الإحتتمالين: إما نجاح الإكتتاب أو فشله، وتتقرّر هاته النتيجة في ظل إحترام ما سنّته القوانين والتشريعات من شروط وإلتزامات من عدمه.

أ - نتيجة الإكتتاب في ظل إحترام الشروط القانونية

1 - الإكتتاب بجميع السندات المُصدرة

¹ إلباس ناصيف، تأسيس الشركة المغفلة، مرجع سابق، ص286.

² إلباس ناصيف، مرجع نفسه، ص266.

³ _ Arnaud Lecourt, op.cit., n°216.

⁴ _ نوال فنينج، مزايا القرض السندي وحقوق حاملي سندات الاستحقاق، مرجع سابق، ص10.

يُعتبر الإكتتاب ناجحاً حين يُغطي جميع السندات المطروحة داخل المُدة المُحدّدة سواء كان هذا الطرح عام أو خاص، بغض النظر عن طريقة تسويقها سواء تم بيعها أصولاً في البورصة أو لجهة مُعيّنة أو أكثر ولا يثور في هذا الفرض أي مشكل، ويقع الإكتتاب صحيحاً متى روعي فيه أحكام القانون، فلا يشترط القانون البحريني¹ بلوغ سوى 50 % من الإكتتابات على أقل تقدير حتى يكون الإكتتاب صحيحاً، وإذا سارت الأمور على خلاف ذلك يبقى للشركة الخيار بين العدول عن الإكتتاب ورد الأموال للمُكتتبين، أو قبول نسبة الإكتتابات المُحقّقة والإكتفاء بالقدر المُكتتب فيه. من ناحية أخرى، كان موقف المشرع الأردني² واضحاً؛ حيث أكّد على إكتفاء مجلس إدارة الشركة بعدد الأسناد المُكتتب فيها إذا لم تتم تغطية جميع الأسناد الصادرة خلال المُدة المُقرّرة. وهو ذات ما جاء به قانون شركة المساهمة المغربي، الذي رأى أن الإكتتاب في مبلغ القرض السندي يجب أن يكون كاملاً، ما لم تكن الجمعية التي قرّرت الإصدار أو رخصت به قد نصّت صراحة على حصر مبلغ الإصدار في المبلغ المُكتتب به أو في مستوى آخر مُحدّد من طرفها³. كما عالج القانون المصري⁴ مسألة عدم تغطية جميع السندات المعروضة للإكتتاب بذات الكيفية، عن طريق منح بدائل للشركة المُصدرة التي تكون أمام إما تمديد المُدة إلى أجل آخر أو الإكتفاء بالقدر المُكتتب فيه والإستغناء عن الباقي وذلك بموجب قرار من مجلس إدارتها، في حين لم يتضمّن هذا الحكم لا المشرع التونسي ولا الجزائري.

2- زيادة الإكتتابات عن عدد السندات المُصدرة

قد يكون الإقبال على الإكتتاب في السندات القابلة للتحويل كبيراً؛ بحيث تزيد عدد طلبات الإكتتابات⁵ على عدد الأسناد المطروحة، خصوصاً في حال إجراء الإكتتاب عبر عدة مصارف،

¹ المادة 144 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

² المادة 124 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

³ الظهير الشريف رقم 18.08.1، الصادر في 17 من جمادى الأولى 1429 (23 ماي 2008)، بتنفيذ القانون رقم 20.05، القاضي بتغيير وتتميم القانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة المغربي، ج ر ع 5639، الصادرة بتاريخ 12 جمادى الآخرة 1429 (16 يونيو 2008). متوفر على الرابط:

<https://sites.google.com/site/juristemateste/encycloi/qanwn-shrkat-alsahmte> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/01

على الساعة 16:49.

⁴ المادة 171 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁵ راجع الملحق رقم (05).

أو إستمراره مفتوحاً لمدة طويلة في ظروف إقتصادية مُتيسرة تُساعد على الإقبال الكبير عليه¹ تزامناً مع حالة الرخاء وتوفّر السيولة لدى المدخرين، ولا يُتصوّر هذا الفرض إذا كان الإصدار بأسلوب الطرح العام عن طريق بيع الأسناد مباشرة في البورصة؛ لأنه عادة ما يتم النص على عدم جواز قيام الوسيط ببيع ما يزيد عن العدد المُحدّد سلفاً في نشرة الإصدار، ولا يثور هذا الفرض أيضاً في الأحوال التي يكون فيها الإصدار بأسلوب الإكتتاب الخاص، على إعتبار أن الشركة المُصدرة تقوم ببيعها مباشرة لجهة مُعيّنة أو أكثر²، غير أن الواقع العملي يمكن أن يفرض غير ذلك وما على الشركة المُصدرة سوى التصدي لهذه الزيادة³ عن طريق تخفيض الإكتتابات تبعاً للشروط المُعيّنة في الإعلان السابق للإكتتاب. وفي حال إنتفاء ذلك، يُجرى التخفيض بالتساوي دون النظر إلى تاريخ الإكتتابات الحاصلة ودون أن يترتّب عن التخفيض أي إقصاء لأي مُكاتب من الشركة⁴، مع جبر الكسور لمصلحة صغار المدخرين قياساً على حالة الإكتتاب في الأسهم⁵. وحتى تتفادى الشركة حالة زيادة الإكتتابات على عدد الأسناد المُصدرة، يمكنها أن تُضمّن نشرة الإصدار ما يُفيد إغلاق باب الإكتتاب في الأسناد إذا وقع الإكتتاب بها جميعاً، أو بالتزامن مع إنتهاء مدة الإكتتاب أيهما أسبق⁶.

¹ إذا تجاوزت قيمة الإكتتابات مجموع القرض؛ فإن الإعلان السابق للإكتتاب هو الذي يُحدّد الكيفية التي يتم بها التخفيض، ومقارنة بتجاوز قيمة الإكتتاب في أسهم رأس المال؛ فإنه يتم تخفيض الإكتتابات حسب ما هو منظم في البيانات التي تسبق الإكتتاب؛ وإلا بالتساوي أي بنسبة عدد السندات المُكاتب بها على عدد سندات القرض، مع الإحتفاظ بوحدة السند فلا مجال لتجزئته. إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 141.

² العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 73.

³ في التشريع الأردني نصت المادة 10 من تعليمات الإصدار، على أنه: "... يترتّب على المُصدر تخصيص الأوراق المالية للمُكاتبين كلّ بنسبة ما إكتتب به، بعد توزيع الحد الأدنى عليهم بالتساوي، ومراعاة أحكام المادة 105 من قانون الشركات المعمول به فيما يتعلّق بإعادة المبالغ الزائدة إلى أصحابها". وعليه، تقوم الشركة المُصدرة لمواجهة الزيادة في الإكتتاب بالإجراءات التالية:

_ توزيع الحد الأدنى للإكتتاب على جميع المُكاتبين بالتساوي؛

_ تخصيص ما تبقى من السندات على المُكاتبين كل بنسبة ما إكتتب به من مجموع الإكتتابات؛

_ إعادة المبالغ الزائدة بعد التخصيص قبل إغلاق الإكتتاب. العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 74.

⁴ إلياس ناصيف، تأسيس الشركة المغفلة، مرجع سابق، ص ص 271_272.

⁵ سامي عبد الباقي أبو صالح، الشركات التجارية، د ط، جامعة القاهرة، د ب ن، 2013، ص 216.

⁶ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 74.

غير أنه قد يتعدّر إعلام المُكْتَبِين بِإِكْتِمَال الإِكْتِتَاب فِي القرض السندي مادامت الشركة غير مُلزِمة بإيداع قائمة المُكْتَبِين النهائيّة¹، والقانون لا يُلْزِم المُتَصَرِّفِينَ بالتصريح حين نفاذ الإِكْتِتَابَات؛ لكن حسنا فعل المشرع المغربي² حين سدّ هذه الثغرة وأخضع الإِكْتِتَاب فِي سندات القرض إلى أحكام الإِكْتِتَاب بِالْأَسْهَم بِصَرِيح العبارة؛ حيث فرضت المادة الأولى ضرورة إيداع الأموال المُستخلصة نقدا في حساب بنكي مُجمّد مع قائمة المُكْتَبِين، ويحق لكل مُكْتَب الإِطْلَاع عليها والحصول على نسخة منها على نفقته، أما المادة الثانية منحت لكل مُكْتَب حق مُعاينة الإِكْتِتَابَات بموجب تصريح مُحرّر إما موثّق أو عرفي، يودع لدى كتابة ضبط المحكمة التجارية مكان المقر الإجتماعي للشركة³، وهو ما يُنتظر تضمينه في القانون التجاري الجزائري عاجلا قصد سد الفراغ الحاصل. وقد يثور التساؤل حول ما إن كان يحقّ للشركة الموافقة على الزيادة الحاصلة في الإِكْتِتَاب من دون أن تقوم بتخفيضه؟ يُجيز البعض هذا الطرح، بشرط أن تتم الموافقة عليه بقرار من الجمعية العمومية أو من مجلس الإدارة المُفَوّض خطياً⁴.

3- عدم تغطية الإِكْتِتَاب كامل السندات المعروضة خلال المدة المُحددة

في هذه الحالة يُعد الإِكْتِتَاب فاشلا؛ لأنه لم يتلقى الإقبال الذي كان مُتوقعا⁵، مما يدلّ على أن الجمهور حكم على الشركة أنها غير جديرة بالإئتمان⁶، ويُتصوّر هذا الفرض في الإصدارات التي تتم بأسلوب الطرح العام مع عدم وجود مُتعهد تغطية يتكفل بشراء السندات التي لم يتم تغطيتها⁷، وهناك من الفقه من إعتبر أنه من حق الشركة الإكتفاء بالمبلغ الذي وقع الإِكْتِتَاب به، ولقي هذا الرأي نقدا على أساس أن الشركة لا تُصدر قروضا مُتعدّدة ليحق لها الإستغناء عن بعضها الآخر؛ لأن القرض واحد لا يتجزأ؛ فإذا لم يُكْتَب فيه كاملا يحق لها أن تبطله، كما يحق

¹ _ Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1423, p.720.

² _ المادة 298 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ _ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي (شركات المساهمة)، مرجع سابق، ص418.

⁴ _ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص141.

⁵ _ سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص651.

⁶ _ محمد صالح بك، مرجع سابق، ص377.

⁷ _ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص75.

للمكتبتين تعليق إكتتابهم على شرط عدم الإكتتاب الكامل بمبلغ القرض¹؛ لذا على نشرة الإصدار أن تبين بوضوح تاريخ إقفال الإكتتاب، صوناً وحماية لحقوق المكتبتين حتى يمارسوا حقهم المشروع في الإسترداد مباشرة بعد تاريخ إقفال الإكتتاب المُحدد في النشرة²، ولكل مُكتتب طلب اللجوء إلى القضاء قصد تعيين وكيل يُكَلِّف بسحب الأموال لإعادتها للمكتبتين بعد خصم مصاريف التوزيع³، ما لم يتم الإتفاق على تخفيض رأس المال الإضافي⁴، وهذا هو الحكم الذي نص عليه المشرع المصري⁵ وجاء به تحت عنوان "حكم عدم تغطيته جميع السندات المعروضة للإكتتاب"، فحواه أنه إذا لم تتم تغطية جميع السندات المعروضة للإكتتاب خلال المُدة المُقرّرة أو أي مُدة أخرى يتقرّر مدّ الإكتتاب إليها، يجوز لمجلس إدارة الشركة أن يُقرّر الإكتفاء بإصدار القدر الذي تَمَّت تغطيته من السندات وإلغاء الباقي، لتكتفي الشركة بالقدر الذي تم الإكتتاب به وتلغي باقي السندات غير المُكتتبه⁶. أما الفقه اللبناني تبنى الرأي الثاني؛ لأن وحدة الإكتتاب هي التي تجعل منه مُلزماً لكل من المُكتبتين والشركة في حال كان شاملاً لجميع سندات الدين المطروحة، وأي إشكال في الإكتتاب يؤدي إلى الرجوع عنه؛ وإن كانت عملياً لا تُتاح الفرصة للمكتبتين قصد الوقوف على نتيجة الإكتتاب، لعدم الإعلان بتمام الإكتتاب في القرض كله مثلما سبق قوله⁷.

كما سار المشرع الأردني⁸ على نفس نهج المشرع المصري، غير أنهما لم يُعالجا إمكانية رجوع المُكتتب عن إكتتابه أو إسترداد ما دفعه للشركة⁹، وإعتبر أن الأوراق المالية -بما فيها سندات الإستحقاق القابلة للتحويل- غير المُغطاة مُسجّلة لدى هيئة الأوراق المالية، فيجوز للمصدر إعادة طرحها من خلال نشرة إصدار مُعدّلة توافق عليها الهيئة. وأمام هذا الحكم، يمكن القول أن السندات غير المُكتتبه تُحافظ على ذات مركزها القانوني، لتكون الشركة المُصدرة بين

¹ إلیاس ناصیف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 40.

² محمد صالح بك، مرجع سابق، ص 377.

³ المادة 604 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ أنظر في المعنى إلیاس ناصیف، تأسيس الشركة المغفلة، مرجع سابق، ص 274.

⁵ المادة 181 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁶ إلیاس ناصیف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 41.

⁷ إلیاس ناصیف، مرجع نفسه، ص 41.

⁸ المادة 124 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁹ إلیاس ناصیف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 142.

خيارين؛ إما الإكتفاء بالسندات المُباعة أو العكس، وفي هذه الحالة يجوز للمُصدر إعادة طرح أسناد أخرى من خلال نشرة إصدار مُعدّلة تخضع لنفس شروط النشر السابق¹.

ب- نتيجة الإكتتاب المُخالف للشروط القانونية

إذا لم تحترم الشركة مُصدرة السندات الإجراءات المُقرّرة لصحة الإكتتاب لاسيما تلك المُتضمنة في الأنظمة واللوائح وأغفلت نكر بيان أو أكثر؛ فإن الأمر لا يمر مرور الكرام؛ حيث ربط المشرع المصري² مثل غيره من التشريعات هذا التخلف بالبطان الذي يتقرّر لكل من له مصلحة بناء على طلب يُقدّم إلى المحكمة المُختصة، كما ألزم الشركة برد قيمة السندات المُكتتب بها للمُكتتبين دون الإخلال بحق هؤلاء في تعويض الضرر الذي أصابهم جرّاء البطان؛ لذا فالبطان يتقرّر فرديا من المحكمة الناظرة في الموضوع بعد أن يتبيّن لها وقوع المُكتتب حسن النية في غلط جوهري ومؤثر نتيجة إغفال الشركة إدراج بيان أو أكثر، ما لم يكن الغلط مؤثر على جميع المُكتتبين، حينها يُؤثر على صحة الإصدار ككل³. الأمر ذاته نصّ عليه نظام الشركات السعودي⁴، الذي منح الحق لكل من له مصلحة في أن يطلب من الجهة القضائية المُختصة إبطال التصرف الذي تم مُخالفا لأحكام الإكتتاب، فضلا عن تعويض أصحاب أدوات الدين أو الصكوك التمويلية عن الضرر الذي لحق بهم. كما نص المشرع الكويتي⁵ على عقوبة الحبس التي لا تزيد عن ثلاث سنوات وغرامة لا تقلّ عن عشرة آلاف دينار ولا تزيد عن مائة ألف دينار أو بإحدى العقوبتين، ضد من أثبت بسوء نية في نشرات الإكتتاب العام أو في النشرات الأخرى أو في وثائق مُوجّهة للجمهور بيانات كاذبة أو مخالفة لأحكام القانون، وضد كل من وقّع على هذه الوثائق أو قام بتوزيعها أو الترويج لها مع علمه بعدم صحتها، وضد كل من وجّه دعوة إكتتاب في سندات صادرة بإسم شركة غير مساهمة. وسار المشرع البحريني⁶ على ذات الخُطى السابقة، ورصد عقوبة الحبس والغرامة التي لا تقلّ عن خمسة آلاف دينار ولا تزيد عن عشرة آلاف دينار

¹ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 75.

² المادة 49 فقرة 04 من القانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

³ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 139.

⁴ المادة الرابعة والعشرون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

⁵ المادة 303 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁶ المادة 146 والمادة 361 وما يليها من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

بحريني ضد كل من أثبت في عقد الشركة بيانات كاذبة أو مخالفة لأحكام القانون، وضد كل من وقّع على هذه الوثائق أو ورّعها مع علمه بذلك.

المشروع الجزائري لم يضع بشكل صريح نص يُطبّق على مخالفة شروط الإكتتاب في السندات القابلة للتحويل؛ لأنه خاطب من خلال النصوص الجزائية المُتضمّنة في القانون التجاري المساهمين وليس الدائنين؛ إلا أنه أحال بموجب الأحكام الخاصة بالمخالفات المُتعلّقة بالتعديلات التي تطرأ على زيادة رأسمال الشركة¹ إلى الأحكام السارية على المخالفات المُتعلّقة بتأسيسها²، هذا في ظل إمكانية تطبيق الجزاء المُقرّر بخصوص البطلان عامة، مادام الأمر مُتعلّق بمخالفة أحكام نص مُلزم³، على أن يُستتبع بحق المُكاتب في إسترداد قيمة إكتتابه نتيجة بطلان العملية، زيادة على حقه في المُطالبة بتعويض عادل جرّاء الضرر الذي أصابه⁴. أما إذا كانت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل مُسوّرة في البورصة؛ فإنه يُعاقب كل من يمتلك معلومة إمتيازية بمناسبة مُمارسته مهنته أو وظيفته عن منظورية مُصدر السندات، زيادة على إبطال العمليات التي تتجز على هذا الأساس⁵، كما يمكن للجنة توقيف عمليات التوظيف، لاسيما إذا كانت مصلحة المُدخرين تقتضي ذلك، نتيجة عدم إحترام الجهة المُصدرة أنظمة اللّجنة الأمرة⁶.

هذا النص الأخير ذاته أورده المشروع التونسي ضمن قانون إعادة تنظيم السوق المالية⁷، الذي أكد على عقوبة خطية تتراوح بين 1000 إلى 10.000 دينار تونسي ضد كل الأشخاص الذين يتحصلون بمناسبة مُمارسة مهامهم على معلومات داخلية تتعلّق بوضعية مُصدري الأوراق المالية، أو بآفاق تتعلّق بتطوّر الورقة المالية أو أداة مالية مُوظّفة عن طريق المساهمة العامة،

¹ المادة 826 من القانون التجاري الجزائري تُحيل إلى تطبيق المواد من 807 إلى 810 من ذات القانون والمتعلقة بتأسيس المساهمة في حال زيادة رأس المال.

² أمينة شنعة، مرجع سابق، ص 116.

³ المادة 733 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ المادة 124 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁵ المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

⁶ المادة 19 من النظام رقم 02/96، مرجع سابق.

⁷ الفصل 81 وما يليه من القانون رقم 177 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، مرجع سابق.

والذين يتوصلون بصفة مباشرة أو بواسطة الغير إلى إتمام عملية أو أكثر داخل السوق قبل أن تُبلَّغ تلك المعلومات إلى علم العموم بالصيغ التي تشترطها القوانين.

ثانياً: إثبات الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

لم يكن القانون التجاري الجزائري في مَوْضِعِ إستجابة لمتطلبات الحياة التجارية، وذلك بخروجه عن مبدأ حرية إثبات الإكتتاب في رأسمال شركة المساهمة¹ وزيادته²؛ حيث قيده ببطاقة خاصة تسمى بطاقة الإكتتاب، التي تتضمن وجوباً مجموعة من البيانات نصت عليها المادة 597 من القانون التجاري، يُورَّخ ويمضي عليها المُكْتَتَب أو مُوَكَلِه الذي يذكر بالأحرف الكاملة عدد السندات³ المُكْتَتَبَة، وتُسَلَّم له نسخة منها على ورقة عادية.

ويبيّن في بطاقة الإكتتاب ما يأتي:

- 1- تسمية الشركة التي تُؤسس متبوعة برمزها، إن إقتضى الأمر؛
- 2- شكلها؛
- 3- موضوعها بإختصار؛
- 4- مبلغ رأسمالها الذي يُكْتَتَب به؛
- 5- عنوان مقرها؛

¹ أكد المشرع الجزائري ضمن نص المادة 597 من القانون التجاري أنه يتم إثبات الإكتتاب بالأسهم النقدية بموجب بطاقة إكتتاب، كما نصت المادة 599 من ذات القانون على أن إثبات الإكتتاب يتم بواسطة عقد رسمي موثّق بناء على تصريح المؤسسين، بعد أن يتأكد الموثق في مضمون العقد الذي يُحرره أن مبالغ الدفعات المصرّح بها من المؤسسين مُطابِق للمبلغ المودع لديه أو لدى المؤسسات المالية المُخوَلَة قانوناً لذلك. يقابلها المادة 23 من قانون شركة المساهمة المغربي، والفصل 167 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

² المادة 04 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

³ رغم أن المشرع تضمّن بطاقة الإكتتاب في المرسوم التنفيذي رقم 438/95 السابق الذكر، ضمن القسم الثاني من الفصل الأول المُسمّى بتأسيس شركة المساهمة عن طريق الدعوة العلنية للإدخار؛ إلا أنه إستعمل مصطلح السندات، مما يعني أنها تشمل الأوراق المالية سواء الأسهم والسندات ولم يتطرّق إلى الإكتتاب في الزيادة، الأمر الذي يُحيل لتطبيق ذات النص قصد سد الفراغ الحاصل، وربما قصد المشرع من ذلك تقادي التكرار غير أنه كان من الأفضل أن يجعل من العنوان أشمل ليشمل التأسيس والزيادة، على أن تستخدم البيانات المذكورة حسب نوع العملية المُزْمَع القيام بها، سواء تأسيس شركة المساهمة أو الزيادة في رأسمالها.

- 6- تاريخ إيداع مشروع قانونها الأساسي ومكانه؛
- 7- نسبة الرأسمال الذي يُكتتب به نقدا والنسبة المُمثلة في الحصة العينية، عند الإقتضاء؛
- 8- لقب المُكتتب وإسمه المُستعمل وموطنه وعدد السندات التي إكتتبها؛
- 9- إسم الشركة أو تسميتها وعنوان الشخص الذي يتسَلَّم الأموال¹؛
- 10- الإشعار بتسليم نسخة من بطاقة الإكتتاب إلى المُكتتب؛
- 11- تاريخ نشر الإعلان في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية.

بدوره، المشرع التونسي² نصّ على مُشمّلات بطاقة الإكتتاب، التي تحتوي على:

1. إسم الشركة وشكلها؛
2. مقرها الإجماعي؛
3. الإشارة المُختصرة لموضوعها؛
4. إسم المُكتتب ولقبه ومقره؛
5. المرجع بالعدد من الرائد الرسمي للجمهورية التونسية الذي تم فيه إشهار النشرة؛
6. رأسمال الشركة، مع توضيح الجزء الذي يجب تحقيقه نقدا والجزء الذي يتمثّل في الحصة العينية؛
7. تاريخ إيداع مشروع العقد التأسيسي لدى كتابة ضبط المحكمة الابتدائية؛
8. المؤسسة البنكية ورقم الحساب الذي ستودع به الأموال المُتأتية من الإكتتاب، ويسلّم المُكتتبون نسخة من بطاقة الإكتتاب التي تحمل وجوبا الإشارة إلى هذا التسليم.

تعليقا على هذه البيانات، يلاحظ أنها تنقسم إلى بيانات تُعرّف بالشركة المصدرة وأخرى تُعرّف بالمكتتب في الأوراق المالية الصادرة عنها (سواء كانت أسهم أو سندات)، غير أن

¹ تودع الأموال الناتجة عن الإكتتابات النقدية إضافة إلى قائمة المُكتتبين مع ذكر المبالغ التي دفعها كل مُكتتب، لدى موثق أو مؤسسة مالية مؤهلة، وهذا الإجراء الجوهري يُثبت أن الأموال المدفوعة من طرف المُكتتبين ثابتة ببطاقات الإكتتاب وبإشهاد الموثق أيضا، الذي يسهر بكيفية دقيقة على تمام الإكتتابات بعد أن يُدقق في هوية المُكتتبين وحقيقة حضورهم أو حضور مُفوضيهم، وكذا التحقّق من مطابقة الأرقام الموصوفة لها وبرهن بذلك الموثق مسؤوليته المدنية والجزائية في حالة الإخلال بهذه الإلتزامات.

² Tayeb Belloula, Droit des sociétés, 2^{ème} édition, Berti éditions, Alger, 2009, p.154..

² الفصل 167 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

الإختلاف بين البيانات المتضمنة في نشرة إعلان الإكتتاب والأخرى المتضمنة في بطاقة الإكتتاب، نلمسها من خلال الحقوق التي تعود بها الورقة المالية على الحامل، التي ذكرت ضمن البيانات الموجودة في نشرة الإعلان وخلت منها بطاقة الإكتتاب، الأمر الذي كان من الأفضل تفاديه، على إعتبار أن ذكر نسب الأرباح أو نسب الفوائد أو حتى حقوق التصويت وغيرها هو ما يهم حامل الورقة؛ بل من المسائل التي تدفعه للإكتتاب فيها؛ لذا كان من الأجدر ذكرها كذلك في بطاقة الإكتتاب التي يبقى الحامل محتفظا بها، كما يُلتمس الإختلاف من خلال بيان الجهات المُكفّفة بتسليم الأموال الناتجة عن الإكتتاب التي ذكرت أيضا في نشرة الإعلان دون بطاقة الإكتتاب، ربما لأن المكتتب سوف يتسلم قسيمة تثبت دفعه لقيمة الورقة المالية التي إكتتب فيها، بالتالي منعا من تكرار ذات البيانات، وإن كان من مصلحة المكتتب نكر الجهة المكلفة بالإستلام في بطاقة الإكتتاب أيضا، كإثبات على أنه أدى إلتزامه المالي الرئيسي تجاه الشركة.

المبحث الثاني

تحويل سندات الاستحقاق إلى أسهم

لا يكاد يجزم أحد على نجاح أو فشل مشروع إقتصادي¹ ما، كذلك هو الحال بالنسبة لحامل السند الذي وظّف ماليته داخل الشركة لتُوَفّر له نسبة فائدة مُعَيّنة بوصفه دائن لها؛ لكن إذا بلغت الشركة أشواطاً إستثمارية جيدة سينعكس هذا الوضع المُريح على الأرباح التي تعود على الأسهم، الأمر الذي من شأنه أن يُشكّل دافع قوي لحامل سند الاستحقاق قصد المُوافقة على خيار التحويل *droit d'option* الذي أوجده له القانون دون أدنى شك²، لينقلب من مالك سند دين إلى مالك سند رأسمال شريك يتقاضى الأرباح عَوَضَ الفوائد³، فُلغة المضاربة هي التي تُسيطر على هذا النوع من المشاريع المالية، وهذه هي ميزة القروض المُقترنة بخيارات وفق رغبة المُكُتتب.

¹ _المشروع هو أي نشاط إقتصادي مُدْر للدخل وفقا لدراسة جدوى المُعدة سلفا.

² _ Philippe Merle-Anne Fauchon, op. cit., n°2069, p.405.

³ _يَتَبَيّن جليا خلال هذه المرحلة أن الفوارق بين السهم والسند تضيق لحد كبير في هذا النوع من السندات.

القابلة للتحويل إلى أسهم

وما تحويل سند الاستحقاق إلى سهم إلا عملية مُحاسبية¹؛ لذا يتَّسم هذا الصك بلمح تحويل ذو فائدة أقل نسبياً، كونه يمنح خيار التحويل لحامله، مما يعني أن كُلفة التحويل ستُصبح دائمة قياساً بما يُدفع لحملة الأسهم من أرباح سنوية طوال حياة المنشأة. وقبل الغوص في تفاصيل التحويل، ضروري الإشارة إلى أن هذه العملية قد أثارت لبس بشأن تكييفها القانوني، فالبعض رآها مقاصة بين دينين، وهذا يعني أن يكون كلا الطرفين دائن ومدين في نفس الوقت، في حين أن علاقة الدائنية في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تكمن من جهة الشركة المدينة لحامل السند بمقدار فائدة معلومة دون أن يدين لها الحامل بشيء؛ لأنه أدى إلزامه المالي الرئيسي يوم الإكتتاب، أما البعض الآخر يراها مُجرّد وفاء إلزامي؛ حيث يجوز للدائن أن يقبل وفاء دينه بمقابل، ويخضع هذا الإتفاق لمُتطلبات العقد العامة².

كما لا يخفى أن عملية التحويل تعود بخُزمة من المزايا على الشركة، كتأجيل التأثير السلبي على كل من الربحية والقيمة السوقية لأسهمها العادية، الذي كان بإمكانه أن يحدث مُبكراً لو أن المنشأة أصدرت أسهم عادية منذ البداية، مما يعني أن للشركة الحرية في تبني هذه العملية إستناداً على المُعطيات والظروف التي تناسبها³، هذا فضلاً على أن تكلفة السندات القابلة للتحويل عادة ما تكون أقل مقارنة بالأوراق المالية الأخرى كالسندات العادية، وتُعدّ هذه الميزة في غاية الأهمية بالنسبة للمنشآت التي تتَّصف بإنخفاض تصنيفها الإئتماني، في المُقابل يُتوقَّع لها إنتعاش في المستقبل؛ لأن حق التحويل من شأنه أن يُقلّل من مخاوف المستثمرين المُحتملين بشأن تخلف المنشأة عن الوفاء بإلتزاماتها إتجاههم؛ لأنهم يُدركون أن من حقهم تحويل تلك الأوراق مستقبلاً إلى

¹ _la conversion de créances et des obligations en actions est comme l'incorporation de réserves, une opération comptable qui consiste à transférer les valeurs passives du poste « dettes » au poste « capital », par un jeu d'écritures comptables. **Deen Gibirila**, droit des sociétés, 3^{ème} édition, ELLIPSES, Paris, 2008, p.88.

² _العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 128.

³ راجع في هذا الشأن حكم محكمة النقض الفرنسية:

_Cour de cassation, Chambre commerciale, 03 avril 2012, 11-16.154. Disponible en ligne sur le site: https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000025666001?fonds=JUFI&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePaging=DEFAULT consulté le : 11/06/2021.

أسهم تعود عليهم بعائد مُرتفع؛ لذا تصدر بمعدل كوبون معقول، مما يعني إنخفاض تكلفة إصدارها¹.

لبيان تفاصيل أكثر حول خاصية التحويل التي تتميز بها هذه السندات، لابدّ من التوقّف عند بيان شروط التحويل التي سنتها مختلف القوانين، والتي تخص الشركة في حد ذاتها بالإضافة إلى الأشخاص المُكونين لها من حملة السندات (المطلب الأول)، وكوّن التحويل يُنتج آثار مُتعدّدة منها ما يمسّ الشركة المُصدرة ومنها ما يمسّ مركز الحامل، الأمر الذي يقتضي بيانه كذلك بشيء من التفصيل (المطلب الثاني).

المطلب الأول

شروط تحويل السندات إلى أسهم

مثلاً تسبق عمليتي إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم والإكتتاب فيها مجموعة شروط وإجراءات مُتسلسلة ومُترابطة؛ فإن ذات المبدأ يتكرّر إذا ثبت خيار التحويل لحامل السند، مراعاةً لما إعتنت به التنظيمات والقوانين المُختلفة بخصوص شروط زيادة رأس المال عموماً²، والتي تمسّ كل من الشركة التي تُقرّر التحويل وما تفرضه من شروط، كمُضَيّ مُدة معلومة مُحدّدة في نشرة الإكتتاب قبل تفعيل خيار التحويل، أو تَبَيّن شكل مُعيّن يتم التحويل بناء عليه، يُضاف له ما تفرضه الأنظمة الخاصة كلجنة عمليات البورصة ومراقبتها من تعليمات، لبعث الإستقرار والسهرة على حسن إجراء التحويل وإقرار أقصى حماية للحامل (الفرع الأول)، كما تمسّ هذه الشروط أيضاً المُخاطبين بالتحويل من حملة السندات الذين يستوجب الأمر موافقتهم الصريحة على العملية (الفرع الثاني).

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 37.

² سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 818.

الفرع الأول

الشروط المتعلقة بالشركة المُصدرة

تتميّز الشركة خفية الإسم (المساهمة) حسب الأستاذ أحمد الورفلي، بأنها: "الوحيدة إلى جانب المقارضة بالأسهم (التوصية بالأسهم) التي يُمكنها أن تتّجه إلى العموم عبر السوق المالي لتجميع رؤوس الأموال اللازمة لممارسة نشاطها، وهو ما يُمكنها من تعبئة موارد تعجز عن تجميعها الشركات التي يقع تكوينها بالمُراكنة بناء على علاقات شخصية بين المؤسسين، كما أن هذه الشركة هي الوحيدة إلى جانب المقارضة بالأسهم (التوصية بالأسهم) التي يُمكنها اللجوء إلى السوق المالية للإقتراض من العموم، عبر إصدار القروض الرقاعية وإصدار سندات الديون الأخرى القابلة للتداول في السوق المالية"¹. أمام هذه الميزة وخوفا من المُغالاة في إستعمالها، لا بُدّ أن تقترن هذه الرخصة بمجموعة من الشروط التي تحكّم إجراء التحويل، لاسيما من جانب الشركة² مُصدرة السندات القابلة للتحويل، التي يُمكن القول أنها تبيع أسهم على أساس آجل³.

أولاً: بيان قواعد التحويل في نشرة الإصدار

لقد تم التطرّق في هذا البحث إلى محتوى نشرة الإصدار، من خلال إجراء مُقارنات بين بعض التشريعات التي لم تخلوا من بيان الكيفية التي تتم بها عملية تحويل السندات إلى أسهم⁴،

¹ أحمد الورفلي، مرجع سابق، ص 238.

² « L'émission par appel public à l'épargne sans droit préférentiel de souscription d'actions qui ne confère pas à leur titulaire les mêmes droits que les actions anciennes est soumise aux conditions suivante :

- L'émission doit être réalisée dans un délai de deux années à compter de l'assemblée générale qui l'a décidée ;
- Le prix d'émission ou les conditions de fixation de ce prix sont déterminés par l'assemblée générale extraordinaire sur rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur rapport spécial du commissaire aux comptes.

Lorsque l'émission n'est pas réalisée à la date de l'assemblée générale extraordinaire qui se prononce sur rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur le rapport spécial du commissaire aux comptes, sur le maintien ou l'ajustement du prix d'émission ou des conditions de sa détermination :

À défaut, la décision de la première assemblée est caduque.

L'assemblée générale extraordinaire qui décide de l'augmentation du capital, en faveur d'une ou de plusieurs personnes, peut supprimer le droit préférentiel de souscription des actionnaires.

À peine de nullité de cette délibération, les bénéficiaires des actions nouvelles, s'ils sont déjà actionnaires, ne peuvent prendre part au vote ». Mahfoud Lacheb, op.cit., p. 118.

³ Jan De Spiegeleer-Wim Schoutens, op.cit., p. 04.

⁴ المادة 319 فقرة 01 من قانون شركة المساهمة المغربي، يقابلها المادة الثانية والعشرون بعد المائة فقرة 02 من نظام الشركات السعودي، والمادة 342 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

القابلة للتحويل إلى أسهم

سواء بموجب القوانين التي تحكم الشركة المُصدرة أو بموجب الأنظمة المُكملة لها، حتى يكون المُدخر على دراية كاملة بالكيفية التي قد يتغيّر بها مركزه القانوني داخل ذات الوحدة الإقتصادية التي يُدخّر فيها فائضه المالي، والهدف من هذا كله هو الحيلولة دون التلاعبات الممكن حدوثها، وحتى لا تلجأ الشركة إلى إصدار سندات قبل أن تستوفي كامل رأسمالها من المُكتتبين، أو أن يلجأ المساهمون الذين يتحكّمون في تسيير الشركة إلى الإكتتابات المُتوحشة في أكبر قدر من الأسهم، في حين لا يدفعون إلا رُبع قيمتها ويتحججون في تغطية الفرق الناتج عن تمام رأس المال بطرح سندات قرض لدرء فشل الإكتتاب وتغطية العجز المالي الذي لحقها بإستعمال أموال ليست ملكها، لتُصبح الشركة عاجزة عن سدادها فتضيع بذلك حقوق حملتها الذين قد يطمحون إلى التحوّل لمساهمين فيها إذا كان من المُفيد لهم القيام بذلك¹. كما يتوجّب عليهم مراعاة وجود أي شروط من شأنها أن تُقيّد عملية التحويل؛ كأن تنص نشرة الإصدار على أحقيّة مجلس إدارة الشركة تخصيص الأسهم الزائدة عن عدد مُعيّن لصالح مالكي السندات القدامى الراغبين بتحويلها لأسهم².

أ - أوقات التحويل

من ضمن أهم المسائل التي تُعالجها نشرة إصدار السندات القابلة للتحويل، مسألة الإطار الزمني الذي تتم فيه عملية التحويل، لتستقر الشركة المُصدرة على طريقة من الطرق المُتاحة أمامها والتي تُناسبها إجرائياً ومالياً، كؤن عملية التحويل يترتّب عنها مصاريف تلتزم بأدائها.

1- التحويل في فترة أو فترات مُحددة

تُحدّد الشركة في عقد إصدارها الفترة أو الفترات التي يتم خلالها تحويل السندات إلى أسهم³، وبمجرد حلول أجلها تُعلن عن رفع رأسمالها إذا تلقت طلبات من حملة السندات الراغبين

¹ Jan De Spiegeleer-Wim Schoutens, op.cit., p. 25.

² سماح رجب موسى، الإطار القانوني لتحويل السندات إلى أسهم في شركات المساهمة العامة (دراسة مقارنة)، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الإسرائ، 2015، ص50.

« La loi autorise deux méthodes de conversion. Celle-ci peut avoir lieu pendant une ou des périodes d'option déterminées, ou à tout moment à la demande des obligataires intéressés. Quelle que soit la méthode utilisés, la conversion aboutit à une augmentation de capital . La conversion ne peut avoir lieu qu'au gré des porteurs et seulement dans les conditions et sur la base de conversion fixées par le contrat d'émission. Ce contrat indique soit que la conversion aura lieu pendant une ou des périodes d'options déterminées, soit qu'elle aura à tout

القابلة للتحويل إلى أسهم

في تحويلها، ولا يمكن إجراء التحويل سوى داخل هذه المدد المحددة¹، ومثال ذلك أن تنص نشرة الإصدار أن ممارسة حق التحويل يبدأ اعتباراً من بداية السنة الثالثة للإصدار لمدة ستة أشهر، أي بداية من 2020/01/01 إلى غاية 2020/06/01؛ فإذا إنقضت مواعيد التحويل المحددة دون أن يُبدي مالك السند رغبته في ذلك؛ فإن حقه يسقط.

كما يمكن أن تنص نشرة الإصدار على شرط أو أكثر من شأنه أن يُقيد عملية التحويل، كأن تشترط الشركة على حامل السند إجراء هذه العملية خلال فترة مُعينة، على أن يُغلق باب التحويل بمجرد بلوغ مجموع الأسهم الناتجة عن التحويل العدد المحدد سلفاً، أو تُقرر تعليق التحويل في حال قامت بعمليات غير إعتيادية تتطلب ثبات رأسمالها على غرار حالة الدمج² وغيرها من الشروط التي تهدف من وراءها إلى المحافظة على القيمة السوقية لأسهمها وحمايتها من الانخفاض. وفي الحالة التي تُعلق فيها الشركة ممارسة خيار التحويل، ينبغي أن تكون المدة قصيرة قدر الإمكان؛ لأن من شأن هذا المنع أن يقضي كلياً على فوائد السندات القابلة للتحويل³.

2- التحويل في أي وقت

بخلاف الحالة السابقة، قد تتضمن نشرة إصدار السندات القابلة للتحويل إمكانية تحويلها في أي وقت كان، وإن كانت هذه الطريقة حديثة وأحسن من سابقها، فهي تُتيح لحامل السند التخلي عن سنده لقاء سهم جديد متى قرّر ذلك ومتى كانت ظروف السوق مُواتية لهذا التحويل، وهو ما يرتبط عادة بفترة إرتفاع أسعار الأسهم داخل البورصة قصد الحصول على أكبر قدر من المزايا⁴،

moment. Dans cette méthode, la conversion donne lieu à une augmentation de capital réalisée suivant les formes habituelles et réservées aux obligataires. Ceux-ci ont la faculté de souscrire aux actions nouvelles dans le délai eu sur les bases fixés par le contrat d'émission. après l'expiration de la période d'option, le conseil d'administration ou le directoire, sur délégation de l'assemblée générale extraordinaire, constate les souscripteurs, puis effectue la modification des statuts et formalités de publicité correspondant à l'augmentation de capital ». **Amrouche Kamila**, Le financement des sociétés par actions par émission de valeurs mobilières, mémoire pour l'obtention du magistère en droit, option : droit des affaires, université Mouloud Mameri Tizi-Ouzou, faculté de droit, 2009, pp.73_74.

¹ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص70.

² _ **Mohamed Salah**, op.cit., n°97-2, p.129.

³ _ « .. période initiale de non convertibilité doit être la plus courte possible. passée cette période, le droit de conversion à tout moment reprend son cours. Laisser au contrat d'émission le soin de déterminer le délai pendant lequel la conversion pourra être demandée comme le fait le législateur algérien, c'est supprimer tout intérêt à la souscription d'obligations convertibles à tout moment en actions ». ibid, n°97-1, pp.128-129.

القابلة للتحويل إلى أسهم

ففي الواقع سيكون التحويل مُفيدًا فقط إذا كانت أرباح الأسهم الحالية أكبر من قسيمة السند، والقيمة المستقبلية المُتوقَّعة لأرباح الأسهم أعلى من القيمة الحالية للقسيمة¹؛ إلا أن الشركة قد تفرض مقابل ذلك فوائد مُنخفضة تُقلِّل من أعبائها فتُعيد وتُستفيد، ولا تستفيد الشركة من ذلك فقط؛ إنما تتخلَّص من ثقل القرض السندي وفوائده إذا استعمل حملة السندات حقهم في التحويل²، فما على الشركة سوى الإستجابة لطلب التحويل فوراً حتى لو صدر من حامل واحد، وتتميّز هذه الطريقة بالمرونة بالنسبة للحامل وبالغلاء بالنسبة للشركة؛ إذ أنها مُلزّمة بتعديل قانونها الأساسي كلما حدث تحويل سند لسهم، مُتحمّلة مصاريف العقد والإعلانات القانونية³؛ لكن هذا الفرض يسقط إذا كانت مُدد التحويل مُتقاربة؛ لأن التحويل سيُتأجّل لنهاية السنة المالية بعد أن يُثبت الجهاز المُكَلَّف بالإدارة حقيقة الإكتتاب عن طريق بطاقة خاصة خلال الإجتماع الأول له الذي يلي السنة المالية الفارطة⁴. غير أن الحُرّية في عرض التحويل تقتضي أن يتم داخل الإطار الزمني المُحدّد بموجب القانون على الرغم من أنها قابلة للتحويل في أي وقت، فلا يمكن ممارسة خيار التحويل قبل إصدار السندات مثلاً أو بعد تسديدها، وبالعودة إلى أحكام قانون شركة المساهمة المغربي⁵؛ فإنه يمكن التحويل في أي وقت داخل مُدة يُشترط فيها أن تبدأ من تاريخ أول إستحقاق للسندات وقبل الذكرى الخامسة لبداية الإصدار، على أن تنتهي بعد مرور ثلاث أشهر

¹ _Jèrome Bernadou, op. cit., p.44.

² _أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي (شركات المساهمة)، مرجع سابق، ص443.

³ _حسننا فعل المشرع الجزائري عندما جعل الشركة المصدرة غير مُلزّمة بتعديل قانونها الأساسي عند إجراء كل تحويل لاسيما إذا تقاربت أجال التحويل؛ بحيث ترك إجراءات الزيادة لتكون في نهاية السنة المالية التي تم فيها التحويل، على أن تُرفق ببطاقة الإكتتاب قصد إثبات العملية، تأكيداً للحكم العام الذي جاءت به المادة 715 مكرر 125 من القانون التجاري؛ ولو أنها لم تبيّن نوع التحويل الذي يسري عليه تخفيف الإجراءات الشكلية، خلافاً للمشرع الفرنسي الذي كان أوضح؛ حيث أكد أن الشركة التي تنتهج طريقة التحويل في كل وقت معفية من إتباع سلسلة الإجراءات الشكلية.

⁴ _Mohamed Salah, op.cit., n°93-5-1, pp.123_124.

⁵ _المادة 321 فقرة 01 من قانون شركات المساهمة المغربي، التي جاء فيها: "عند أي إصدار لسندات قرض قابلة للتحويل إلى أسهم في أي وقت كان، يمكن التقدّم بطلب تحويل هذه السندات داخل أجل يشترط فيه ألا تكون بدايته لاحقة لتاريخ أول إستحقاق للتسديد ولا للذكرى الخامسة لبداية الإصدار، وأن تنتهي بعد مرور ثلاثة أشهر على تاريخ إستحقاق أداء سند القرض. غير أنه في حالة الزيادة في رأس المال والإدماج، يمكن لمجلس الإدارة الجماعية أو مجلس الإدارة أن يوقف ممارسة الحق في التحويل خلال أجل لا يمكن أن يتجاوز ثلاثة أشهر".

القابلة للتحويل إلى أسهم

على تاريخ أداء هذه السندات، ويمكن وقف ممارسة حق التحويل في ذات الحالة من قبل مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية، لمدة لا تتجاوز ثلاث أشهر إذا تم زيادة رأس المال أو وقع إدماجه، لِيُتَبَّع في ذلك قواعد الشهر المُؤاتية لإختتام كل سنة مالية، بمُعابنة العدد والقيمة الإسمية للأسهم المُصدرة خلال السنة المُنقضية عن طريق تحويل السندات، على أن يتبعه تعديل في النظام الأساسي، ويُختتم بشهره¹. كما أوجب قانون الشركات الأردني ضرورة أن يُبدي مالك السند رغبته في التحويل خلال المُدة المُحددة في نشرة الإصدار؛ فإذا إنتهت هذه المُدة ولم يعلن عن رغبته يفقد هذا الحق. ذات الحكم أخذ به المشرع المصري، فنصّ أن حق مالك السند في التحويل يجب أن يتم خلال المواعيد المُحددة في قرار الإصدار والمُعنة في نشرة الإكتتاب، على ألا تتجاوز هذه المواعيد الأجل المُحدّد لإستهلاك السندات².

بخصوص التشريع الجزائري، لا تظهر فيه مواطن لبيان الإطار الزمني لممارسة خيار التحويل؛ إنما يُنظم الأمر بموجب شرط واضح في عقد الإصدار³، فيُتصوّر أن تكون مُدة التحويل هي مُدة القرض ككل؛ فإذا إنقضت يسقط خيار التحويل بإستهلاك القرض أو يجوز طلب التحويل رغم إنقضاء مُدة القرض، قياساً بالحكم الذي جاء به التشريع فيما يُخصّ سندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم التي يُمكن الإكتتاب فيها رغم إنقضاء القرض؛ لكن في أجل لا يتجاوز ثلاث أشهر من تاريخ إستهلاكه النهائي⁴. وهو ذات موقف المشرع الفرنسي بخصوص تحويل سندات الاستحقاق في أي وقت والتي ربطها بالشروط المُدرجة في العقد، على ألا تتجاوز ثلاث

¹ فؤاد معلال، مرجع سابق، ص 189.

² المادة 167 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

³ المادة 715 مكرر 124 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ راجع المادة 715 مكرر 127 فقرة 02 التي جاءت كالتالي: "لا يمكن أن تتجاوز مدة ممارسة حق الإكتتاب أجل الإستهلاك النهائي للقرض بأكثر من ثلاثة أشهر". وهو ما تأكد كذلك بموجب المادة 692 من ذات القانون أيضا والتي جاء فيها: "يجب أن تحقق زيادة رأس المال في أجل خمس سنوات ابتداء من تاريخ إنقضاء الجمعية العامة التي قرّرت ذلك. لا يطبق هذا الأجل على زيادات رأس المال التي يمكن تحقيقها بواسطة تحويل السندات إلى أسهم أو تقديم سند الإكتتاب، ولا يطبق كذلك على الزيادات التكميلية المخصصة لأصحاب السندات الذين إختاروا التحويل أو أصحاب سندات الإكتتاب الذين يكونون قد مارسوا حقوقهم في الإكتتاب. كما لا يطبق هذا الأجل على زيادات رأس المال المقدمة نقدا والناجئة عن إكتتاب لأسهم تم إصدارها بعد زوال حق الإختيار".

أشهر التالية للتاريخ الذي تكون فيه هذه السندات مدعوة للتسديد¹. وعلى إثر ما تم قوله؛ فإن موقف المشرع الجزائري يحتاج إلى إعادة التصويب.

ولا يُمكن سوى الإستغراب أمام الجمع بين المرونة والتشديد في وقت واحد، فيمكن لحملة سندات القرض المطالبة بالتحويل في أي وقت؛ لكن هذا الإختيار أحيط بسياج من الأجل² لا يعلم خفاياها حتى المشرع نفسه؛ لأنه إكتفى بنقلها عن القانون الفرنسي الذي يهوى التعقيد والإيحاء بالمرونة الخادعة، فلماذا ثلاثة أشهر وليس أقل أو أكثر؟ سؤال يبقى دون جواب، لإنعدام أعمال تحضيرية قانونية مفسرة ومفصلة³.

للإشارة؛ فإن أغلب التشريعات الحديثة تبنت طريقة التحويل في أي وقت كان، بإعتبارها تمنح مرونة أكبر للحامل قصد التخلي عن سندات لقاء تحويلها لأسهم متى كانت ظروف السوق مؤاتية⁴، كما أنها طريقة تستهوي أكثر المدخرين الذين يبحثون عن المرونة في التعامل وعن فرص ربح أكثر، وهو ما تبناه قانون الشركات الفرنسي⁵ أيضا، الذي أعفى الشركة من الإجراءات الشكلية في حال تبنت طريقة التحويل المفتوح -في كل وقت-، تماما مثلما ينادي به الفقه الجزائري مُنتقدا نص المادة 715 مكرر 125 التي لم تُبين طريقة التحويل، ففي الحالتين الشركة لا تتبّع الإجراءات الشكلية، وهي حسبهم في غنى عنها لاسيما في حالة التحويل مُحدّد المُدة الذي لا يلحق أذى كبير بالشركة⁶.

¹ _ Yves Guyon, op. cit., n° 770, p. 770.

² ما يمكن الإشارة إليه، أن مدة خمس سنوات التي ذكرتها المادة 692 من القانون التجاري الجزائري التي تُشكّل أحد شروط زيادة رأس المال، بمثابة أجل أقصى يترتب على إنقضائه بطلان عملية الزيادة ولا يدفع إلا بموجب قرار جديد للجمعية العامة غير العادية، في حين لا تطبق على حالة الزيادة المقررة بموجب تحويل السندات، كما لا تطبق على الزيادات التكميلية المُخصصة لأصحاب السندات الذين إختاروا التحويل أو أصحاب سندات الإكتتاب الذين مارسوا حقوقهم في الإكتتاب، كما لا تطبق على زيادات رأس المال المقدمة نقدا والناجئة عن إكتتاب أسهم تم إصدارها بعد زوال حق الإختيار. راجع عبد القادر مشرفي، مرجع سابق، ص415.

³ _ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي (شركات المساهمة)، مرجع سابق، ص448.

⁴ _ Yves Guyon, op. cit., n° 770, p.770.

⁵ _Art . L 255-142 loi n°66-537

⁶ _ Mohamed Salah, op.cit., n°93-3, p.123.

القابلة للتحويل إلى أسهم

وفضّل المشرع الجزائري المزج بين الطريقة التقليدية للتحويل وهي التحويل لفترة أو فترات مُحدّدة مع الطريقة الحديثة وهي التحويل في أي وقت¹، ولو أنه من المُستحسن أن يُترك للشركة حرية تحديد مواعيد التحويل أو الإشارة إلى أن يكون التحويل مُمكنًا في كل الأوقات؛ لأن هذا من شأنه أن يمنحها المرونة اللاّزمة لتحقيق مصلحتها، كما يُشكّل ميزة ودافع قوي للإكتتاب في سنداتها من قبل الجمهور. وأيًا كانت طريقة التحويل؛ فإنه يتم إثبات تحرير الأسهم بمعاوضة الديون التي على الشركة عن طريق تصريح توثيقي *déclaration notariée*، صادر إما عن مجلس الإدارة أو عن مجلس المديرين أو مُوكليهم، على أن يقوم هذا التصريح التوثيقي مقام شهادة المودع عنده² *dépositaire*.

وعند الإنتهاء من التحويل، يطرح سؤال عن مصير السندات المُحوّلة، خاصة مع عدم بيان ما يُفِيد ذلك في القانون التجاري الجزائري، ولو أن المنطق يقضي أن يتم تسليمها إلى الشركة بمجرد تحويلها لتقوم بسحبها على أن يتسلّم الحملة الأسهم الجديدة التي تحلّ محلها³، ومثلما سكت المشرع عن بيان مآل السندات القديمة، سكت أيضا عن بيان نوعية الأسهم المُتوصّل إليها جزاء التحويل إن كانت أسهم ممتازة أو عادية، ولو أن أي قرار من الشركة مفاده توزيع أسهم ممتازة على المساهمين الجُدد سوف يزيد من إنفاقها، ناهيك عن التضارب الذي من الممكن أن يقع بينهم وبين حملة الأسهم المُمتازة الأقدمون، مما يعني أن توصلهم بأسهم عادية أقرب إلى المنطق؛ ما لم يقترن عقد الإصدار بشروط مُغاير، خاصة إذا كانت الشركة قد خرجت من ضائقة مالية وتحسّنت أحوالها.

ب- مُراعاة رأسمال الشركة أثناء الزيادة عن طريق التحويل

لا يثور جدل حول أهمية رأس المال داخل شركة المساهمة؛ بل يتعاضد دوره في هذا النوع من المُنشآت التي تضطلع بإتمام المشاريع الكبرى، فزيادة على كونه من الشروط الموضوعية التي

¹ المادة 715 مكر 118 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² Tayeb Belloula, op. cit., p.67.

³ نوال فنيخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 141.

تقوم عليها الشركة وقوامه مقدمات المساهمين¹، فهو ضمان لمديونية الغير المتعاملين معها الذين يمنحهم القانون حق معرفة كل مُستجد يطرأ عليه².

وأمام هذه الأهمية؛ فإن التشريعات على إختلافها أولت عناية خاصة له بمناسبة زيادة قيمته الثابتة بموجب تعديل للرقم المُحدّد عند التأسيس، والذي تمنع المواد القانونية المساس به إلا بعد المرور بإجراءات مُتسلسلة لتحقيق غايات مُتعدّدة، أولهما حماية مبدأ ثبات رأس المال، وثانيهما منع أي إضعاف للضمان العام المُقرّر لدائنيها الذي يقوم على فلسفة أنه لا مدين آخر للدائن غير الشركة، الكائن الخيالي الذي ليس له من الأموال سوى العناصر المُكوّنة لقيّمته المالية التي تستوجب توفير أقصى حماية لها، دعماً للإئتمان الذي تفرضه وتتطلّبه الحياة التجارية³.

إن لجوء شركة المساهمة إلى رفع رأسمالها يُشكّل إستثناء عن المبدأ السابق، ويجد مُبرّره في تحقيق أهداف مُعيّنة، منها ما هو داخلي ومنها ما تقتضيه الظروف الإقتصادية التي تتحكّم فيها. وأياً كان سبب ذلك، يُفترض معه مراعاة ما يُسمى بمبدأ ثبات رأس المال أو مناعة رأس المال الذي قد يُزاد عما هو مُحدّد سلفاً في نظامها المُشهر؛ لكن هذا لا يعني جمود موجوداتها دون تعديل؛ إنما يجب إحترام الإجراءات المنصوص عليها بقواعد أمرّة حماية لأصحاب المصالح، وهو ما دفع بالتشريعات إلى النص الصريح على ألا تزيد قيمة سندات القرض القابلة للتحويل بالإضافة إلى قيمة الأسهم القائمة عن قيمة رأس المال المُرخّص به⁴، وهذا الحكم نجده في الأنظمة التي تُفرّق بين الرأس المال المُصدر والرأس المال المُرخّص به كالتشريع المصري⁵ مثلاً، الذي يُتيح

¹ المادة 419 وما يليها من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 548 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ عبد القادر مشرفي، مرجع سابق، ص 408.

⁴ سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 819. أيضاً إلياس ناصيف، تأسيس الشركة المغفلة، مرجع سابق، ص 71. فرّقت بعض التشريعات العربية منها التشريع الكويتي والمصري، بين رأس المال المُصدر ورأس المال المُرخّص به. فالرأس المال المُصدر يتكوّن من القيمة الإسمية لكافة أنواع الأسهم الصادرة عن شركة المساهمة. أما رأس المال المُرخّص به يُحدّده نظام الشركة ويكون مُتجاوزاً رأس المال المُصدر المُعلن عنه في نظامها دون الحاجة إلى إتباع إجراءات خاصة بتعديل نظام الشركة التي تتطلب موافقة الجمعية غير العادية للمساهمين.

⁵ المادة 33 فقرة 01 من القانون رقم 159 لسنة 1981 بالنسبة للتشريع المصري، والمادة 148 من قانون الشركات الكويتي.

القابلة للتحويل إلى أسهم

للجمعية العامة غير العادية إمكانية زيادة رأس المال المرخص به، كما يجوز بقرار من مجلس الإدارة زيادة رأس المال المصدر قبل تقرير الزيادة بالكامل، على أن تتم زيادة رأس المال المصدر فعلا خلال السنوات الثلاثة التالية لصدور القرار المرخص بالزيادة وإلا كانت باطلة. وإستثناء من ذلك، نجد حالة زيادة رأس المال الناتجة عن تحويل السندات إلى أسهم؛ إذا تضمنت شروط إصدار تلك السندات أن لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم خلال مدة تتجاوز ثلاث سنوات من تاريخ إصدارها، والواقع أن تقرير هذا الإستثناء يُعد ضروريا حتى لا يتعارض مع تحقيق أهداف أصحاب هذه السندات¹، بشرط أن تنص شروط إصدارها عليه صراحة²، ولتفعيل هذا الحكم يقتضي توفّر شرطان³:

_ الشرط الأول: أن يتم تسديد رأس المال المصدر قبل أي زيادة مُقرّرة؛ غير أنه إستثناء من ذلك يجوز بقرار من رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال السماح لشركات المساهمة العامة العاملة في قطاعات خاصة (أحد مجالات الإسكان أو الإنتاج الصناعي أو الزراعي)، زيادة رأسمالها سواء بحصص أو بأسهم عينية أو نقدية قبل تمام تسديد رأس المال المصدر.

_ الشرط الثاني: أن تتم الزيادة الفعلية خلال ثلاث سنوات التالية لصدور قرار الترخيص بالزيادة أو خلال مدة سداد رأس المال المصدر قبل زيادته أيهما أطول؛ وإلا صار القرار المرخص بالزيادة باطلا.

كما دفعت هذه الإشكالية أنظمة أخرى كالتشريع الأردني والإماراتي إلى النص صراحة على ألا تزيد قيمة سندات القرض على قيمة رأسمالها الموجود حسب آخر ميزانية مُعتمدة، ما لم يؤذن للشركة بذلك في عقدها التأسيسي، أو أن تكون مضمونة من الدولة أو أحد المصارف أو البنوك العامة، ولا يجوز أن يزيد القرض على رأسمال المساهمة لِمَا فيه من أخطار على الشركة ذاتها وعلى المُقرضين أيضا⁴.

¹ سميحة القبوي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 979.

² المادة 89 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

³ المادة 88 فقرة 02 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع نفسه.

⁴ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي (شركات المساهمة)، مرجع سابق، ص 418.

بخصوص التشريع الجزائري؛ فإنه يمنع على الشركة أن تتعدى عند إصدارها للقيم منقولة حجم الإصدار الذي حدّته لجنة مراقبة البورصة، حتى تَعْم الفائدة على الشركة المُصدرة والسوق المُنظم للإصدارات المالية ككل؛ لأنه كلما زاد حجم الإصدار عما هو مُقرّر له تتغيّر معه سلطات الأغلبية داخل الشركة، مما يؤدي إلى تغيير الجهاز المُكلف بالإدارة فتتبدّل سياسة الشركة كلياً ويعم اللإستقرار، دون نسيان تأثير الزيادة على السوق الذي يغرق بالإصدارات الجديدة والكثيرة، فتتأرجح القيمة السوقية للورقة المالية، مما تقلّ معها فاعلية عمليات البورصة¹.

ت- وجود جزء من القيمة المنقولة أثناء ممارسة عملية التحويل

قد ينتج عن تطبيق القواعد التي يتم على أساسها تحويل السندات إلى أسهم، وجود كسور في عدد الأسهم المُقابلة للسندات المُحوّلة²، فالمرشع الجزائري لم يتناول هذه المسألة ضمن أحكام سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بخلاف سندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب³، فعندما يكون لصاحب قسيمات الإكتتاب الحق في عدد من الأسهم المُتضمّنة جزء من القيمة المنقولة بمقتضى إحدى العمليات المذكورة في المادتين 715 مكرر 127 و715 مكرر 129؛ فإن هذا الجزء يكون موضوع دفع نقدي، ويساوي هذا الدفع ضرب قيمة السهم في منتج كسر السهم الذي يُشكّل جزء القيمة المنقولة، أما بخصوص الشركات التي تُسجّل أسهمها في التسعيرة الرسمية، تكون هذه القيمة هي نفسها ثمن التكلفة المسوّرة خلال يوم إجراء البورصة الذي سبق تاريخ إيداع الطلب. أما في باقي الشركات الأخرى، تتحدّد هذه القيمة بموجب عقد الإصدار بناء على الأسعار الجارية في الكشف اليومي للقيم غير المقبولة بالتسعيرة، أو على أساس الأصول الصافية للشركة، كما يمكن أن يتضمّن عقد الإصدار نص يُعطي الحق لصاحب سند الاستحقاق في طلب عدد الأسهم الكلي، شريطة أن يدفع للشركة قيمة كسر السهم الإضافي المطلوب والمُحدّد بذات الكيفية السابق قولها⁴. يُفهم أن الشركة تُرجع لحاملها قيمة هذه الكسور نقداً، ورغم خصوصية هذا النص؛

¹ نوارة حمليل، مرجع سابق، ص312.

² « Lorsque l'exercice du droit de conversion ou de souscription fait apparaitre un « rompu », celui-ci est versé en espèces. Ce versement est égal au produit de la fraction d'action formant rompu par la valeur de l'action ». Mansouri Mansour, op.cit., p.208.

³ المادة 715 مكرر 128 فقرة 06 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ المادة 34 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

إلا أنه يمكن الإعتماد عليه قصد سد الفراغ التشريعي فيما يتعلّق بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل على غرار ما تبناه التشريع المغربي¹ والمصري²، هذا الأخير قام بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بعد صدور قرار وزير الإستثمار رقم 45 لسنة 2015³، الذي تضمّن آلية إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم من خلال نص المادة 17 مكرر، التي أكدت على ضرورة أن يُحدّد قرار الجمعية العامة غير العادية المتضمّن الموافقة على إصدار هذه السندات، ما يسمى بمُعامل التحويل المُستخدم أو أسلوب تحديد قيمة أسهم الشركة في تاريخ التحويل، طبقاً للدراسة المُعدّة من طرف إدارتها في هذا الشأن⁴.

ثانياً: دور مُراقبة المعلومة المالية في تحقيق رهان تحويل السندات إلى أسهم

إن الإلتزام بالمُحتوى العقدي من شأنه أن يُبعد الفجوة بين الشركة مُصدرة السندات والمُدخر⁵ المُتعامل معها، فمن شأن المعلومات المُدرجة في عقد الإصدار الذي يُشكّل إيجاباً عاماً باتّاً صادراً عن الشركة المُستقرضة أن يُبصّر الراغب في الإكتتاب⁶ ويجعله على بيّنة من أمره عند إتخاذه قرار التعاقد مع الشركة، كونه مضمون هذا الإلتزام هو تنبيه الراغب في الإكتتاب بواقعة من شأنها أن تُلقِي الضوء على حقيقة ما أو عنصر من عناصر العقد المُزمع إبرامه خلال المرحلة السابقة عن التعاقد⁷، وهو ما يبحث عنه المقرض من خلال توظيف فائضه المالي داخل الشركة، بعد أن يتفحص البيانات التي تنشرها هذه الأخيرة والمُتعلقة بموضوع القرض. ومما لا شك فيه، أن

¹ المادة 321 فقرة 03 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 820.

³ قرار وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية رقم 45 لسنة 2015، القاضي بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 135 لسنة 1993. متوفر على الرابط:

<http://laweg.net/Default.aspx?action=ViewActivePages&Type=6&ItemID=95753> تم الإطلاع بتاريخ:

2021/07/18 على الساعة 15:51.

⁴ سعيد حسين علي، التحكيم في منازعات الأوراق المالية طبقاً لقواعد الأونسيترال، ط01، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2016، ص ص33_34.

⁵ وصف المشرع الجزائري حامل الورقة المالية بالمُدخر ضمن المادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، وكذا المادة 06 من النظام رقم 02/96، والمادة 29 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

⁶ أطلق المشرع الجزائري وصف المُكاتب على حامل الورقة المالية ضمن النظام رقم 02/96، مرجع نفسه.

⁷ أحمد خديجي، مرجع سابق، ص 34 وما يليها.

القابلة للتحويل إلى أسهم

البيانات والمعلومات التي تُتاح لجمهور المدخرين¹ تكون عادة في صورة خام، كما أن معظمها ينصرف إلى الماضي بدل المستقبل الذي هو بئس القصيد في إتخاذهم لقرار الإكتتاب، ولا يُمكن الإنفعا بتلك البيانات والمعلومات إلا بعد المُصادقة عليها من قبل هيئة حيادية داخل الشركة؛ لأن الرقابة على الحسابات تُضفي المصادقية على الوثائق الحسابية الموضوعة من قبل الشركة جزاء كل عملية أو نشاط، ولما كانت هذه البيانات تُشكّل الضمان الأبرز لبناء توقعات وقرارات المكتبتين، فلا بد أن تكون مبنية على أسس موضوعية صحيحة، خاصة أنهم يسعون للحصول على أكبر قدر ممكن من المعلومات الزائدة على الحد التشريعي بكل نزاهة، تفعيلاً لقواعد حسن السلوك وميثاق شرف المهنة².

والإعلام في شركة المساهمة ذو طبيعة مُزدوجة، فقد يُنظر إليه على أنه حق كما قد يكون واجب، فهناك المستفيد "le bénéficiaire" من المعلومة وهناك المُلتزم بها -حائز المعلومة-³، وسبق بيان أن الشركة مُصدرة أدوات الدين تُقدم على وضع مجموعة من البيانات على وجه الإلزام لاسيما خلال المرحلة السابقة للإصدار، ونظراً لأهمية هذه المرحلة وحرصاً من المشرع على ضمان نجاعة هذه الخطوة المُهمّة، قام بتفعيل إختصاص عدة أجهزة من داخل وخارج الشركة لإنجاح إيصال المعلومة ذات الفاعلية للمُخاطبين بها⁴، كوّن المشرع لم يعد يتعامل مع الشركة

¹ وصف المشرع الجزائري في مواطن أخرى حامل الورقة المالية بالجمهور ضمن المادة 31 فقرة 05 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والمادة 43 من ذات المرسوم المُعدّلة بموجب المادة 07 من النظام رقم 01/12، والمادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95 والمواد 48، 51 فقرة 08، 59، 60، 65 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² في هذا الشأن، أكدت C.O.B منذ نشأتها على فكرة الإلتزام الأدبي كإمتداد لفكرة الإلتزام القانوني، في صورة نشر المعلومة المُقدمة إلى الجمهور.

³ ريمة بلبية، مرجع سابق، ص159.

⁴ الإعلام المفروض بموجب المادة 07 من النظام رقم 02/2000 السالف الذكر يتمثل في التقرير السنوي، بالإضافة إلى التقرير السداسي حسب المادة 05، إضافة إلى الإعلام الظرفي أو الفوري المُشار إليه ضمن المادة 02، ويكون هذا الإعلام بمناسبة أي حدث دوري يتعلّق بسعر السندات. الملاحظ أنه لم تصدر أية تعليمة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تُحدّد المعلومات الواجب إدراجها في التقرير السنوي. عن فاتح آيت مولود، مرجع سابق، ص284. وكذا ورده سالم، مرجع سابق، ص116. عكس المشرع التونسي الذي ضبطها بإحكام بموجب الفصل 44 من قرار وزير المالية المؤرخ في 17 نوفمبر 2000، يتعلّق بالتأشير على ترتيب هيئة السوق المالية المتعلق بالمساهمة العامة، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، ع 95 ل28 نوفمبر 2000. الذي عدّها في عدة نقط، منها: عرض حول نشاط ووضعية ونتائج الشركة؛ تطوّر الشركة وأدائها خلال الخمس سنوات الأخيرة؛ الأحداث الهامة الطارئة في الفترة الفاصلة بين تاريخ

على أنها عقد بين أطرافها تُنظّم أحكامها حسب إرادتهم فقط؛ إنما يتعامل معها على أساس أنها مفهوم إقتصادي مُتكامل تُنظّمها أحكام قانونية موضوعة من قبل إرادة تشريعية¹. ولأن احتمالية تضمين إعلان الإكتتاب والوثائق المرفقة به من مذكرة إعلامية وبيان إعلامي معلومات مغلوبة يبقى أمر وارد، مما قد ينعكس على نوعية المعلومات المُقدّمة للزبائن²، فقد أفسحت التشريعات المجال لمحافظ الحسابات الذي يبرز دوره بشكل كبير من خلال الكشف عنها والتأكد من مطابقتها للوضع المالي الحقيقية التي تتواجد عليها الشركة، بواسطة خضوعه لسُلطان القانون فقط عن طريق مُمارسته الرقابة الشرعية والقانونية، فهو لا يستمد إختصاصه من الروابط التعاقدية بخلاف الأجهزة الأخرى.

إفقال السنة المالية وتاريخ إعداد التقرير؛ التطور المتوقع لوضعية الشركة وأفاقها المستقبلية؛ التغيرات المُدخلة على أساليب وطرق إعداد وتقديم القوائم المالية؛ نشاط الشركات الخاضعة لرقابتها والمساهمات الجديدة أو عمليات التقويت؛ إرشادات حول توزيع رأس المال وحقوق الإقتراع؛ معلومات حول شروط حضور الجلسة العامة؛ إعادة شراء الأسهم وطبيعة العملية وإطارها القانوني؛ الأحكام المطبقة على تسمية وتعيين أعضاء مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة؛ أهم التفويضات الممنوحة من قبل الجلسة العامة إلى هياكل التسيير والإدارة ودور كل هيكل تسيير وإدارة؛ اللجان الخاصة ودور كل لجنة؛ تطور الأسعار والمبادلات بالبورصة منذ آخر جلسة وسير عمليات إعادة الشراء وإنعكاساتها؛ تذكير موجز بأحكام القانون الأساسي المتعلقة بتخصيص النتائج؛ جدول تطور الأموال الذاتية والمربح الموزعة بعنوان السنوات المالية الثلاث الأخيرة؛ تقرير اللجنة الدائمة للتدقيق بالخصوص فيما يتعلّق بإقتراح تسمية مراقب الحسابات، عند الإقتضاء... متوفر على الرابط: https://www.cmf.tn/sites/default/files/pdfs/reglementation/textes-reference/reg_CMF_APE_ar.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2021/07/02 على الساعة 18:05. أما بخصوص مُشتملات التقرير السنوي في القانون الفرنسي؛ فإنه يشكّل عرض حالة *compt rendu*، وقد بيّن حالاتها بموجب المادة 100-225 المُعدّلة أيضا بموجب:

Loi n°2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives. (JORF) n° 007 DU 23/03/2012. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le : 05/07/2021.

لتفاصيل أكثر راجع: عبد الباقي خلفاوي، حماية المساهم في شركة المساهمة بين القانون والواقع -دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، 2014/2015، ص123.

¹ أحمد عبد الرحمان المجالي، المفهوم القانوني لمهمة مراقب الحسابات في الشركة الخاضعة لرقابته وفقا للأنظمة السعودية -دراسة قانونية تحليلية مقارنة-، مجلة المفكر، مج13، ع01، 2016، ص12. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/62427> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/19 على الساعة 14:15.

² أطلق المشرع على حامل الورقة المالية لفظ الزبون ضمن المادة 07 فقرة 02 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، وكذا المادة 89 من النظام رقم 03/97، والمادة 14 فقرة 03 من النظام رقم 01/12 المعدّل للنظام رقم 03/97، مرجع سابق.

ولم تختلف التشريعات¹ في إعطاء محافظ الحسابات² مهمة دائمة وذات إتصال بالمنفعة العامة³، بإعتباره يُشكّل ضماناً عامة للمراقبة، زيادة على ما له من مهام أخرى كالتصديق؛ الإعلام والإندار⁴، فلم يعد محافظ الحسابات ذلك الوكيل المُكلّف بمراقبة مصلحة الشركاء والمساهمين داخل الشركة⁵؛ إنما تعدها لحماية مصلحة الشركة والفاعلين فيها بما فيهم دائئها، بالإضافة إلى حماية المؤسسة والمجتمع ككل⁶، عن طريق توقي الممارسات الإحتيالية غير القانونية على حساب المتعاملين والحد منها. وفي غياب الرقابة أو عدم وجود آليات ناجعة تضمن ممارستها كحق، تكون مُجرّد إشاعات مغلوبة⁷، فمحافظ الحسابات عيّن الشركة البصيرة، ويتجلى ذلك في سلطة الإطلاع التي كفلها له القانون والتي تُعد من النظام العام؛ لذا تُكيّف علاقة المُدقق القانوني بالشركة في كونها علاقة مؤسساتية؛ لأن السلطات التي يعترف له بها القانون غير قابلة للتفاوض، بمعنى أنها لم تعد تقتصر على الحسابات؛ إنما توسّعت تدريجياً لتشمل مهام أخرى⁸ تُؤثر على إنتظام الأعمال التي تتخلّل الحياة القانونية للشركة، فهي مُحاسبية ومالية وقانونية⁹، مما يجعله مُحصّن من أي عرقلة قد تمارس عليه، إضافة إلى أخذ رأيه بشأن عملية الزيادة التي تنوي

¹ راجع المادة 159 وما يليها من قانون شركة المساهمة المغربي، أيضا المادة 258 وما يليها من مجلة الشركات التونسية، بخصوص قانون الشركات الأردني راجع المادة 192 وما يليها، أيضا المادة 227 وما يليها من قانون الشركات الكويتي، والمادة 264 وما يليها من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

² إصطلحت التشريعات عليه بمصطلحات مختلفة مثل محافظ الحسابات؛ مراجع الحسابات؛ مندوب الحسابات؛ مدقق الحسابات؛ مراقب الحسابات أو المراجع الخارجي، في حين سماه المشرع الجزائري بمحافظ الحسابات حسب القانون المنظم للمهنة.

³ فؤاد معلال، مرجع سابق، ص234. وأصبح تحديد مصطلح الصالح العام أمر في غاية الصعوبة بالنظر لغموضه وتغييره، بما أنه خاضع لتغيير الظروف والأفكار. أيضا عبد القادر مشرفي، مرجع سابق، ص148.

⁴ Laure Siné, op.cit., p.113.

⁵ يسمح تقرير مندوب الحسابات للمساهمين بإتخاذ قراراتهم عن دراية كاملة بشأن حسابات الشركة المُعدة سلفا من الجهاز الإداري حسب الحالة، فهو بطريقة غير مباشرة يُقدّم للمساهمين حسابات عن تمام مهامه. لتفاصيل أكثر راجع :

J. Hemard –F. Terre –P. Mabilat, sociétés commerciales, tom 02, Dalloz, 1974, n° 1001, p.804.

⁶ يتم حماية المجتمع عن طريق إفشاء الوقائع الجرمية التي علم بها لوكيل الجمهورية أو وكيل الملك كما يصطلح عليه في التشريع المغربي.

⁷ أحمد الورفلي، مرجع سابق، ص143.

⁸ Mireille Bacache, responsabilité des commissaires aux comptes : entre régime spécial et droit commun, *Revue des sociétés*, Dalloz, 2016, p.377.

⁹ Laure Brunouw, l'exercice du contrôle dans les socites anonymes, école doctorale n°74, LILLE II, université du droit et de la santé, faculte des sciences juridiques, politiques et sociales, octobre 2003, p.34.

شركة المساهمة القيام بها بالنظر لكون مهامه فنية¹، فلا يُمكن أن يقع إصدار هذه الأوراق دون إجراء الرقابة السابقة عليها للتحقق من مدى توفّرها على الشروط والضمانات القانونية اللازمة²، ويُشكّل توقيعه على القوائم المالية دليل على صدق ما ورد فيها، الأمر الذي يخلق نوع من الطمأنينة للمتعاملين معها³، وليس بالإمكان تخطي أو تجاوز تقاريره بالنظر إلى طبيعتها التقنية المحضة، كونها قائمة على تحليل التناسق الجوهرى للتوقعات في ضوء النتائج السابقة للشركة وظروف التشغيل الحالية والوضع الإقتصادي الإجمالي والمبادئ المحاسبية المقبولة عمومًا، فالإنتظام هو الإمتثال للقوانين بشكل عام والمُتطلبات التنظيمية المُطبقة على المحاسبة. وعليه، يجب أن يتأكد المدقق القانوني من أن الحسابات قد تم إعدادها وفقًا لأحكام القانون التجاري والمُخطط العام للحسابات، مع إستكمالها أو تعديلها عند الإقتضاء⁴؛ حيث يركز دوره في إبداء الرأي بخصوص حسابات الشركة وإيجاد الإجابة الموضوعية عن الأسئلة التالية: هل حسابات الشركة مُنظمة؟ هل حسابات الشركة صادقة؟ هل تُعبّر حساباتها بصدق عن نتائجها وعن الحالة المالية التي تتواجد عليها؟⁵.

وعليه، يُشكّل دوره ضرب مُتقدم من ضروب حسن النية في تكوين وتنفيذ العقود، بما يحفظ حقوق الأطراف ويُقلّل من سياسة القطيع التي يتبعها أغلب المدخرين والمستثمرين⁶، نظرًا لعدم مقدرتهم على التحليل المالي أو لعدم توفّر المعلومة المالية بالأساس، ولا مجال للحديث عن المعلومات غير الحقيقية أو غير الدقيقة؛ لأنه يُشكّل إلتفافًا على مقصود النظام القانوني لحوكمة الشركات *gouvernement d'entreprise*⁷، هذا النظام نصّ عليه المشرع الأردني صراحة

¹ مهامه مُبيّنة في المادة 715 مكرر 04 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² أحمد الورفلي، مرجع سابق، ص 401.

³ فتيحة بن عزوز، مرجع سابق، ص 306.

⁴ Laure Brunouw, op. cit., p.36.

⁵ عز الدين بنستى، الشركات في القانون المغربي، ج 02، د ط، د د ن، د ب ن، د س ن، ص 157.

⁶ إستعمل المشرع الجزائري لفظ المستثمر في العديد من المواد، لاسيما المادة 40 فقرة 01 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، والمادة 05 من النظام رقم 02/96، مرجع سابق.

⁷ "مصطلح حوكمة الشركات هو ترجمة شائعة للمصطلح الأنجلو سكسوني Corporation Governance، الذي حمل تصوّر جديد بشأن إدارة ورقابة الشركات خصوصا المُدرجة في البورصة. ويقوم هذا المصطلح على مبادئ الشفافية؛ الإفصاح؛ الإنصاف؛ المسائلة؛ المسؤولية، تعزيزًا لثقة المُستثمرين والمُمولين وأصحاب المصلحة الآخرين في الشركة. ولأن موضوع

ضمن تعليمات خاصة¹؛ بحيث أكد في فحواها على دور مدقق الحسابات في إقرار الإفصاح والشفافية بنصه على جملة من الواجبات المطلوبة منه، كفحص الأنظمة المالية للشركة وأنظمة الرقابة الداخلية وإبداء رأيه بخصوص فاعليتها، والتأكد من ملائمتها لحسن سير أعمال الشركة والمحافظة على أموالها، وإبداء رأيه في عدالة البيانات المالية وطلب تعديلها إذا كان هناك ما يستدعي ذلك.

ودائماً في إطار المقارنة بين التشريعات، قد ألزم المشرع الجزائري شركات المساهمة بضرورة تعيين مندوب حسابات خبير في المحاسبة، قصد رقابة وضعية الشركة وإعطاء صورة صادقة عنها، في شكل إلزام قانوني قوامه الرقابة الشرعية للحسابات²، ويصدر على إثره قرار دقيق فيما يخص إدارة أعمال الشركة وسيرها والحالة المالية التي مرت بها منذ قفل السنة المالية لغاية إعداد التقرير، بمعنى أنه يُقدّم توضيحات عن الحسابات السنوية الفارطة بخصوص صحتها ومدى إنتظامها دون الحاجة لتدخله في التسيير³، وهو ذات ما تبناه المشرع المغربي⁴، أسوة بقانون الشركات الكويتي⁵ ونظام الشركات السعودي⁶، على غرار مجلة الشركات التونسية⁷ وقانون شركة

حوكمة الشركات مُتَشَعَّب ومرتبطة بعدة قوانين كالشركات؛ البورصة؛ القيم المنقولة؛ الإفلاس وغيره؛ فإنه لحد الآن لم يتم الإجماع على تعريف مُحدَّد له بالرغم من الإهتمام الكبير الذي حظي به من طرف الهيئات الأكاديمية والإقتصادية الدولية، فحسب منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية، حوكمة الشركات هي: "مجموع العلاقات التي تنظم في إطار العمل بين إدارة الشركة التنفيذية ومجلس إدارتها والمساهمين فيها والأطراف ذوي العلاقات الأخرى"، إلا أن التعريف الذي فرض حضوره عالمياً هو تعريف لجنة كاديري 1992، فحواه: "حوكمة الشركات نظام بمقتضاه تُدار الشركة وتُراقب". ورده سالمى، الإهتمامات التشريعية بحوكمة الشركات، مجلة الدراسات القانونية، مج01، ع02، 2015، ص03. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/20624> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/10 على الساعة 15:33.

¹ تعليمات حوكمة الشركات المساهمة المُدرجة لسنة 2017. متوفر على الرابط:

www.ase.com.jo/ar/tlyma-hwKmt-alshrkat-alsahmt-almdrjt-Isnt-2017 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/12 على الساعة 16:18.

² Yves Guyon, op. cit., n°380, p.389.

³ Yves Guyon-B.Coquereau, le commissariat aux comptes, Librairies Techniques, paris, 1971, n°259, p.195.

⁴ المادة 166 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁵ المادة 230 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁶ المادة الثالثة والثلاثون بعد المائة وما يليها من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

⁷ الفصل 266 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

القابلة للتحويل إلى أسهم

المساهمة الأردني¹، بالإضافة إلى قانون الشركات البحريني²؛ غير أنه فيما يخص زيادة رأسمال الشركة عن طريق إصدار سندات الاستحقاق، لم يبيّنوا صراحة دوره بعكس ما كان عليه الحال بالنسبة لإصدار أسهم جديدة، التي أكدوا فيها على ضرورة تحقّقه من أصول وخصوم الشركة وأي إمتيازات خاصة، وهو ما ينطبق في نظرنا على حالة إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل؛ حيث يصبّ هذا الإجراء في صالح المدخرين ليتقربوا أكثر من الحقيقة المالية التي تقوم عليها شركة المساهمة المُصدرة قبل مُباشرة الإكتتاب.

فدور مراقب الحسابات تَبعي لواجب الشركة في الإفصاح عن المعلومات اللاّزمة بصفة دورية، لكي تصل إلى علم المساهمين الفعليين (قدامى المساهمين) والمُحتملين (حملة السندات الراغبين في التحويل)، فالإفصاح يُؤلّد إتصال الشركة بالعالم الخارجي عن طريق الوسائل الإعلامية التي وضعها القانون³، بكيفية تسمح بالتنبؤ بقُدرتها على سداد إلتزاماتها وخلق تكافؤ الفرص بين مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء والأشخاص المعنية بالعرض. وحوصلة لما تقدّم، تتجلى مهمته أساسا في مراقبة الحسابات⁴، كونه المادة الخام للوضعية المالية للشركة التي

¹ المادة 193 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

² المادة 219 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

³ حسب المادة 717 فقرة 03 من القانون التجاري؛ فإنه: "تودع حسابات الشركة في المركز الوطني للسجل التجاري خلال الشهر الذي يلي مُصادقة الجمعية العامة عليها ويُعد بمثابة إشهار". وذلك تحت طائلة العقوبة المنصوص عليها في المادة 35 من القانون رقم 08/04، المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1425 الموافق لـ 14 غشت 2004، ج ر ع 52، الصادرة في 18 غشت 2004، المتعلق بشروط ممارسة الأنشطة التجارية المعدل والمتمم.

⁴ ألزم المشرع الجزائري طبقا لنص المادة 716 من القانون التجاري وضع المستندات الحسابية للشركة، لاسيما حساب الإستغلال العام وحساب النتائج والميزانية بالإضافة إلى تقرير مكتوب حول حالة الشركة ونشاطها خلال السنة المنصرمة، تحت تصرّف مندوبي الحسابات لمدة أربعة أشهر على الأقل التالية لقف السنة المالية، بالإضافة إلى ما تضمنه النظام المحاسبي الجديد من كشوفات مالية تتضمّن جدول سيولة الخزينة وجدول تغيير الأموال الخاصة ومُلحق يُحدّد القواعد والطرق المحاسبية المستعملة والمعلومات التكميلية عن الميزانية وحساب النتائج. راجع المادة 25 من النظام المالي المحاسبي الجديد الصادر بموجب القانون 11/07، المؤرخ في 15 ذو القعدة عام 1428 هـ الموافق لـ 25 نوفمبر 2007، ج ر ع 74. وتضبط الكشوفات المالية تحت مسؤولية مُسير الكيان، ويتم إصدارها خلال مُهلة أقصاها ستة أشهر التالية لتاريخ إقفال السنة المالية، ويجب أن تكون متميّزة عن المعلومات الأخرى التي يُحتمل أن ينشرها الكيان. راجع المادة 3.210 من القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوفات المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ج ر ع 19، الصادرة بتاريخ 28 ربيع الأول عام 1430 هـ الموافق لـ 25 مارس سنة 2009.

تعكس مسار سنة مالية كاملة، ليمتد عمله على طول السنة ويشهد بعض المهام ذات الخصوصية، فهو مدعو للبحث في مداولة الجمعية التي تُقرّر زيادة رأس المال وما قد يقترن بها من قرارات أخرى كإلغاء الحق التفضيلي في الإكتتاب¹؛ فإذا قرّرت الشركة زيادة رأسمالها بالتزامن مع إلغاء هذا الحق؛ فلا تتم هذه الزيادة إلا بموجب قرار من الجمعية العامة غير العادية وتقرير من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين بحسب الطرق المُتاحة²، ولو أن المشرع الجزائري بخلاف التشريع المغربي³ قد أغفل بيان محتوى هذا التقرير على الرغم من أن الراجح هو إرتباطه لا محالة بتقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين المرفوع للجمعية العامة غير العادية، فمحافظ الحسابات يسعى لتأكيد مدى توافق رأيه أو تنافره مع الثابت في دفاتر الشركة والمركز المالي الحقيقي لها؛ بحيث يهدف من خلاله إلى بيان صحة المعلومات المُتضمنة في هذه التقارير، وكذا المصلحة التي تجنيها الشركة جزاء إلغاء حق الأفضلية⁴.

فبالرجوع إلى القرار المؤرخ في 24 يونيو 2013 المُحدّد لمحتوى ومعايير تقارير مندوب الحسابات⁵، نجده قد أكّد على وجوب تحقّقه من صحة المعلومات المذكورة في تقرير الهيئة المُختصة المُقدم للجمعية العامة بشأن الترخيص برفع رأس المال، التي تشمل على الخصوص مبلغ وأسباب الرفع المُقترح، وأسباب إقتراح إلغاء الحق التفاضلي في الإكتتاب، بالإضافة إلى كيفيات تحديد سعر الإصدار.

أما فيما يتعلّق بالتقرير المُوجّه للجمعية العامة غير العادية الناظرة في الترخيص برفع رأسمال الشركة المُقدم لها وللجهاز التداولي المؤهل الذي يُرخص بالزيادة؛ فإنه يشمل التذكير بالنصوص التشريعية والتنظيمية المُطبّقة، كما يتم تضمين فقرة تحتوي على الفحوصات المُنجزة،

¹ المادة 715 مكرر 04 فقرة 04 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 697 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ المادة 194 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ عبد اللطيف علاوي، مندوب الحسابات ودوره في مختلف أشكال الشركات التجارية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص قانون الأعمال، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2017/2016، ص120.

⁵ القرار المؤرخ في 15 شعبان عام 1434 الموافق لـ 24 يونيو سنة 2013، يُحدد محتوى معايير تقارير محافظ الحسابات، ج ر ع 24، الصادرة في 30 أبريل 2014، ص12.

القابلة للتحويل إلى أسهم

لاسيما كفاءات تثبيت سعر الإصدار ومدى إحترام الحق التفاضلي للإكتتاب، بالإضافة إلى خُلاصات تُشير إلى ملاحظات أو غياب ملاحظات حول عملية الزيادة؛ لكنه في المقابل يخلو من بيان مدى ملائمة عملية رفع رأس المال¹؛ لأنه ليس من إختصاصه. نفس الحكم تبناه المشرع التونسي² والمغربي³، هذا الأخير إشتراط عليه وضع تقرير خاص يتضمّن رأيه بشأن إقتراح حذف حق أفضلية الإكتتاب وأسبابه المذكورة في تقرير مجلس الإدارة أو في تقرير مجلس الإدارة الجماعية، بالإضافة لرأيه بخصوص ثمن الإصدار ومبلغه أو فارق الثمن، وعند الإقتضاء شروط تحديده، وبيان إذا كان أساس حساب ثمن الإصدار أو عند الإقتضاء الفارق الذي إعتدده مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية صحيح وصادق، كذا رأيه حول أثر الإصدار على وضعية المساهم المُشار إليها في تقرير مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية.

تأكّد مما سبق أن دور محافظ الحسابات لا غنى عنه في تفعيل عملية رفع رأسمال الشركة، ففي الفقه الفرنسي يُنظر إلى مراقبي الحسابات على أنهم وجدان المشروع moral d'entreprise، والبعض يصف مهمتهم بأنها فضاء الأرقام، بينما البعض الآخر يعتبرهم حارسوا الحقيقة والنظام داخل المشروع أو حارسوا القانون والشركة⁴، خوفا عليها من الإفراط في المديونية، وحماية لمنظومتها المالية⁵، وتأكيدا لقدرتها على سداد قيمة سنداتها⁶.

¹ المادة 3.10 من القرار المُحدّد لمحتوى معايير تقارير محافظ الحسابات، مرجع سابق.

² الفصل 266 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

³ المادة 04 من المرسوم رقم 2.09.481، الصادر في 04 محرم 1431 (21 ديسمبر)، يتعلق بتطبيق القانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة، ج ر ع 5806، الصادرة بتاريخ 05 صفر 1431 (21 يناير 2010)، ص 170. متوفر على الرابط: <https://adala.justice.gov.ma/production/html/ar/159979.htm> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/18 على الساعة 23:47. المنصوص على التقرير في الفقرة الأولى من المادة 192، وفي الفقرة الثانية من المادة 193 من القانون رقم 17.95 السالف الذكر.

⁴ فاطمة الزهراء بدي، مرجع سابق، ص 61.

⁵ أحمد الورفلي، مرجع سابق، ص 120.

⁶ Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 25 janvier 2005, 02-16.689. Disponible en ligne sur le site :

https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000007487141?init=true&page=1&query=la+masse+des+obligataires&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

حتى تظهر الحقيقة الكاملة وتُكشف الوضعية الطبيعية التي تتواجد عليها الشركة ليكون المكتتب في الصورة، يقوم محافظ الحسابات بإعداد تقاريره بناء على قرائن¹ وأدلة إثبات²؛ لأن من شأن البيانات التي يتضمنها قرار الإقتراض أن يُسبب أضرار معنوية للشركة تنعكس بشكل مباشر على اعتمادها المادي³ وإئتمانها بسبب ضخامة الأرقام المُحدّدة داخل البيانات، كما يقوم بمراقبة وإعداد تقرير خاص عن إصدار الأوراق المالية خلال مراحلها المختلفة، ويوجّهه إلى الجمعية العامة غير العادية وإلى الجهاز التداولي المؤهل لذلك⁴، يُثير فيه جملة من المعلومات، لاسيما أسباب الإصدار وكيفيات تسعير إصدار السندات⁵ ومدى تأثيرها على وضعية المساهمين، كما يتأكد من إمكانية المحافظة على سعر الإصدار الأول أو وجوب تعديله، وفي الفرضية الأخيرة يُبيّن مدى إحترام الشروط الجديدة ومُطابقتها للحقيقة، فمهمته تفرض عليه ضرورة تكوين رأي شخصي بشأن عملية الزيادة وأسس تحويل السندات إلى أسهم⁶، بالإضافة إلى التنكير بالنصوص التشريعية والتنظيمية المُطبقة بخصوص الإصدار أو الإشارة إلى إستحالة إبداء الرأي حول الشروط النهائية له، كما يلتزم بتحرير خلاصة حول صدق المعلومات المُقدّمة بالأرقام المأخوذة من حسابات الشركة، الواردة في تقرير الجهاز المُختص⁷. كما يقوم بالإضافة إلى إعداد التقرير السابق، إعداد تقرير تكميلي بمجرد الإنهاء من العملية، يقدر فيه المعلومات المُتضمّنة في تقرير الجهاز المُختص للجمعية العامة، كما يقوم ببيان أي ملاحظات إذا وجدت حول مطابقة شكل العملية بالنظر إلى التصريح الممنوح من قبل الجمعية والبيانات التي قُدّمت لها. وفي الأخير، يُدلي برأيه في الشروط النهائية للإصدار، لاسيما فيما يتعلّق بحجم المبلغ النهائي وما مدى تأثير

¹_كالإستدلال بتصريح المسيرين وفحص الوثائق والقيام بمشاهدات عينية وغيره. راجع المادة 715 مكرر 11 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

²_كالجرد الفعلي للمستندات المؤيدة للعمليات التي أجرتها الشركة مثل فواتير البيع والشراء، الإقرارات أو الشهادات المُعدة خارج الشركة كشهادات دين، بالإضافة إلى الإقرارات المُعدة داخل الشركة كالقوائم المالية الختامية وما جاءت به المادة 33 من القانون رقم 01/10، المؤرخ في 16 رجب 1431 الموافق لـ 29 يونيو 2010، يتعلق بمهن الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد، ج ر ع 42، الصادرة في 11 جويلية 2010.

³_الإعتماد هو قدرة الشركة على تسديد مديونيتها وغيرها بالكيفيات المُتفق عليها داخل الأجل المحددة.

⁴_المادة 3.12 من القرار المحدد لمحتوى معايير تقارير محافظ الحسابات، مرجع سابق.

⁵_المادة 5.12 من القرار المحدد لمحتوى معايير تقارير محافظ الحسابات، مرجع نفسه.

⁶_ Mohamed Salah, op.cit., n°86, p.114.

⁷_المادة 6.12 من القرار المحدد لمحتوى معايير تقارير محافظ الحسابات، مرجع سابق.

الإصدار على أصحاب السندات والقيم المنقولة التي تسمح بدخول رأس المال بالمقارنة برؤوس الأموال الخاصة¹.

من جانب آخر، ألزم القانون الجزائري محافظ الحسابات بإعداد تقرير خاص عن إستمرارية الإستغلال والعراقيل التي تُصادفه²، والذي يؤكد من خلاله قدرة الشركة على متابعة إستغلال نشاطها من عدمه، ليساعدها على إجراء تقييم وتشخيص لوضعيتها وإجراء تحيين دوري لكل النقائص التي تشوبها حتى يسمح بتحديد ماليتها بصورة أدق، وهو ما تحتاجه هي وكل شركائها الماليين³، وبعد أن يقوم بتحليل بعض الوقائع والأحداث التي تُشكل مؤشرات حول عرقلة متابعة الإستغلال، ما عليه سوى أن يتخذ الإجراءات المنصوص عليها في أحكام القانون التجاري⁴. ما تم ملاحظته في هذه النقطة، أن المشرع لم يُحدّد الوقائع التي من شأنها أن تُعرقل حسن سير النشاط لا في القانون التجاري ولا في القانون المُنظّم للمهنة؛ لكن القرار المؤرخ في 24 يونيو 2013 المُحدّد لمعايير تقارير المندوب ومحتوياتها، قسّم المؤشرات إلى ما هو ذو طابع مالي كعدم قدرة الشركة على دفع حقوق دائنيها عند حلول أجل الاستحقاق المُتفق عليه، أو وجود قروض لأجل ثابت بلغت تاريخ إستحقاقها دون توفّر آفاق حقيقية لتجديدها أو إمكانية تسديدها، أو اللجوء المُبالغ فيه للقروض قصيرة الأجل قصد تمويل قروض أخرى طويلة الأجل، أو عدم القدرة على تحصيل تمويل كافي ومُستمر من أجل تطوير إستثمارات أخرى جديدة. ومن المؤشرات ما هو ذو طابع عملي، كعدم إحترام الإلتزامات المُتعلقة برأسمال الشركة، أو خسارة حصة مُمول رئيسي وغيرها من الحالات⁵.

يُطرح في هذا الشأن تساؤل حول إمكانية تصديق محافظ الحسابات على المذكرة الإعلامية؟ يرى المشرع المصري أن مراقب الحسابات لا يشهد بصحة الميزانية؛ إنما يبدي رأيه حولها بالنظر

¹ المادة 7.12 من القرار المحدد لمحتوى معايير تقارير محافظ الحسابات، مرجع سابق.

² المادة 25 فقرة 08 من القانون رقم 01/10، مرجع سابق.

³ ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، إصدار 2009، ص 46. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://ecgi.global/download/file/9902&ved=2ah>

تم [UKEwjxKn83KnrAhVSiFwKHSIEBwUQFjAAegQIARAB&usq=AOvVaw0R7zt1p3ToyNXfU6aGVu4q](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://ecgi.global/download/file/9902&ved=2ah)

الإطلاع بتاريخ: 2020/08/02 على الساعة 16:19.

⁴ المادة 715 مكرر 11 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ عبد اللطيف علاوي، مرجع سابق، ص 99 وما يليها.

لطبيعة عمله التي لا تمكّنه من ذلك، عكس المشرع الفرنسي الذي أكد على تجاوز تقريره من مجرد إبداء الرأي إلى الشهادة بنقل الحقيقة، أي إخراج قناعاته الشخصية من ميدان الإحتمال إلى ميدان الحقيقة مع تحمّله كامل المسؤولية¹، وهو ذات ما سلكه التشريع المغربي²، مؤكداً على منحه إما خيار المصادقة على صحة وصدق القوائم التركيبية أو التحفظ على الإشهاد أو رفض الإشهاد كلياً مع تسبب ذلك. ذات الموقف تبناه التشريع الجزائري³، الذي حرص على مصادقة مندوب الحسابات على الحسابات السنوية إذا كانت صحيحة ومُنظمة، ويثبت تصديقه بقبول واضح، مُستعملاً عبارة "أصادق" مع توقيعه على جميع مُستندات المراقبة، كما يمكن أن يكون توقيعه غير مُطلق أي بتحفظ على بعض جوانب التقرير التي تُشكّل أخطاء غير جسيمة لا تؤدي إلى الرفض الكلي للتقرير؛ لكن إذا ثبت له العكس، يُبيّن ملاحظاته حول الأسباب التي دفعته لرفض المصادقة على الحسابات⁴.

وخوفاً من عدم فاعلية الرقابة الداخلية التي يُمارسها محافظ الحسابات على توفير الحماية اللازمة للمُكتتبين خلال هذه المرحلة المُهمّة، التي تُشكّل مُنعرجاً بالنسبة لولوج المُدخر إلى الشركة عن طريق الإكتتاب في أدواتها المالية كسندات الاستحقاق القابلة للتحويل التي تطرحها، كان من الضروري إمتدادها إلى رقابة خارجية لتكتمل بذلك مراحل الإشهار قصد إنجاح عملية تحويل السندات لأسهم⁵، خاصة إذا كانت الشركة المُصدرة مُقيّدة في سوق البورصة التي تتوفّر على لجنة

¹ _عبد الرحيم بن عبيدة، مفهوم المصلحة كضابط لتحديد إختصاصات ومسؤولية مجلس الإدارة والجمعيات العامة، رسالة دكتوراه، جامعة عين الشمس، مصر، 2002، ص316.

² _المادة 175 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ _المادة 715 مكرر 04 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ _مختار دحو، القرارات الجماعية العادية في شركة المساهمة (دراسة مقارنة)، د ط، النشر الجامعي الجديد، تلمسان، 2018، ص26.

⁵ _تمت أول تجربة إصدار قروض سنديّة في الجزائر من قبل شركة سوناطراك بهدف تغطية الحاجات المالية لها؛ حيث قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمنح سوناطراك تأشيرة رقم 01 بتاريخ 18/11/1997، على المذكرة الإعلامية المُسلّمة من طرف الشركة والمتعلّقة بقرض سندي مبلغه خمسة ملايين دج، بسعر فائدة إسمي مقداره 13 % لمدة خمس سنوات، وتم تعديل المبلغ ليصبح 12 مليار دج، وكانت الشركة قد إتخذت عدة خطوات؛ حيث قامت بالتحضير للعملية قبل سنة بالتعاون مع وزارة المالية والبنك الجزائري، وبعد إستيفاء كافة شروط القبول في البورصة حصلت على تأشيرة اللجنة، وكانت الشركة قد إختارت البنك الخارجي الجزائري للقيام بالعملية والإشراف على تحقيقها. وإستعان البنك بنقابة ضمان التي أوكل لها مهمة توظيف السندات بصفتها مُكوّنة من مجموعة بنوك وعدة مؤسسات تأمين وضمنان؛ حيث وُضع

إشهار ومُتابعة للأوراق المالية ومُستلزماتها، إصطاح عليها في التشريع الجزائري بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها¹، باعتبارها هيئة تنظيمية تعمل على تنظيم السوق الذي تتداول فيه هذه الأوراق، قصد ضمان سيرها وشفافيتها وحماية المُستثمرين فيها عن طريق بسط المساواة بينهم لضمان شفافية السوق²، ومنعاً لإستغلال المعلومة الإمتيازية بشكل فردي³، وحفاظاً على مبدأ المساواة بين المُدخرين في المعلومة، وبسط الرقابة على المعلومات المنشورة داخلها، والتأكد من درجة وضوحها ومدى تطابقها للأحكام التشريعية والتنظيمية في عمليات نشر الحسابات السنوية والمستندات التكميلية؛ لأنه في غياب البيانات الضرورية اللازمة خطر على المُدخر الذي يعزف عن الإكتتاب فيها مما ينعكس على الإقتصاد الوطني برُمته⁴، كَوْن المعلومة الواجب الإفصاح عنها في سوق الإصدار -السوق الأولي- تختلف عن المعلومة الواجب الإفصاح عنها في سوق التداول -السوق الثانوي-⁵، التي تستفيد فيها من جميع ملاحظات مندوب الحسابات السابقة

تحت تصرف المستثمرين ثلاثة أصناف من الأوراق التي كانت بمبالغ 10.000 دج، 50.000 دج و100.000 دج، وبما أنها أول تجربة في الجزائر لم تتلقى الإقبال الكافي مما أدى إلى تمديد عملية الإكتتاب لشهرين آخرين، حينها فاق الطلب العرض وقُدّر نجاح العملية بـ 260 % . محمد براق، واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وأفاقها، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والإقتصادية والسياسية، د ع، د س ن، ص ص 78_79.

¹ يصطاح عليها في التشريع التونسي بهيئة السوق المالي، وتسهر على إحترام الشروط القانونية لإصدار الأوراق المالية وخاصة ما يتعلّق منها بنتائج الإستغلال المُحقّقة خلال السنوات السابقة للسنة التي يقع خلالها الإصدار، كما تسهر على أن تكون الإشهارات الواقعة بمناسبة عملية الإصدار مطابقة لحقيقة وضعية الشركة وتُراقب على وجه الخصوص مضمون مشاريع نشرات الإصدار. دليل الشركات التجارية الصادر عن وزارة العدل وحقوق الإنسان التونسية، منشورات مركز الدراسات القانونية والقضائية، ص122. متوفر على الرابط:

<https://drive.google.com/file/d/1Mbn2T207joN7j9bOrtkkpIWrDY0ZQm8b/view> تم الإطلاع بتاريخ:

04/10/2020 على الساعة 22:33.

² **Maurice Christian-Philippe Duprat**, les infractions boursières, 1^{er} édition, presse universitaires de France, paris, 1996, p.09.

³ «Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés». **Philippe Merle-Anne Fauchon**, op. cit., n°1606, p.322.

⁴ **ديدن بوعزة**، ممارسة السلطة في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه دولة في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، 2003/2002، ص206.

⁵ **فتيحة بن عزوز**، مرجع سابق، ص255.

الذكر، فتعمل على إستمرارية الرقابة التي قام بها¹؛ لذا تتكفل ولو بطريقة غير مباشرة بمراقبة عمل محافظ الحسابات². وفي سبيل تنظيم السوق الأولي دائماً، أصدرت اللجنة النظام رقم 02/96 المعدل بموجب النظام رقم 01/04، بهدف تكملة المواد التي جاء بها المشرع في أحكام القانون التجاري المنظمة لعملية اللجوء العلني للإدخار، من أجل توفير الحماية الضرورية لسوق الإصدار الذي يستدعي بالضرورة حماية المدخر في السندات³.

وتعد الرقابة على إعلام نشاط الشركة التي تلجأ علانية للإدخار أول مجال لتدخل لجنة عمليات البورصة في التشريع الفرنسي⁴؛ لذا يتوجب عليها القيام بكل ما يُفيد عمليات التحقيق حتى تتمكن من ممارسة الرقابة على أكمل وجه⁵، عن طريق تدبير وقائي يتمثل في مراقبة مدى إلتزام الشركة مُصدرة السندات بالنشر المُسبق للمذكرة الإعلامية كشرط سابق للإصدار، وحتى تكون هذه الخطوة مُنتجة ينبغي أن تُتبع بعرض مشروع المذكرة على اللجنة لمراقبتها والتأشير عليها⁶، فالتأشيرة تُشكّل أحد الوسائل الخارجية للرقابة على الشركة⁷ كونها تنصب حول نوعية الإعلام⁸ المُقدّم من طرف الشركات المُصدرة، ولا تبدي رأيها حول العملية المُراد القيام بها⁹؛ لأنه ليس من صلاحيتها فهي لا تحل محل المدخر في إتخاذ قراره المالي¹⁰، حتى أنه في فرنسا، وإستناداً إلى

¹ - قصد حماية حملة القيم والتصدي للإنحرافات المُحتمل وقوعها، تقوم اللجنة بالإستعانة بخبير أو أكثر من المُراقبين الخارجيين -الذين لم يشتركوا في إعداد المعلومات المُزعم نشرها- للقيام بكل بحث تكميلي أو إجراء عمل مُعاينة تراه ضروري، وهو ما يُعزّز التعاون بينهما لكون مهامهما مُماثلة فهي ذات هدف واحد هو مراقبة المعلومات المالية لصالح المساهمين والجمهور المُكاتب على حد السواء. فاتح آيت مولود، مرجع سابق، ص329.

² - فتيحة بن عزوز، مرجع سابق، ص279.

³ - فتيحة بن عزوز، مرجع نفسه، ص258.

⁴ - ريمية بلبية، مرجع سابق، ص234.

⁵ - المادة 37 فقرة 01 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

⁶ - المادة 41 فقرة 01 من القانون رقم 04/03، مرجع سابق.

⁷ - فتيحة بن عزوز، مرجع سابق، ص272.

⁸ - عدل النظام رقم 02/96 السالف الذكر بالنظام رقم 01/04، المؤرخ في 20 جمادى الأولى عام 1425 الموافق لـ 08 يوليو سنة 2004. وبمقتضى المادة 05 مكرر من هذا الأخير، تستطيع اللجنة بناء على طلب الشركة المُصدرة أن ترخّص بإستعمال مشروع المذكرة وتضع عليها التأشيرة وترخّص بإستعمالها حسب ذات الشروط المُبيّنة في ذات المادة.

⁹ - المادة 04 فقرة 02 من النظام رقم 02/96، مرجع سابق.

¹⁰ - فتيحة بن عزوز، مرجع سابق، ص255.

حكم قضائي صادر عن محكمة إستئناف باريس بتاريخ 18/11/1977؛ فإن الصيغ التي تصدر بها موافقة الجهة المختصة تُذيل عادة بعبارة: "إن الموافقة لا تعني بيان فوائد وأهمية المشروع، ولا تُعتبر تقديرا منها لموقف الشركة"¹.

كما تمنح اللجنة الإشارة الخضراء للشركات المقبولة تداول قيمها في البورصة عندما يتعلّق الأمر بحالات السهو أو الحذف لبعض المعلومات في المناشير، بالإضافة إلى إبداء ملاحظاتها بأي شيء تراه مناسباً ويهمّ الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة أو في أي وسيلة إعلامية أخرى². على أن تُراعي البيانات المُقدمة كل الوقائع المُتغيّرة، مثل حجم رأسمال الشركة والصفقات المُبرمة بناء على مصدر موضوعي وموثوق منه، كَوْن المُدخر لا يثق في الجهاز الذي يُسيّر الشركة؛ إلا إذا تبيّن له أنها مُسيّرة على النحو الصحيح، ويُلتَمَس هذا من خلال جودة المعلومة المُقدمة بإعتباره مُحِب للإستعلام، خاصة إذا تزامن إتخاذ الشركة قرارات مالية مُهمة خارج الأوقات المُقرّرة للإعلام، ويبرز دور اللجنة في التأكّد من تمام النشر اللاحق لها بكل موضوعية وشفافية³، فلا أهمية لهذه المعلومة إلا إذا وصلت لعلم المُدخر الذي يوضع تحت تصرّفه كل البيانات اللازمة داخل مقر الشركة وفي كل المؤسسات التي تعتمدها اللجنة كوسيطاء في عمليات البورصة لتلقي الإكتتاب⁴. كما يُمكنها أن تقوم بتدابير علاجية؛ كأن تتقدّم بطلب المعلومات المُتعلّقة دائماً بتنظيم الشركة مثل الكشف عن عرضها المالي العام، مع الإشارة عند الإقتضاء إلى البيانات الواجب تعديلها أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها، كما يمكنهما أن تطلب أي تبرير أو إيضاح يخصّ المعلومات الواردة في مشروع المذكرة قبل التأشير عليها⁵، في المقابل منح لها القانون إمكانية رفض التأشير⁶، ما لم تلتزم الشركة المُصدرة بملاحظاتها¹، وعندما يظهر لها أن هذا

¹ نصيرة تواتي، مرجع سابق، ص232.

² ديدن بوعزة، مرجع سابق، ص212.

³ هذه الموضوعية تتماشى مع مضمون المادة 715 مكرر 04 من القانون التجاري الجزائري.

⁴ ديدن بوعزة، مرجع سابق، ص214.

⁵ على أن تنشر القرارات التوضيحية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية. المادة 45 فقرة 03 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

⁶ المادة 42 فقرة 03 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع نفسه. في ذات السياق لم تُحدّد اللجنة المُدة التي يتم من خلالها رفض التأشير، ليبقى لها السلطة التقديرية في ذلك؛ لكن بالعودة إلى النظام رقم 03/97 السالف الذكر لاسيما المادة 22 منه، نجد أن مدة القبول أو الرفض مُحددة بشهرين، كما أن الرفض ليس معناه عدم قبول أي مشروع آخر للشركة

الإجراء ناقص وغير فعّال، تستطيع أن تحلّ مباشرة محل المصدر في نشر المعلومات اللازمة²، فرقابتها مُتّسعة ومُتعدّدة الأوجه، مما يجعل المُدخرين في شركات المساهمة العامة نُخبة محظوظة من المستثمرين المُستقبليين، تتمتع بحماية لا يتمتع بها الشركاء في شركات الأشخاص ولا حتى في شركات الأموال الأخرى³، منعا لأية مُحاولَة للتلاعب بالبيانات المُفصح عنها من قبل الفاعلين كتضخيم رأسمال الشركة عن طريق تضخيم الميزانية مثلا التي تُعد من البيانات الهامة التي يطمئن لها المُدخِر⁴، وقرار التأشيرة من عدمه يؤدي إما لقبول أو رفض المُصدر على مستوى السوق الأولية⁵، فبمُجرّد تأشيرها على المعلومات، تسمح مباشرة بالخوض في عملية التداول داخل

المُصدرة؛ إنما يُمكنها أن تبدي رأيها من جديد في مذكرة إعلامية أخرى. بالتالي؛ هناك فرق بين رفض التأشير وقراراتها بتوقيف عمليات التوظيف، فهذه الأخيرة تكون في حالة منح التأشيرة للجهة المُصدرة لسبب من أسباب توقّف عملية التوظيف المنصوص عليها ضمن المادة 19، عكس حالات رفض منح التأشيرة المنصوص عليها ضمن المادة 06 من النظام رقم 02/96، مرجع سابق.

¹ غير أن المنع من النشر من شأنه أن يضرّ بمصلحة المُدخرين ويحرمهم من كل المعلومات؛ لذا فالغاية المُثلى هي تأخير العملية المُزمع القيام بها لغاية قيام المُصدر بالإعلانات اللازمة والمُفيدة للمُدخِر، وتمتّع اللجنة بهذه الصلاحية يختلف بحسب ما إذا كان الإعلام خاضع للتأشيرة من عدمه، كالبيانات التي يجب على الشركة المُصدرة نشرها قبل إصدار القيم المنقولة عند اللجوء العلني للإدخار وعند طلب تسعير السندات الخاضعة للمادة 19 من النظام رقم 02/96. أما الإعلام غير الخاضع للتأشيرة، يتعلّق بالمعلومات التي تسبق إنعقاد الجمعيات العامة للمساهمين؛ فإن اللجنة لا تتمتع بأي سلطة عليها؛ لذا كان من الأفضل تمكين اللجنة من تأخير إتخاذ أي قرار من الجمعية العامة بسبب عدم مطابقة المعلومات للمتطلبات التشريعية حتى توفّر للمُدخِر جميع المعلومات اللازمة. ريمة بلبه، مرجع سابق، ص 240.

² المادة 6 فقرة 02 من النظام رقم 02/2000، مرجع سابق.

³ ريمة بلبه، مرجع سابق، ص 235.

⁴ عبد القادر مشرفي، مرجع سابق، ص 388.

⁵ يتم رفض نشرة الإصدار في التشريع الأردني، لأحد الأسباب التالية:

_ إذا كانت المذكرة الإعلامية غير مُطابقة لأنظمة اللجنة وتعليماتها؛

_ إذا كانت المذكرة غير مُرفقة بالوثائق المنصوص عليها في أنظمة اللجنة؛

_ إذا كانت المذكرة غير مُكتملة أو غير صحيحة فيما يخص بعض النقاط أو أهملت ذكر وقائع من اللازم الإشارة إليها؛

_ إذا كانت الطلبات الخاصة بالتعديلات المذكورة المُبلّغة من طرف اللجنة غير مُرضية؛

-السوق الثانوية- البورصة¹، أما في الحالة العكسية التي ترفض فيها منح التأشيرة، يتبادر إلى الأذهان طرح سؤال حول إمكانية طعن الشركة المُصدرة في قرار الرفض من عدمه؟ لا إشارة صريحة لهذا الإجراء في النصوص القانونية؛ لكن بعض الفقه كيف التأشيرة على أنها مُجرّد قرار إداري صادر من هيئة إدارية، بالتالي يقبل الطعن أمام القضاء الإداري².

وإيماناً بدور هذا الجهاز في تحقيق مبدأ الإفصاح، ولما لا السماح لحامل السند بالمشاركة في رأسمال الشركة بعد ذلك إذا كانت الظروف مناسبة وفعل خيار التحويل، هذه الظروف توضحها أكثر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإعتبارها سلطة ضبط مستقلة، مما يمنحها الفاعلية لحماية مصلحتهم أكثر بالمقارنة مع الحماية الداخلية، ولو أنها تركز في تقاريرها على حصيلة النتائج التي توصل إليها محافظ الحسابات³، خاصة ما يتعلّق بالتنبؤ بالقيمة السوقية

_ إذا كانت حماية المُدخّر تقضي ذلك. وفي جميع الأحوال تقوم اللجنة بإعلام المُصدر في الوقت المُناسب، وقد تبدي رأيها من جديد على أساس المعلومات الجديدة المُقدّمة من طرفه، وللمجلس رفض نشرة الإصدار أو تعليق نفاذه إذا تبين له ما يلي:

_ أن نشرة الإصدار أو أي من المعلومات المُرفقة بها لا تتفق ومُتطلبات هذا القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه، أو لا تتفق مع مُتطلبات المصلحة العامة وحماية المستثمرين؛

_ أن نشرة الإصدار أو أي من المعلومات المُرفقة بها تتضمن بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة أو مُضلّلة، أو أنها لا تتضمن معلومات جوهرية تمكّن المستثمر من إتخاذ قراره الإستثماري، أو إذا كانت تتضمن معلومات تم عرضها بصورة تجعل المعلومات الأخرى في النشرة غير صحيحة أو غير دقيقة أو مُضلّلة؛

_ إذا لم يتم دفع الرسوم المُقرّرة على نفاذ نشرة الإصدار". راجع المادة 41 من القانون رقم 18 لسنة 2017، المتضمن الأوراق المالية. متوفر على الرابط: [https://www.ammanchamber.org.jo/Upladed/PRNews/3018\(1\).pdf](https://www.ammanchamber.org.jo/Upladed/PRNews/3018(1).pdf) تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/05. وكذا المادة 15 من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و(47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، مرجع سابق.

¹ فتيحة بن عزوز، مرجع سابق، ص 269.

² نصيرة تواتي، الحماية القانونية للإستثمار في بورصة القيم المنقولة (دراسة مقارنة)، د ط، الأمل للطباعة والنشر والتوزيع، تيزي وزو، 2018، ص ص 88_89.

³ وهو ما أكدته المادة 716 من القانون التجاري الجزائري، التي جاء فيها: "عند قفل كل سنة مالية، يضع مجلس الإدارة أو القائمون بالإدارة، جرداً بمختلف عناصر الأصول والديون الموجودة في ذلك التاريخ. ويضعون أيضاً حساب الإستغلال العام وحساب النتائج والميزانية. ويضعون تقريراً مكتوباً عن حالة الشركة ونشاطها أثناء السنة المالية المنصرمة. وتوضع المستندات المشار إليها في هذه المادة تحت تصرف مندوبي الحسابات خلال الأربعة أشهر على الأكثر التالية لقفل السنة المالية". ويجب شهرها في المركز الوطني للسجل التجاري خلال الشهر الذي يلي مُصادقة الجمعية العامة عليها حتى

للسندات على قدم المساواة بين مختلف المتعاملين، سواء كانوا مُطّلعين من داخل الشركة بحكم وظائفهم أم من خارجها بحكم علاقاتهم، لاسيما من ناحية حجمها أو توقيت الحصول عليها، منعا لإستغلال المعلومات ذات الطابع الإمتيازي التي يكون لها تأثير جوهري على نحو غير مشروع¹. وفي سبيل تحقيق ذلك أيضا، منحها القانون القيام بإجراءات ووسائل رقابة أخرى، كالحق في الإبلاغ عن المعلومات التي تُنشر من طرف الشركات المُصدرة²، ليبقى لها المُوازنة بين ما تُقدّمه الشركة من معلومات وما يتطلّبه القانون حتى تتأكد من أن المعلومة أُعدت بشكل مُلائم³.

فباللجنة تتولى حماية المُدخر عن طريق توفير كل المعلومات المُؤثرة قبل إتخاذ قرار الإكتتاب، بخلاف القانون التجاري الذي يحمي حق المساهم في الإعلام دون المُدخر⁴، ولا ينتهي واجب الشركة في الإعلام بمُجرد قبول إصدارها للقيم؛ إنما يتعداه حتى بعد الترخيص لها بطرح أوراقها في سوق التداول، في شكل إعلام بَعدي أساسه المعلومات الدورية اللاحقة لقبول تداول السندات في البورصة⁵، فالإعلام يُرافق المُدخر خلال جميع مراحل العملية المالية التي يقوم بها، بالنظر لتأثيره البالغ في مجال الأوراق المالية عموما، لاسيما على أسعارها وكذا إستقرارها داخل

يتمكّن كل من له مصلحة من الإطلاع عليها، ويكون هذا النشر تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تسهر على مدى إحترام الشركات لهذا الإلتزام.

¹ _عبد القادر مشرفي، مرجع سابق، ص 283.

² _المادة 14 من النظام رقم 02/2000، مرجع سابق.

³ _بعد أن تقوم الشركة بإرسال جدول الأعمال ومشروع القرارات إبتداء من تاريخ إنعقاد الجمعية العامة -رغم أن المشرع الجزائري لم ينص على هذه الأخيرة، الأمر الذي من شأنه أن يقلّص من مهمة حماية المُدخر في القيم المنقولة- مما يسمح للجنة من التأكد من المعلومة إذا أُعدت بشكل لائق من طرف المسيرين ومن طرف مندوب الحسابات ووضعت تحت تصرف المدخرين. ولكي تتمكّن من القيام بمراقبة البيان الإعلامي والمذكرة الإعلامية في أحسن الظروف، أوجبت اللجنة على كل مُصدر أن يودع لديها قبل أي عملية إكتتاب مشروع المذكرة الإعلامية في خمس نسخ خلال شهرين على الأقل قبل التاريخ المُقرّر للإصدار؛ بحيث يجب أن يتضمّن مشروع المذكرة كل المعلومات للعموم قصد الوصول إلى حكم أو إتخاذ قرار حول أملاك المُصدر ونشاطه ووضعيته المالية وتطوّرها وأفاقه، وكذا الحقوق المُرتبطة بالسندات المعروضة. ريمة بلبة، مرجع سابق، ص ص 236_237.

⁴ _فتيحة بن عزوز، مرجع سابق، ص 269.

⁵ _وهو ما تأكد بموجب المادة 01 من النظام رقم 02/2000، مرجع سابق.

السوق¹؛ لذا يُعَدَّر على أساسه حجم استثماره في إطار ظروف إقتصادية وعوامل قانونية مُترابطة²، تستدعي خلق أجهزة تسهر على ضمان وصولها بالأشكال المطلوبة³.

الفرع الثاني: الشروط المتعلقة بالأشخاص المُكونين للشركة المُصدرة

بعد أن تُقرَّر الشركة تضمين بنود الإصدار خيار التحويل؛ فإنه يُصبح حق مُكتسب للمُخاطبين به من حملة السندات، الذين تُنتج لهم الشركة بمعية القانون حق التحوُّل إلى مراكز أخرى داخلها إذا أرادوا ذلك، فالتحويل لا يتم إلا بناء على رغبة حامل السند⁴ وفقا لما تم الإشارة إليه آنفا بحسب الشكل الذي يُبينه عقد الإصدار⁵، فخيار التحويل هو حق شخصي لحامل السند يندرج ضمن تعداد الحقوق الفردية التي يُفرزها السند لمالكه؛ فإذا رفض حامل تحويل سنده نتيجة للوضع المالية الصعبة التي تكون عليها الشركة أو بسبب حاجته الماسة إلى السيولة المالية، فلا مفرّ من مطالبته الشركة بقيمة سنده؛ لكنه في غالب الأحيان يقبل التحوُّل إلى المركز الجديد إذا دأبت الظروف على تحسّن حالتها في المستقبل، أو إذا تبين له أن ما سوف يفرزه السهم من أرباح أعلى بكثير من قيمة الفوائد التي تُخلفها السندات.

¹ رزيقة تغريب، ضمان المساواة في المعلومة المالية بين المتدخلين في سوق الأوراق المالية، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، ع خاص، 2017، ص 274.

² (دون وجود إسم المؤلف)، حرية تداول المعلومات (دراسة قانونية مقارنة)، ط01، مؤسسة حرية الفكر والتعبير، القاهرة، 2011، ص 73. متوفر على الرابط:

تم https://www.transparency.org/files/content/activity/2011_AFTE_LegalStudyFreedomThought_AR.pdf

الإطلاع بتاريخ: 2021/01/08 على الساعة 13:18.

³ يتولى المؤتمن المركزي على السندات الذي يُطلق عليه تسمية "الجزائرية للتسوية" Algérie cleaning، إيصال المعلومات المتعلقة بحساباته للمُنخرطين لاسيما الأشخاص المعنويين الذين يصدر السندات، ويضع تحت تصرفهم نشرات مُرَقمة تحتوي على البيانات المهمة وتوضع في مكتب بريد المؤتمن المركزي على السندات. راجع القرار المؤرخ في 18 رجب عام 1424 الموافق 15 سبتمبر سنة 2003، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03، المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق 18 مارس سنة 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

⁴ « C'est la volonté du porteur de l'obligation convertible qui détermine le fait générateur de la conversion. Cette autonomie de volonté s'exerce dans le cadre contractuel du contrat d'émission ». Amrouch kamilia, op. cit., p. 73.

⁵ أحمد الورفلي، مرجع سابق، ص 399.

القابلة للتحويل إلى أسهم

وعن كيفية إخطار الشركة برغبة حامل السند في التحويل، نُفرّق بين حالتين: إذا كان مالك السند شخص معنوي مثلاً يكون من ضمن غاياته تملك هذه الأسهم لتحقيق أهدافه؛ فإن رغبته في تحويل سنده إلى سهم لا بُد أن تصدر من مُمثله القانوني تحت طائلة البطلان¹. أما إذا كان مالكا شخصاً طبيعياً؛ فإنها كأصل عام تصدر منه شخصياً²، غير أنه إذا تعدّر عليه ذلك، يتم نقلها من مُمثله القانوني كالوكيل أو الولي أو الوصي، أما إذا تعدّد حملة السندات فالأصل أن يقوم أحد بتمثيلهم أمام الشركة قياساً على ما هو معمول به بخصوص الأسهم³، ولا يجوز أن يتم التحويل بناءً على قرار تتخذه هيئة مالكي أسناد القرض؛ لأنها ليست مُختصة بإصدار مثل هذه القرارات، وإذا حدث العكس؛ فإن القرار لا يُلزم إلا من صوّت عليه، أما البقية الذين عارضوه أو تغيّبوا عن التصويت لا يعينهم ذلك القرار ولا يُمكن للشركة أن تجبرهم عكس رغبتهم، بمعنى أن القرار يحتاج إلى موافقة شخصية من المالك أو من يُمثله ولا يسري جماعة؛ لأن فيه مصلحة مُتأرجحة بين الكسب والخسارة وليس يقينا أن العملية ستعود بالفائدة على الراغبين في التحويل، ويكاد يجمع الفقه الفرنسي على جواز الترخيص الجماعي من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل للشركة المُصدرة قصد القيام بهذه العملية، كما يُمكن في المقابل للجماعة أن تتنازل عن خيار التحويل؛ فإذا عدل حامل السند عن خياره يُصبح سنده شأنه شأن سند الاستحقاق البسيط الذي يخلو من هذه الميزة⁴، وتظهر رغبة حامل السند في التحويل عن طريق مُوافقته الخطئية، وهو ذات ما إشتراطه

¹ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 104.

² وهو ما قصده المشرع من خلال صياغة الفقرة 02 من المادة 715 مكرر 118، التي جاء فيها: "لا يجوز التحويل إلا بناءً على رغبة الحاملين فقط حسب شروط وأسس التحويل المُحددة في عقد إصدار سندات الاستحقاق...". يقابلها نص المادة 125 فقرة ب من قانون الشركات الأردني، والمادة 151 من قانون الشركات البحريني، والمادة 319 من قانون شركة المساهمة المغربي، والفصل 342 من مجلة الشركات التونسية.

³ راجع المادة 96 من قانون الشركات الأردني، والمادة 674 وما يليها من القانون التجاري الجزائري، والمادة الخامسة بعد المائة من نظام الشركات السعودي، والمادة 150 من قانون الشركات الكويتي، والمادة 278 من مجلة الشركات التونسية.

⁴ نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 134.

المشرع الأردني صراحة¹ وحسنا فعل، عكس باقي التشريعات التي لم تُقيد التحويل في شكل خاص².

من جانب آخر، تلتزم الشركة بتحويل السندات التي رغب أصحابها في ذلك ولو كانوا يُشكّلون الأقلية، طالما تم إحترام شروط التحويل من حيث الإجراءات والإطار الزمني، فالشركة أصدرت إيجاباً مُلزماً ولا يمكنها التراجع عنه، وفي حال تراجعت لا مفر من مطالبتها قضائياً بالتحويل، على أن يبقى لهم حرية الإختيار الكاملة؛ فإذا تبين لهم أن ما ينتظرونه من توزيع موجودات الشركة لا يرقى لتطلعاتهم ويقلّ عما ينتظرونه من الأسهم العائدة إليهم، حينها يُجبرون على قبول أسهم قيمتها الإسمية تقلّ عن ديونهم، وتكون قيمة الأسهم قد دفعت مُسبقاً للشركة بطريق المقاصة بين قيمتها المطلوبة وبين الدين المُتمثل في السندات³، ودفع قيمة السهم بالمقاصة أمر جائز قانوناً⁴.

لمالك السند حق إبداء رغبته في التحويل إذا اقتضت مصلحته ذلك، بناء على مؤشر إرتفاع القيمة السوقية للأسهم وقت التحويل لا وقت الإصدار، كوّن القيمة السوقية للسهم تُعد ذات مرجعية بالغة في عملية التحويل، وقد عمدت التشريعات المختلفة إلى حماية خيار التحويل من جشع الشركة المُصدرة التي قد تنتهز الفرصة وتُبرم عمليات من شأنها إحداث تدني في قيمة الأسهم بطريقة غير مباشرة بغرض منع حملة السندات من التحويل؛ لذا يتعيّن عليها أن تُراعي القيمة الحقيقية لأسهمها بمناسبة تحديد سعر التحويل؛ وإلا لن تجد من يُحوّل سنداتهِ إلى أسهم، وفي حال قام نزاع بين الشركة والحامل تكون الكتابة وسيلة ناجعة للإثبات⁵.

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص105.

² المادة 51 من قانون شركة المساهمة المصري والمادة 319 من قانون شركة المساهمة المغربي، والفصل 342 من مجلة الشركات التونسية، وكذا المادة 715 مكرر 124 من القانون التجاري الجزائري. العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص102.

³ علي الزيني، أصول القانون التجاري، ج01، (النظرية العامة والعقود التجارية)، مج02، (عقد الرهن والعمولة والنقل والشركات)، د ط، مطبعة الأميرية، القاهرة، 1935، ص323.

⁴ علي الزيني، مرجع نفسه، ص323.

⁵ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص103.

القابلة للتحويل إلى أسهم

بخصوص سعر التحويل؛ فإنه يتحدّد بالإعتماد على القيمة الإسمية للأسناد والقيمة السوقية للأسهم، مع الأخذ بعين الاعتبار أن القيمة الإسمية للأسناد ثابتة أما القيمة السوقية للأسهم مُتغيّرة؛ لذا من شأن التحويل أن يُلحق خسارة بحامل السند إذا كانت القيمة السوقية لأسهم الشركة مُتدنية، مما قد يخلق نزاع بين حامل السند والشركة المُصدرة؛ كأن يدّعي الحامل أن الشركة أقدمت على التحويل خارج المُدّة المُقرّرة حتى لا تتكبّد خسائر، لاسيما أن مصالح الطرفين مُتضادة، فالشركة تهدف أن يتم التحويل خلال أقصر وقت ممكن بعد إصداره السندات، أما حامل السندات يبحث عن تلقي الفائدة لأطول مُدّة ممكنة ولما لا يختم إستثماره بفارق كبير من الأرباح، وفي هذه الحالة تظهر أهمية الإثبات الكتابي لعملية التحويل¹؛ لأنه يَصُبّ في خلق توازن بين مصلحة الشركة ومصلحة حامل سندات الاستحقاق قصد إنجاز تمويل ملائم وإقبال سريع، مراعاةً لمصلحة هذا الأخير على نحو يُمكن معه التقليل من حدة الصراع التقليدي بين المساهمين والدائنين².

المطلب الثاني

آثار تحويل سندات الاستحقاق إلى أسهم

يُنْتج التحويل آثاره في مُواجهة المُخاطبين به من حملة السندات بالإضافة إلى الشركة المُصدرة، كما يُفرز جملة من الفوائد المُختلفة بالنسبة للمُكْتتبين الذين تُتاح لهم فرصة لعب دور مُزدوج من الناحية المالية والقانونية، عن طريق الإشتراك في النجاح المُحتمل الذي قد تُحقّقه الشركة. أما بالنسبة لهذه الأخيرة؛ فإنها تتمكّن من تحويل رأسمال الدين إلى رأسمال حقيقي³؛ لأن حجم السندات ما هو إلا دين معلوم المقدار على ذمتها وينقضي بمُجرّد تحويله إلى أسهم على أن يُزاد رأسمالها مقابل ذلك، كما تتغيّر وضعية الحامل تجاهها لينقلب إلى مساهم يتقاضى الأرباح عوض الفوائد.

¹ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 103.

² أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي (شركات المساهمة)، مرجع سابق، ص 442.

³ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 68.

الفرع الأول: آثار التحويل على الشركة المُصدرة

من تبعات تحويل السندات إلى أسهم على الشركة المدينة، إستفادتها من إنقضاء دينها بمقدار ما حُوّل من سندات، يتبعه زيادة مباشرة في رأسمالها وهو ما يحتاج إلى إشهاره وفق الشكل المُتطلب قانوناً حتى يُنتج أثره، بما أن أحد بنود العقد التأسيسي الجوهرية قد تم تغييرها.

أولاً: إنقضاء حجم مديونية الشركة بمقدار القيمة الإسمية للسندات المُحوّلة

إن الأثر المباشر لتحويل السندات إلى أسهم هو إنقضاء مقدار دين تلك السندات؛ لأن الشركة قد إستدانت من الغير مبلغاً مُحددًا برقم ذكر في خانة حجم الإصدار المُثبت في العقد - عقد الإصدار - وقامت بتجزئته على عدد معلوم من السندات، لتدخل في علاقة مديونية مباشرة مع المُقرضين، كلٌّ بمقدار دينه، وحينما يحلّ أجل التحويل؛ فإن ديونها تشهد تراجعاً بمقدار قيمة سندات الاستحقاق التي حُوّلت من أصول المدخرين إلى أصول الشركة في شكل أصل مُتجانس *homogène*، بإعتبار قيمة السندات ما هي إلا خصوم على ذمة الشركة المصدرة تلتزم الوفاء بها في مواعيد الاستحقاق المُقررة لها¹؛ فإذا تزامن موعد التحويل مع إنتعاش في سوق الأسهم، فبالأكيد يكون التحويل هو قرار كل حملة السندات أو غالبيتهم على الأرجح، حينها ينقضي كل الدين أو جزء كبير منه، أما إذا لم تكن الظروف مثلما يُحبذها الحملة، فلا يكون هناك إقبال كبير منهم على التحويل، هنا تبقى الشركة محكومة بعقد الإصدار ومدينة بما تبقى من سندات، ولا يسمح لها هذا الوضع من القيام بكل التصرفات التي ترغب فيها، لتكون إرادتها كشخص معنوي مُقيّدة لغاية حلول ميعاد الإسترداد، حينها نكون أمام الإنقضاء العادي لديون الشركة.

ثانياً: زيادة رأسمال الشركة المصدرة

أ- تعريف رأسمال الشركة

بما أن الشركة تتمثّل في خليط أموال شخصين أو أكثر، فهي تحتاج وجود مساهمات لتكوين رأسمالها، مُتمثّلة في المساهمات المالية دون المساهمة بالعمل التي لا تُشكّل سوى إلتزام أو حق

¹ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص111.

شخصي للشركة على ذمة الشريك، حتى وإن كان قابلاً للتقويم النقدي¹، فالواقع أن رأسمال الشركة الذي يقتصر على الحصص النقدية والتقويم النقدي للحصص العينية دون الحصص الصناعية هو عبارة عن قيم حسابية مُقدّمة عند إنشاء المشروع، فلا ينطوي على أموال مُعيّنة بالذات لممتلكات الشركة²، كما أن مصطلح رأس المال هو مفهوم حسابي، الأمر الذي يتعيّن معه الرجوع إلى القواعد والنظم المحاسبية لتحديد معناه، لاسيما القرار المؤرخ في 26 يوليو 2008 المُتضمن قواعد التقييم والمحاسبة ومُحتوى الكشوف المالية وقرضها، وكذا مُدونة الحسابات وقواعد سيرها³. فمن منظور محاسبي، رأس المال هو إلّتزام أي دين، أما من الناحية القانونية هو تعهّد الشركاء لوفاء ما إلّتزموا به قصد تمويل شراء الأصول اللّازمة لنشاط الشركة، ففي المحاسبة هناك تمييز واضح بين مفاهيم رأس المال الإّجتماعي وأصول وحقوق الملكية⁴.

ولا تكاد تخرج التعريفات الفقهية على أن رأسمال شركة المساهمة هو: "مجموع المبالغ - المُقدّمات- المُحصّل عليها من مساهمات الشركاء أو المساهمين عند تأسيس الشركة أو زيادة رأسمالها"⁵، يُفهم من هذا التعريف أنه بعد إنطلاق الشركة في نشاطها تُصبح دائنة ومدينة، فتُحقّق أرباح أو تتكبّد خسائر، مما قد يتعذر على رأسمالها أن يُبيّن مركزها المالي الحقيقي، الذي يتحدّد عن طريق موجوداتها التي تُشكّل الضمانة الحقيقية لدائنيها⁶، هذه الأخيرة تتغيّر بصفة مستمرة خلال حياة الشركة مُتأثرة بكل ما تقوم به من صفقات وأعمال، في حين يبقى رأسمالها ثابت رغم ما يطرأ عليه من تحولات⁷.

¹ - أحمد الورفلي، مرجع سابق، ص 112.

² - عمار عمورة، مرجع سابق، ص 137.

³ - نادية حميدة، الأموال الإحتياطية في شركة المساهمة، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة وهران 02، 2015/2016، ص 43.

⁴ - Ali Nenni, op. cit., p.13.

⁵ - نادية حميدة، مرجع سابق، ص 46.

⁶ - عمار عمورة، مرجع سابق، ص 137.

⁷ - إيمان زكري، حماية الغير المتعاملين مع الشركات التجارية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2016/2017، ص 142.

ولم تغفل التشريعات المقارنة الإشارة إليه بمناسبة تنظيمها لشركة المساهمة¹، على غرار المشرع الفرنسي الذي أحال إليه بطريقة غير مباشرة بمعرض تعريفه لشركة المساهمة ضمن المادة 225 فقرة 01، بقوله: "le capital est dévisé en actions"²، وهو ذات ما أخذه المشرع الجزائري حينما عرّف شركة المساهمة بأنها: "الشركة التي يُقسّم رأسمالها إلى أسهم"³.

من خلال هذه التعريفات، يتبيّن أن رأسمال الشركة مُكوّن فقط من الحصص النقدية والعينية التي يُمكن التنفيذ عليها، عكس المُقدمات الصناعية المُتمثلة في حصة بالعمل والنفوذ؛ لأن حصة عمل هي حصة غير مالية تدخل في تكوين الشركة فقط لا في تكوين رأسمالها⁴، كما أن ملكية رأس المال مُقدّرة للشركة كشخص معنوي بغض النظر عن الأشخاص المُكونين لها، فهؤلاء لهم حق دائنية ذو مرتبة أخيرة؛ حيث تُسدّد ديون الغير أولاً في حال إنقضت الشركة وباشرت أعمال التصفية، بعدها تُسدّد ديون الشركاء في المرتبة الموالية⁵.

ب- كيفية تقرير زيادة رأسمال الشركة

لا نقاش في أن عملية تحويل سندات الاستحقاق إلى أسهم سوف يتبعها تحوّل في مركز حملتها من دائنين إلى مساهمين يثبت لهم الحق في الأرباح، غير أن الطريقة التي يُزاد بها رأسمال الشركة تختلف بحسب الكيفية التي تم بها التحويل. فإذا ضُبط التحويل بمُدّة مُعيّنة؛ فإنه بمُجرّد حلولها يتم تحويل السندات ليزاد رأسمال الشركة، ويكون لحملة السندات حق الإكتتاب في الأسهم الجديدة بالكيفية التي تُبيّنّها الشركة وفق القواعد العادية، خاصة أن المشرع الجزائري لم يوضّح الأمر، أما المشرع المغربي أكد أن الزيادة تُصبح تامة بمُجرد طلب التحويل مرفوقاً ببطاقة

¹ المادة 01 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، يقابلها المادة 66 مكرر من قانون الشركات الأردني، والمادة 109 من قانون الشركات البحريني، والفصل 05 من مجلة الشركات التونسية، والمادة الخامسة فقرة 02 من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

² إبراهيم بلمختار، مرجع سابق، ص 113.

³ المادة 592 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ كمال بقدار، تساؤلات قانونية في القانون التجاري وفق برنامج نظام ل م د، د ط، منشورات رأس الجبل حسين، قسنطينة، 2018، ص 46.

⁵ نادبة حميدة، مرجع سابق، ص 47.

الإكتتاب¹. بالتالي، لا مناصه من الرجوع إلى أحكام الزيادة المُقرّرة لفائدة حملة السندات، الذين عليهم أن يمارسوا الحق المُقرّر لهم داخل الأجل المُحدّدة في عقد الإصدار، وبمجرد إنقضاء هذا الأجل يقوم جهاز الإدارة بمُعينة عدد الأسهم الإسمية المُصدرة بمناسبة هذا التحويل وقيمتها، على أن تُجرى التغييرات الأساسية على النظام الأساسي للشركة المُتعلقة بزيادة رأس المال وعدد الأسهم التي تُمثّلها هذه الزيادة، ثم يُتبع بإجراء الشهر القانوني². فإذا سارت الأمور على هذا النحو؛ تُصدر الشركة عددا من الأسهم التي تحوّلت إليها السندات كما هو منصوص عليه في نشرة الإكتتاب والقوانين المُنظمة، أما إذا تُرك لحامل السند خيار التحويل ومُرت المُدة المفتوحة لممارسة التحويل دون ذلك، لا يتغيّر مركزه القانوني ويبقى دائن للشركة بمبلغ القرض المُثبت في السند؛ لأنه فقد قابلية التحويل ولا يثبت له الحق في تحويله من جديد.

أما في الحالة الثانية التي تتحوّل بموجبها السندات في أي وقت، يُلاحظ محاولة المشرع التوفيق بين مصلحة المُكتتبين الذين يبحثون عن المُرونة بإختيار هذا الأسلوب، وبين مصلحة الشركة التي تبحث عن الإستقرار وترغب في تقادي تعديل قانونها الأساسي في كل مرة يحدث فيها التحويل، وهو ما يُلتزم من خلال خروج المشرع عن الأحكام المألوفة لزيادة رأسمال المساهمة، فلا يتم القيام بالشهر السابق واللاحق لعملية الزيادة، ولا يُصرّح بالإكتتابات والدفعات الجديدة لدى الموثق، ولا يتم إيداع الأموال لدى المؤسسة المؤهلة قانونا³، فلا تُباشر الشركة إجراءات رفع رأسمالها بمناسبة كل تحويل لاسيما إذا كانت التحويلات مُتقاربة في المُدة؛ إنما تتأجل حتى نهاية السنة المالية؛ حيث رخص القانون التجاري الجزائري⁴ لمجلس الإدارة تقرير الزيادة عن طريق بطاقات الإكتتاب ل يتم حينها مباشرة إجراءات تعديل القانون الأساسي لرفع رأس المال بصفة نهائية⁵، فزيادة رأس المال في هذه الحالة تتم تلقائيا كونها طريقة مرنة وسهلة، في إنتظار التعديل المناسب الخاص بزيادة رأسمال شركة المساهمة في حال التحويل في أي وقت.

ت - الإستثناء عن مُدد زيادة رأسمال الشركة

¹ المادة 200 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² فؤاد معلال، مرجع سابق، ص ص 188_189.

³ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 139.

⁴ المادة 715 مكرر 125 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ نوار حليل، مرجع سابق، ص 290.

يقتضي مبدأ ثبات رأسمال الشركة *le principe de fixité du capital social* أن يُحدّد مقداره في عقد الشركة الأساسي ولا يمكن تغييره بعدها لا بالزيادة ولا بالنقصان؛ إلا بإتباع سلسلة من الإجراءات نصّت عليها القوانين المنظمة لحماية أصحاب المصالح، ولا يجب أن يُفسّر هذا القيد على أنه عائق أمام زيادة رأسمال الشركة¹، فالأصل بقاء ما كان على ما كان عليه، فلا يقع تغييره إلا بنفس الشكليات التي تقرّر بها لأول مرة عملاً بمبدأ توازي الصيغ والأشكال²، فمن تبيّعات هذا المبدأ عدم جواز رفع رأسمال الشركة بعد الإنتهاء من الإجراءات التأسيسية في حدود مدة مُعيّنة قدرها التشريع الجزائري بخمس سنوات، وهو ذات الحكم الذي جاء به قانون الشركات الفرنسي لسنة 1966، والغرض من تقرير هذه المدة الزمنية هو المحافظة على التوازن بين الشركاء ونفوذ كل واحد منهم داخل الشركة، خصوصاً أقلية المساهمين التي لا يُتوقّع أن تتوفّر لديها الأموال اللازمة للاكتتاب في الزيادة المُقرّرة خلال تلك الفترة³، وليس لأطراف عقد الشركة الحرية في تحديدها؛ لأنّ المشرع قد ضبطها بموجب نص أمر لا يمكن مخالفته، وتحسب بداية من تاريخ إنعقاد الجمعية العامة غير العادية القاضية بإقرار الزيادة⁴، وتُعتبر حد أقصى يترتب على إنقضائها بطلان عملية الزيادة ككل؛ إلا إذا مُدّدت بموجب قرار جديد من ذات الجمعية؛ ولعل أن المشرع يقصد من وراء ذلك حكمة؛ حيث يترك للفاعلين في الإدارة مجال من الزمن لتقدير التصرف في تنفيذ قرار الزيادة؛ وإلا سيلجأ المجلس المعني إلى تأجيل تنفيذه وفقاً لمقتضيات مصلحة الشركة⁵. غير أن هذا الأجل يتعدّر تطبيقه على حالة الزيادة التي تتم بموجب تحويل السندات لأسهم⁶؛ لأن مصلحة الشركة تقتضي هذا الإستثناء، لاسيما أن لجوئها إلى الإقتراض دليل على مُرورها بضائقة مالية على الأرجح ولا يمكن أن تتجاوزها سوى بالإقتراض من لَدن

¹ _ le principe de la fixité du capital n'a jamais mis obstacle à l'augmentation de celui-ci. En effet cette opération ne présente que des avantages. Dans tous les cas elle augmente la garantie des créanciers sociaux. Yves Guyon, op. cit., n°427, p.436.

² _ أحمد الورفلي، مرجع سابق، ص118.

³ _ أحمد الورفلي، مرجع نفسه، ص118.

⁴ _ المادة 692 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ _ عبد القادر مشرفي، مرجع سابق، ص415.

⁶ _ « En tout état de cause, il faut tenir compte que ce délai ne s'applique pas aux augmentations de capital à réaliser par conversion d'obligations en représentations des bons de souscription, ni aux augmentations complémentaires réservées aux obligataires qui auront optés pour la conversion ou aux titulaires de bons de souscription qui auront exercé leurs droits de souscription ». Mahfoud Lacheb, op. cit., p.116.

الغير، تأكيداً لما جاء به القانون التجاري الجزائري¹، الذي أوجب أن تتحقق زيادة رأس المال في أجل خمس سنوات بداية من تاريخ إنعقاد الجمعية العامة التي قرّرت ذلك، ولا يُطبق هذا الأجل على زيادات رأس المال التي يُمكن تحقيقها بواسطة تحويل السندات إلى أسهم، ولا يُطبق كذلك على الزيادات التكميلية المُخصصة لأصحاب السندات الذين إختاروا التحويل أو أصحاب سندات الإكتتاب الذين يكونوا قد مارسوا حقوقهم في الإكتتاب، وذات الإستثناء جاء به قانون الشركات الفرنسي².

بالعودة للتشريعات المغاربية، نجد المشرع المغربي³ قد أخذ بهذا الرأي أيضاً وأوجب أن تتم زيادة رأسمال شركة المساهمة داخل أجل ثلاث سنوات تحت طائلة البطلان، تُستهل من تاريخ إنعقاد إجتماع الجمعية العامة التي قرّرتها أو أذنت بها؛ إلا إذا تعلّق الأمر بالزيادة عن طريق تحويل سندات القرض إلى أسهم؛ لكن يبدو أن المشرع التونسي لم يضم هذا الإستثناء ضمن مجلة الشركات؛ لأنه أكّد على عدم إصدار الرقاع أو أي زيادة في رأسمال الشركة إلا بعد إنقضاء أجل خمس سنوات، تحسب من تاريخ القرار المُتخذ من الجمعية العامة الخارقة للعادة القاضي بالزيادة⁴، دون أي إضافة.

ثالثاً: تعديل عقد الشركة المُصدرة بمناسبة زيادة رأسمالها نتيجة تحويل السندات

يُعد البيان المُتضمّن مقدار رأسمال الشركة من أهم البيانات على الإطلاق، وتزيد أهميته بشكل ملحوظ في شركة المساهمة؛ لأنها أكثر إتصالاً بالجمهور كونها تلجأ علانية للإدخار إلى جانب خيارها في الإكتتاب المُغلق؛ حيث يبني المُدخر تصوّره حول آفاق الشركة إستناداً على

¹ المادة 692 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² « Art 181 alinéa 1 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 (version en vigueur du 10/08/1994 au 21/09/2000) dispose que : « l'augmentation de capital doit être réalisée dans le délai de cinq ans, à dater de l'assemblée générale extraordinaire qui l'a décidée ou autorisée, soit dans les délais prévus aux articles 186-1, 186-2, 186-3, 194-2 et 339-5... ». cette disposition était de nature à gêner l'émission d'obligations convertibles en actions puisque, quelle que soit la durée de l'emprunt, il était impossible de donner aux obligataires une option qu'ils puissent lever dans un délai supérieure à cinq ans. C'est pourquoi l'alinéa 2 du même article prévoit que ce délai ne s'applique pas aux augmentations de capital à réaliser par conversion d'obligations en actions, ni aux augmentations complémentaires réservées aux obligataires qui auront opté pour la conversion ». **Gaston Défossé**, les obligations convertibles en actions, op.cit., p. 29.

³ المادة 188 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ المادة 294 فقرة 02 والمادة 327 فقرة 04 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

المعلومة المشهورة، لاسيما إذا تعلقت برأس المال؛ لأنه الضمان الأول لهم وأي تعديل له سواء بالزيادة أو التخفيض يتبعه مباشرة تعديل في ذلك البيان، مما يؤدي إلى تغيير نظامها الأساسي؛ لأنه يُشكّل تغيير في البنود التأسيسية التي تستوجب إعادة نشرها إستجابة لأوامر القانون، فيجب أن يتم الإعلان عنها مباشرة بعد الإنتهاء من إجراء التعديل الناتج عن رفع رأسمال وتغيير القانون الأساسي عند الموثق بالشكل ذاته الذي يخضع له العقد التأسيسي، كما يجب إدخال هذا التعديل على السجل التجاري، وبشكل عام يجب تحضير جملة من الوثائق، لاسيما: أصل مُستخرج للسجل التجاري بطلب ممضي ومُصادق عليه، مُحَرَّر على إستثمارات يُسلمها المركز الوطني للسجل التجاري؛ نسختان من العقد التعديلي للشركة؛ نشر العقد التعديلي في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية وفي جريدة يومية وطنية، بالإضافة إلى وصل تسديد حقوق الطابع الضريبي¹. وكان المشرع قد أكد على إيداع العقود التأسيسية والعقود المُعدّلة للشركات التجارية لدى المركز الوطني للسجل التجاري، ويتم نشرها حسب الأوضاع الخاصة بكل شكل من أشكال الشركات تحت طائلة البطلان². بالعودة إلى أحكام شركة المساهمة³؛ فإن الموثق يُحرَّر القانون الأساسي للشركة، على أن يتم إيداعه بالمركز الوطني للسجل التجاري ويُنشر في إعلان مُحدّد عن طريق التنظيم، ولم يكن هناك أي تنظيم خاص بأصول النشر القانوني؛ بحيث كان المرسوم التنفيذي رقم 70/92⁴ المُتعلّق بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية يأمر بتكليف المركز الوطني للسجل التجاري بإعداد النشرة الرسمية دون أن يُبيّن هذا المرسوم زمان ومكان النشر، لغاية صدور القانون رقم 08/04 السابق الذكر، الذي عرّف الإشهار القانوني كالتالي: 'يقصد بالإشهار القانوني بالنسبة للأشخاص الإعتباريين، إطلاع الغير بمُحتوى الأعمال التأسيسية للشركات والتحويلات والتعديلات وكذا

¹ _السالم هاجم أبو قريش، دليل تأسيس الشركات التجارية في القانون التجاري الجزائري، د ط، دار هومة، الجزائر، 2014، ص ص39_40.

² _المادة 548 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ _المادة 595 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ _المرسوم التنفيذي رقم 70/92، المؤرخ في 14 شعبان عام 1412 الموافق 18 فبراير سنة 1992، يتعلق بالنشرة

الرسمية للإعلانات القانونية. متوفر على الرابط: <https://www.commerce.gov.dz/ar/reglementation/decret-executif>

n-92-70 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/02 على الساعة 20:25.

العمليات التي تمس رأس المال الشركة ..¹، كما توضّحت عملية الشهر أكثر بعد صدور المرسوم رقم 136/16²، الذي حدّد كفاءات ومصاريف إدراج الإشهارات القانونية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، وتم تكليف المركز الوطني للسجل التجاري بموجب هذا المرسوم بإعداد نشرة الإعلانات القانونية ونشرها³، كما وسّع من عملية الإشهار القانوني ليشمل كل معلومة أخرى جديدة بالإهتمام وتعود بالفائدة على المتعاملين الإقتصاديين⁴.

تجدر الإشارة إلى أن النظام الإشهاري في الجزائر يسمح للغير من الإطلاع على البيانات المرفقة⁵، لكن ما من ضامن أن الغير قد إطلع فعلا عليها، عكس الأمر بالنسبة للقانون الفرنسي الذي إشتراط تحقّق المحضر القضائي للمحكمة المختصة من توفّر الشروط القانونية المطلوبة⁶، كما ألزم الشركات التجارية إيداع العقود لدى مركز التسجيل le centre de formalités des entreprises، التي أنشأت بموجب المرسوم التنفيذي رقم 81/257، ليقوم بالرقابة السابقة عليها كذلك.

على سبيل المقارنة مع التشريع المغربي، نجد طرق شهر زيادة رأس المال تتباين بحسب ما إذا كانت الشركة تدعو إلى الإكتتاب العام أم لا؛ فإذا كانت الشركة لا تدعو الجمهور إلى الإكتتاب في أسهمها أو سنداتها، يتم إخبار المساهمين بإصدار أسهم جديدة عن طريق إعلان يُنشر قبل

¹ المادة 12 فقرة 01 من القانون رقم 08/04، مرجع سابق. كما أكدت المادة 13 من ذات القانون على بداية سريان الإشهار، بقولها: "يبدأ سريان الإشهارات القانونية التي يقوم بها الشخص الاعتباري تحت مسؤوليته وعلى نفقته بعد يوم كامل إبتداء من تاريخ نشرها في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية".

² المرسوم التنفيذي رقم 136/16، المؤرخ في 17 رجب عام 1437 الموافق 25 أبريل سنة 2016، يُحدد كفاءات ومصاريف إدراج الإشهارات القانونية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، ج ر ع 27، الصادرة بتاريخ 04 مايو 2016. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://www.dcmascara.gov.dz/Documents/dec16136ar.pdf&ved=2ahUKEwjz7cnep8vrAhXIz4UKHU7DDxgQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw3UA4ieVbT-u5B8a24J37Kz> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/02 على الساعة 13:00.

³ المادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 136/16، يقابلها المادة 50 من الظهير الشريف رقم 83-96-1، مرجع سابق.

⁴ المادة 02 الفقرة الأخيرة من المرسوم التنفيذي رقم 136/16، مرجع سابق.

⁵ المادة 20 من القانون رقم 22/90، مرجع سابق.

⁶ Art. L. 210-7 C.com.fr

تاريخ الإكتتاب بستة أيام على الأقل، في صحيفة مُخَوَّل لها نشر الإعلانات القانونية¹. أما إذا كانت تدعو الجمهور علانية للإكتتاب في أوراقها المالية، يندرج ذلك الإعلان كذلك في بيان خاص يُنشر في النشرة الرسمية، ويلحق هذا البيان بآخر القوائم التركيبية المُصادق عليها²، إضافة إلى البيانات الأخرى المُحدّدة³، وينشر بيان المعلومات في إحدى جرائد الإعلانات القانونية، ويوضع تحت تصرف الجمهور بمقر الشركة وبجميع المؤسسات المُكلّفة بجمع الإكتتابات، وفي الحالة التي تكون فيها السندات مُقيدة بالبورصة، يجب أن توضع تحت تصرف الجمهور بمقر بورصة القيم⁴.

الفرع الثاني: آثار التحويل على مالك السند

إن في خيار حامل السند تحويل سنده إلى سهم تخلي صريح عن مركزه كمدين، ليبدأ تجربة جديدة داخل الشركة مُختلفة جوهرياً عما كانت عليه، كونه أصبح مساهماً في الشركة يخضع لنظام قانوني مُغاير تماماً، فيكتسب حقوق أخرى ويلتزم بالتزامات جديدة؛ وإن كان التوسّع في هذا الجانب من شأنه أن يخرج عن مقاصد البحث؛ لذلك سوف تتم الإشارة بشكل مُقتضب إلى المركز الجديد الذي يتحوّل إليه؛ بحيث يتغيّر وصف حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل بمُجرد مُمارسته خيار التحويل، فزيادة على إستمراره داخل شركة المساهمة المُصدرة؛ إلا أنه سيستمر معها على أساس شريك فيها ومساهم بمقدار قيمة سنده الذي حوّلته إلى سهم، ولا يستمر معها على أساس أنه دائن لها مثلما كان عليه الوضع سابقاً، فوضعيته داخل الشركة تتغيّر كلياً، ويظهر هذا من خلال الحقوق الجديدة التي يكتسبها.

¹ المادة 196 فقرة 01 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² المادة 196 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

³ البيانات المتضمنة عدّتها المادة 16 من الظهير الشريف معتبر بمثابة قانون رقم 212-93-1، الصادر في 04 ربيع الآخر 1414 الموافق لـ 21 سبتمبر 1993، يتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الإكتتاب في أسهمها أو سنداتها، ج ر ع 4223، الصادرة في 1993/10/06، ص 1890. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://adala.justice.gov.ma/production/html/Ar/55798.htm&ved=2ahUKEwis2MjGrsvrAhUB8BoKHRRPAhQQFjADegQIChAC&usg=AOvVaw3sCBsJhysNMnT>

CAEdXg1LH تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/02 على الساعة 19:19.

⁴ فاطمة العبدلاوي، الإعلام عند الزيادة في رأسمال شركة المساهمة، مجلة القانون التجاري، 2016، ص 43. متوفر على الرابط: <https://search.mandumah.com/Record/873027> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/12 على الساعة 11:14.

وبما أن تقاضي نسبة كبيرة من الأرباح بدل الفائدة التي كانت مُقرّرة له هو الدافع الأساسي لتفعيله خيار التحويل، سوف يتم دراسة هذا الحق؛ لأنه يُثير إشكالية حسابية لا بُدَّ من توضيحها، كما سيتوضّح أكثر حق المساهم في البقاء داخل الشركة؛ لأنه يختلف تماما عن مدة بقاءه داخل هذا الشكل من التجمعات في وصفه القديم الذي كان عليه كحامل سند، وتم التركيز على هذين الحقين بإعتبارهما يُبرزان بشكل كبير أوجه الإختلاف بين مركز حامل سند الاستحقاق قبل وبعد التحويل، كما أن المشرع ذكرهما بمناسبة الحديث عن هذا النوع من السندات في أكثر من مَوْضِع.

أولاً: حق المساهم الجديد في الأرباح

إذا كان الهدف من إنشاء الشركات التجارية هو السعي لتحقيق الربح وإقتسامه بين المساهمين أو تحقيق إقتصاد أو بلوغ هدف إقتصادي¹ ذي منفعة مشتركة²؛ فإن هذه الغاية تبرز بشكل أكبر في شركة المساهمة، بإعتبارها تقوم على تجميع رؤوس الأموال بغرض القيام بمشروع جديد. وعليه؛ فلا غرابة أن يكون هناك تنظيم دقيق لهذه المسألة في هذا النوع من الشركات³، التي لا تكتفي بالإستخدام الطبيعي للأموال المُقدّمة لرأسمالها كونها خالقة للثروة، فإستغلالها الإقتصادي للأموال يجعلها تقوم بأعمال تفوق الأموال والأشخاص المُكونين لها، هذه الغاية تظهر بالخصوص في تقرير حملة السندات تحويل سنداتهم إلى أسهم نتيجة توقّعهم مجموعة من المزايا التي سيتقاضونها أولها الحق في الأرباح، فهم دائنين عابرين أكثر من كونهم شركاء⁴، ويبقى حقهم هذا

¹ يُقصد بالنفع الإقتصادي أو الكسب السلبي كما سماه البعض: "كل تجنّب للخسارة أو تقليص للتكاليف، فالنفع الإقتصادي بهذا المفهوم لا يُضيف إلى ثروة الشركاء المعنيين بالأمر بقدر ما يسعى إلى تقليل النفقات أو تجنّب الخسارة، وهو بذلك يتعارض مع الربح ككسب إيجابي بالرغم من أن كلاهما يُقوّم بالمال". عز الدين بنستيتي، ج01، مرجع سابق، ص35.

² المادة 416 من القانون المدني الجزائري، جاء فيها: "الشركة عقد بمقتضاه يلتزم شخصان طبيعيان أو اعتباريان أو أكثر على المساهمة في نشاط مشترك بتقديم حصة من عمل أو مال أو نقد، بهدف إقتسام الربح الذي قد ينتج أو تحقيق إقتصاد أو بلوغ هدف إقتصادي ذي منفعة مشتركة. كما يتحملون الخسائر التي تنجز عن ذلك".

³ محمد فريد العريني-هاني دويدار، مبادئ القانون التجاري، د ط، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص291.

⁴ إن الدائنين يثبت لهم شهر إفلاس مدينهم بالرغم من أن المساهم هو في الحقيقة دائن للشركة بقيمة المُقدّمات التي قدّمها لها؛ إلا أنه لا يثبت له شهر إفلاسها؛ بل يدلي بإقرار عن وضعيتها الشركة، وإن ثبت له ذلك فلا يمكنه إستيفاء ديونه إلا

قائماً حتى آخر مراحل حياة الشركة في شكل ربح أخير؛ حيث يستفيد المساهم من فائض التصفية الذي يُمثّل الأموال المُتراكمة بعد سداد جميع الديون.

أ- تعريف الربح

ورد مصطلح الربح في الفكر المحاسبي لاسيما في النظام المحاسبي المالي الصادر بموجب القانون رقم 11/07 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، والقرار المُطبّق له الصادر عن وزارة المالية المؤرخ في 26 يوليو 2008¹، بدلالات مختلفة في ملاحق النظام مثل الكسب أو الفائدة، وفُسّرهُ الفقه في كونه الزيادة الإيجابية في الذمة المالية، أو زيادة الأصول على الخصوم الثابتة بموجب جرد سنوي أو إعداد ميزانية²، أما مفهومه في قانون الشركات أثار خلاف كبير³، فهناك من أخذ الربح بالمعنى الضيق، على أنه: "المبلغ النقدي الذي يُوزَع على الشركاء في نهاية السنة المالية"⁴؛ وهناك من أخذ بالمعنى الواسع له، على أساس أن الأرباح هي: "كل المزايا المالية الملموسة أو إقتصاد في النفقات أو في شكل تخفيف الأعباء عن الشركاء ودفع الضرر عنهم"⁵، بغض النظر عن شكله سواء كان نقدي أو منتج من منتوجات الشركة أو أي شيء آخر مُتفق عليه⁶.

بعد إستيفاء كل الدائنين الآخرين حقوقهم؛ لأن دين الشرك هو حق دائنية ذو مرتبة أخيرة. نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 183.

¹_القرار الصادر عن وزارة المالية المؤرخ في 26 يوليو 2008، يُحدد قوانين التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ج ر ع 19، الصادرة في 25 مارس 2009. متوفر على الرابط:

<http://houssamking.yolasite.com/%D9%86%D8%B5%D9%88%D8%B5-%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%A9-%D9%88%D8%AA%D9%86%D8%B8%D9%8A%D9%85%D9%8A%D8%A9-scf.php>

تم الإطلاع بتاريخ:

2020/09/01 على الساعة 14:14.

²_عمار عمورة، مرجع سابق، ص 139.

³_ D'une manière générale, le bénéfice est un gain pécuniaire. il doit avoir un aspect positif. A un moment la jurisprudence avait semblé abandonner cette conception étroite du bénéfice au profit d'une conception plus large. Yves Guyon, op. cit., n°114, p.113.

⁴_عمار عمورة، مرجع سابق، ص 140.

⁵_أسماء بن ويراد، مرجع سابق، ص 31.

⁶_ « Plus exceptionnellement le bénéfice peut consister en un gain non plus pécuniaire (dividende payé en monnaie) mais matériel. Ce second aspect, qui a été longtemps négligé, connaît depuis quelque temps un regain d'actualité. Certaines sociétés distribuent à leurs associés une partie des biens qu'elles produisent. D'autres remettent à leurs associés des biens qu'elles n'ont pas produits. Ainsi une société propriétaire de biens sans utilité pour elle, peut les distribuer à ses associés au lieu et place d'un dividende en numéraire. Enfin d'autres sociétés attribuent à leurs associés la simple jouissance d'un bien comme notamment les sociétés dites

ولقد حاول القضاء الفرنسي تعريفه بمناسبة قرار MANIGOD الذي كان الغرض منه التمييز بين الشركة والجمعية، فتوصل القاضي الفرنسي إلى أن الربح هو: "كل كسب نقدي أو كسب مادي يؤدي إلى الزيادة في ثروة الشركاء"¹، فالعبرة في نية الشركاء هي تحقيق الربح بغض النظر عن النتيجة² التي تؤول إليها العمليات المبرمة؛ لأنه وبالرغم من اللّمعان الذي يُحيط به والآمال المعقودة عليه؛ إلا أن الميزانية السنوية للشركة قد تُسفر عن وجود خسائر بدل أرباح، يقع عبئ تحملها على المساهم في حدود مسؤوليته³. وخلاصة لما سلف؛ فإن حق المساهم في حصة من الأرباح يُمثّل المضمون الأساسي لحقوقه قبل الشركة؛ بل إن تقرير الحقوق الأخرى لم يكن إلا بهدف الحصول على الربح؛ لذا كان إهتمام مختلف التشريعات هو حماية وضمان هذا الحق⁴.

ب- الطبيعة القانونية للربح

1- حق يتقرر جماعيا ويؤدي فرديا

إن تقرير الحق في الأرباح يتمّ جماعيا بموجب قرار من الجمعية العامة العادية السنوية⁵، فلا يُمكن للمساهم أخذ ما ينتج من أرباح بصورة فردية⁶، أما كونه حق فردي فبمجرد صدور قرار توزيعه يثبت الحق في الحصول عليه للمدين به طالما كانت له صفة الشريك، كما يستطيع المطالبة به قضائيا؛ فإذا قبضه وفق الأشكال القانونية لا يلتزم برده.

2- حق دائنية ذو طبيعة خاصة

إذا كان حامل السند يدين للشركة بقيمة الفوائد الدورية زيادة على قيمة سنده الإجمالي، فإن المساهم أيضا في مركز دائنية بالنسبة لها؛ لكنه لا يتشابه مع دين حامل السند الذي فحواه وجود مصالح متضادة بينه وبين الشركة المُصدرة، بخلاف الرابطة التي تجمعها بالشريك التي قوامها

d'attribution en jouissance à temps partagé, qui permettent de disposer d'un appartement pendant quelques jours par an .. ». Yves Guyon, op. cit., n°114, pp.113_114.

¹ عز الدين بنستى، ج01، مرجع سابق، ص35.

² عمار عمورة، مرجع سابق، ص139.

³ المادة 592 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص48.

⁵ تُعد هيئة جماعية؛ لأنها مُكوّنة من مجموع المساهمين.

⁶ أسماء بن ويراد، مرجع سابق، ص36.

التعاقد والتأزر. وبفضل خصوصية شركة المساهمة؛ فإن قيمة الأموال المُقدّمة لها لا تظهر إلا بعد مُضي مدة زمنية تمتد لتمام إستغلال الحصص، لتظهر في شكل أرباح سواء كانت مُدخّرة كإحتياط أو مُستثمرة، فالمساهم يملك حقوق والتزامات في مواجهة الشركة، ويدين لها بمقدار دين له طابع شخصي يأخذ وصف المنقول ولا يتأثر بطبيعة الأموال التي تتكوّن منها الذمة المالية للشركة ولو كانت جميعها عقارات¹.

3- حق إحتمالي

شركة المساهمة ما هي إلا مشروع جماعي مُمتد على فترة من الزمن، فكان من الضروري تجزئة نشاطها أثناء حياتها إلى سنوات مالية تنتهي كل واحدة منها بحساب ختامي، يظهر من خلاله إذا كان قد لحق بها خسارة أم بلغت أشواطاً ناجحة داخل السوق وحققت أرباحاً حقيقية، ففي هذه الحالة يثبت للمساهم نصيباً منها؛ لكن هذا لا يعني حصوله على النصيب المُقرّر له بشكل مباشر؛ بل الأمر مُتوقّف على ما تُسفر عليه حصيلة الأعمال والقرارات التي إتخذتها الشركة، فالأمر المُؤكد أنه لا يسوغ لأحد حرمان المساهم من حقه في الربح أو إكراهه على التخلي عنه، كذلك هو مُجرّد إحتمال ما لم تتبّع الشركة الخطوات المُبيّنة في فحوى النصوص القانونية بشأن كيفية توزيعه² بعد المُصادقة عليه، فقبل هذه المرحلة الأخيرة يكون مُجرّد حق إحتمالي لم يبلغ مرتبة الحق الكامل الذي يُمكن المُطالبة به قضائياً.

4- حق مُعلق على شرط

قد يحدث أن تُضمّن الجمعية العامة شرط أو أكثر للوفاء بالأرباح، ففي هذه الحالة لا يتم صرفه إلا بعد إستيفاء هذه الشروط، وهو ما جاء به حكم محكمة السين LA SEINE التجارية الصادر في 1931/06/24، الذي أيدته محكمة إستئناف باريس بتاريخ 1935/05/02، فحواه: "إذا قرّرت الجمعية العامة الوفاء بالأرباح على شرط تحسّن الحالة المالية لخزينة الشركة، علماً أن

¹ سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص46.

² من الناحية العملية؛ فإنه من النادر أن تلجأ الجمعية العامة للشركة عند صدور قرار توزيع الأرباح إلى تحديد ميعاد الوفاء به تاركة الأمر لمجلس الإدارة، ولما كان حق المساهم في الأرباح واجب الأداء في الحال، فينشأ في هذه الحالة إدماج بين قرار التوزيع والوفاء بالأرباح، علماً أن قرار التوزيع يرتّب كل آثار الوفاء النقدي للأرباح. أسماء بن ويراد، مرجع سابق، ص36.

حالة الخزينة هنا تُشكّل شرط واقف ومقبول قانوناً؛ فإذا تحقّق الشرط تحقّق معه صرف الأرباح على المساهمين والعكس صحيح¹.

5- حق مُضاف إلى أجل

إذا حُدّد أجل لصرف الأرباح سواء بموجب قرار من الجمعية العامة أو بموجب بند في النظام الأساسي؛ فإن توزيعها لا يتم إلا بعد نفاذ هذا الأجل، ولا يمكن لأحد المساهمين أو أكثر المطالبة بنصيبه من الأرباح قبل التاريخ المُقرّر لصرفه²، أما إذا خلا الأمر من بيان ما سبق، حينها يُراعى أي أجل منصوص عليه بموجب القانون، وكان قد حصر المشرع الجزائري هذا الأجل في مدة 09 أشهر بعد إقفال السنة المالية ولا يمكن تمديده إلا بقرار قضائي، وهو نفس الأجل الذي حدّده المشرع الفرنسي ضمن المادة 347 الفقرة 01 و02 من قانون الشركات لسنة 1966، بخلاف التشريع المصري الذي حصر صرف الأرباح في شهر واحد كحد أقصى منذ تاريخ صدور القرار³.

ت- موقف التشريعات المقارنة من الربح

سبق التأكيد أنه يتقرّر لمالك السند بعد تمام عملية التحويل الحق في تقاضي الأرباح شأنه شأن المساهم، لاسيما إذا أسفرت الحسابات المالية للشركة عن تحقيق نسب من الأرباح لا تحتاج سوى الضوء الأخضر لصرفها، بناء على ما تقترحه الجهة الإدارية المختصة⁴، وقد اختلفت التشريعات حول الفترة الزمنية التي يقبض فيها مالك السند نصيبه من الربح، وكان القانون التجاري الجزائري قد أكّد على أحقية الأسهم المُسلمة لأصحاب سندات الاستحقاق في الأرباح المدفوعة بعنوان السنة المالية التي طلب فيها التحويل⁵، وهو نفس الحكم الذي جاء به المشرع المغربي، مؤكداً على منح حملة الأسهم المُسلمة إلى حملة سندات القرض نصيبهم من الأرباح المُورّعة برسم السنة المالية التي تم خلالها التقدّم بطلب التحويل⁶.

¹ _أسماء بن ويراد، مرجع سابق، ص37.

² _Philippe Merle-Anne Fauchon, op. cit., n°1772, p.349.

³ _أسماء بن ويراد، مرجع سابق، ص47.

⁴ _G.Hubresht , droit commercial, 9^{ème} édition, Sirey, Paris, 1982, p.135.

⁵ _المادة 715 مكرر 124 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶ _المادة 321 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

القابلة للتحويل إلى أسهم

يُفهم من هذه الصياغة؛ أنه يثبت لحملة السندات الذين وافقوا على خيار التحويل أرباح مالية، فالمصطلح المُستعمل من المشرع الجزائري هو "بعنوان السنة المالية" وليس "خلال السنة المالية" التي طلبوا فيها التحويل. بالتالي؛ فإن الأرباح تُدفع في السنة المُؤالية أي السنة التي تلي السنة التي طُلب فيها التحويل، غير أن المُفارقة تكمن في التشريعان البحريني¹ والأردني²؛ لأن الأرباح حسبهما تُحسب بالنظر إلى المُدة المُتبقية حتى إنتهاء السنة المالية، فلو فرضنا أن التحويل قد تم في اليوم الأول من الشهر الثامن من السنة المالية؛ فإن المساهم يستحق أرباحًا عن خمسة أشهر المُتبقية من ذات السنة المالية. ويرى بعض الباحثين في قانون الشركات الأردني أن موقف المشرع الأردني فيه شيء من الصواب، وهذا كَي لا يُؤدي دخول المساهمين الجُدد إلى مُزاحمة المساهمين القدامى في أرباح لم يشتركوا في تحقيقها منذ البداية، فتتخفف نسبة الأرباح المُقررة للمساهمين القدامى، وتُمنح لمُلاك السندات القابلة للتحويل ذات نسبة الأرباح المُقررة لبقية المساهمين برسم السنوات التي تلي سنة التحويل³.

ومهما تكن طريقة حساب تواريخ الأرباح؛ فإن السؤال الذي يُطرح في هذا المقام هل تبقى الفوائد سارية المفعول؟ فمن المعلوم أن مالكي سندات الإستحقاق يتقاضون عائد مُقابل إقراض أموالهم للشركة⁴ يتمثل في الفائدة التي تُقررها الشركة في نشرة الإصدار، وتبقى الفائدة سارية إلى غاية الوقت الذي يتم فيه تحويل السندات إلى أسهم، منذ هذا الوقت يتوقّف سريان هذه الفوائد بالنظر لتغيّر المركز القانوني للمدين بها، وتبقى الشركة مُلتزمة بأداء مقدار معلوم من الأرباح إلى مالكي السندات المُحوّلة لأسهم بدلاً من الفوائد، مما يعني أنهم لن يحصلوا على الفائدة التي كانت مُقررة أيضاً⁵.

كما أن تقرير صرف الأرباح لحامل السند الذي حوّل سنده لسهم يُثير بعض الإشكالات، خاصةً إذا كان مالك لمجموعة من السندات وقام بتحويل جزء منها وأبقى على الجزء الآخر، ففي هذه الحالة يصبح يجمع بين مركزين قانونيين، فهو دائن للشركة بنسبة من الفائدة المُنتق عليها

¹ المادة 154 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

² المادة 125 فقرة ج من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

³ سماح جعفر موسى، مرجع سابق، ص78.

⁴ علي البارودي-محمد السيد الفقي، القانون التجاري (الأعمال التجارية-التجار-الأموال التجارية-الشركات التجارية-عمليات البنوك والأوراق التجارية)، د ط، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص412.

⁵ نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص138.

سلفا بالتناسب مع عدد السندات التي لم يقبل تحويلها، بالإضافة إلى أي إمتيازات أخرى تُقرّها الشركة له. أما بالنسبة للسندات التي تم تحويلها، يُصبح حاملها في مركز المساهم بالنسبة لها، يتقاضى عنها نسبة من الأرباح في حدود ما يملكه، زيادة على الحقوق الأخرى المالية وغير المالية التي تتقرّر لسائر المساهمين¹.

ث- توزيع الربح

حتى يُوزّع الربح، يجب أن يكون هناك أرباح مُحقّقة ونهائية وقابلة للتوزيع²، حلّ ميعاد وفائها وتوقّرت صفة المساهم للمعني بها وقت صدور قرار توزيعها³، فالأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، هي الأرباح الصافية *bénéfice net* المخصوص⁴ منها المصاريف وتكاليف إستهلاكات الشركة المختلفة⁵، على أن تلتزم الأخيرة قبل توزيعها إستقطاب جانب منها لتكوين

¹ العبادي محمد طارق البرهان، مرجع سابق، ص 111.

² **Kissi Samia**, Le délit de distribution des dividendes fictifs en droit algérien, thèse présentée pour l'obtention du diplôme de doctorat en droit public, université Abou Bekr Belkaid Tlemcen, Faculté de droit et de sciences politiques département de droit public, 2015/2016, p.05.

³ إذا تنازل المساهم عن سهمه؛ فإن الأرباح المُحقّقة قبل إنتقال السهم إلى المالك الجديد تكون من نصيب المساهم أي المُتنازل، أما الأرباح المُحقّقة بعد التنازل تكون من حق المساهم الجديد أي المُتنازل له؛ لأن صفة المساهم تتعلّق بالعملية الواردة على السهم سواء إكتتاب أو شراء، ويتم إثبات ذلك حسب نوع السهم إذا كان إسمي عن طريق الرجوع إلى تاريخ القيد في سجل الشركة أو بالقيد في الحساب، أما إذا كان السهم لحامل الأمر يصعب نوعا ما؛ حيث لا يظهر تاريخ إنتقال الملكية؛ لأنه يمنح لصاحبه الحق في أرباح السنة المالية التي حصل فيها التنازل دون النظر إلى تاريخ إمتلاكه للسهم. **هند قاسي عبد الله**، الحقوق المرتبطة بالسهم في شركة المساهمة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 01، 2018/2017، ص ص 20_21.

⁴ المادة 720 من القانون التجاري الجزائري صيغت كالتالي: "تُشكّل الأرباح الصافية من الناتج الصافي من السنة المالية بعد طرح المصاريف العامة وتكاليف الشركة الأخرى بإدراج جميع الإستهلاكات والمؤنات". يقابلها المادة 330 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة الحادية والثلاثون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، والمادة 224 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁵ المادة 722 من القانون التجاري الجزائري، جاء فيها: "تتكوّن الأرباح القابلة للتوزيع من الربح الصافي للسنة المالية، وبزيادة الأرباح المنقولة؛ ولكن بعد أن تطرح من الإقتطاع المنصوص عليه في المادة 721 حصة الأرباح الآيلة للعمال والخسائر السابقة". وعند العودة إلى المادة 721 فقرة 01 من ذات القانون، يتبيّن أن الإقتطاع يشمل ما يلي: "في الشركات ذات المسؤولية المحدودة والشركات المساهمة يقتطع من الأرباح سندات نصف العشر على الأقل وتطرح منها عند الإقتضاء الخسائر السابقة، ويُخصّص هذا الإقتطاع لتكوين مال إحتياطي يدعى "إحتياط قانوني" تحت طائلة بطلان كل مداولة مخالفة". وبخصوص المشرع الفرنسي :

_Art. L. 232-11 nv.c.com.fr

الإحتياطي حسب ما ينص عليه القانون¹، ويتقرر توزيعها من طرف مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب نمط الإدارة المُعتمد²، بعد التصديق عليها من طرف الجمعية العامة للمساهمين³.

بالتالي، للمساهمين دور بارز في تحديد صرف الأرباح من عدمه، عن طريق تدويرها⁴ بناء على أسباب مُبرّرة، كأن تلجأ الشركة إلى تجميدها بُغية تخفيض إحتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل إستثماراتها المُستقبلية، أو تجنباً للوقوع في ضائقة مالية مُرتبطة بإحتمال وجود نتائج سلبية مستقبلاً⁵، دون أن يلتزموا بما يقترحه مجلس الإدارة أو مجلس المديرين⁶، مادامت حسابات السنة المالية المُقدّمة من طرف مُديري الشركة قد تم المُصادقة عليها وإِعتمادها، في ظل وجود مبالغ قابلة للتوزيع تم التحقيق فيها⁷، مع الأخذ بعين الإعتبار الفترة الزمنية التي أوجبت التشريعات إحترامها لغاية تقرير صرف الربح.

وعليه؛ فإن حق المساهمين الجُدد من حملة السندات الذين مارسوا خيار التحويل مثل باقي المساهمين السابقين واللاحقين، فهو حق إحتمالي ومرهون بصدور قرار من الجمعية العامة للشركة

¹ الإحتياطي يكون على ثلاث أنواع : إحتياطي قانوني la réserve légale هي المبالغ التي ينص القانون على إقتطاعها من الأرباح سنويا لدفع المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة أثناء وجودها، ويقف الإحتياطي القانوني جنب رأس المال ليُقويه ويعزّزه. أما الإحتياطي الإختياري la réserve facultative هي مبالغ لا تُجبر الشركة على إقتطاعها من الأرباح بمقتضى نص في القانون أو في نظام الشركة؛ لكن تقرّر الجمعية العمومية العادية إقتطاعها من الأرباح إذا وجد مقتضى لذلك. أما الإحتياطي المُستتر la réserve occult هو نوع من الإحتياطي، ينتج من تقويم الأصول بأقل من قيمتها الحقيقية. أوديت إلياس إسكندر - شعبان عبد العطي عطية - محسن أحمد عبد الرحمن، معجم القانون، د ط، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، مصر، 1999، ص 411.

² G.Hubrescht, op. cit., p.135.

³ المادة 724 من القانون التجاري الجزائري، والمادة 332 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة الثامنة والعشرون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، والمادة 87 مكرر فقرة أ من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁴ الربح المنقول هو جزء من الربح المُتعلق بسنة مالية مُعيّنة لم يتم توزيعه وتم إضافته لأرباح السنة المالية الموالية بناء على دعوة المساهمين لإتخاذ قرار جديد حول إمكانية توزيعه نهاية السنة، وقد إعتبره الفقه الفرنسي إحتياطي ذو طابع مؤقت une réserve de caractère temporaire. لتفاصيل أكثر أنظر مختار دحو، مرجع سابق، ص 51 وما يليها.

⁵ عبد القادر بريس - عيسى بدروني، سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، مج 01، ع 02، 2016، ص 145. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/38725> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/12.

⁶ J.Hame--G.Lagard--A.Jauffret, sociétés, groupements d'intérêt économique, entreprises publiques, tom 01, 2^{ème} édition, Dalloz, 1980, n° 729, p.512.

⁷ J.Hemard -F.Terre -P.Mabilat , sociétés commerciales, Dalloz, tom 03, 1978, n°497, pp.381_ 382.

بإعتماد الميزانية التي تصدر عن مجلس الإدارة الذي يُحدّد تاريخ التوزيع، وهو ما أخذ به التشريع الفرنسي¹ والجزائري² والمصري³ والمغربي⁴ والليبي تبعاً، في حين لم يوضّح المشرع العراقي على وجه الدقة متى يُصبح المساهم مالكا لنصيبه من الأرباح⁵. وإذا لم يتقاضى المساهم نصيبه من الربح خلال التاريخ المُحدّد، له حق المطالبة به من مجلس الإدارة، ولا يمكن لأي جمعية عامة لاحقة تغيير تاريخ سداد الأرباح أو تأجيله، وإذا أفلست الشركة خلال الفترة بين تقرير توزيع الأرباح وتوزيعها فعلاً، يتقدّم المساهمون في تغطية الشركة، كلّ بنصيبه.

ثانياً: حق المساهم الجديد في البقاء داخل الشركة

خلافًا لحامل سند الاستحقاق القابل للتحويل الذي يرتبط بالشركة خلال مدة مُحدّدة في عقد الإكتتاب -وهي ذاتها مدة قرضه-؛ فإن المساهم يُمكنه البقاء فيها كيفما يشاء طيلة حياتها؛ ولعل ما يُعزّز بقاءه هو حق الأفضلية الممنوح له، الذي أورده المشرع في الأحكام المتعلقة بشركة المساهمة بصيغ مختلفة كـ "حق التفاضل" أو "حق الأولوية" أو "الحق التفضيلي"، الممنوح له بمناسبة أي إكتتاب جديد تقوم به الشركة. وتم الإستقرار على دراسة هذا الحق، كونه يُبرز الفرق بين الإرتباط المؤقت لحامل السند بالشركة مُقابل إستمرارية المساهم داخلها، زيادة على أنه من الحقوق المالية للمساهم الذي لم يلقى عناية بحثية كافية، خاصة أن مُمارسته تكون بمناسبة تقرير زيادة رأسمال المساهمة التي تُشكّل جوهر البحث، كما أن مُمارسة حامل السند الإكتتاب في السندات المصدرة من عدمه يتوقّف على تنازل قدامى المساهمين عن هذا الحق.

أ- تعريف حق أولوية الإكتتاب في الأسهم المُصدرة وطبيعته القانونية

إن حماية مصالح قدامى المساهمين، من المبادئ التي تعمل شركة المساهمة على تفعيلها، درءاً للإجحاف الذي قد يُصيبهم⁶؛ فإذا كانت زيادة رأس المال تبدوا أنها مؤشّر إقتصادي إيجابي،

¹ Art. L. 232-12 nv. C.com.fr

² المادة 724 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ المادة 44 من القانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁴ المادة 332 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁵ مختار دحو، مرجع سابق، ص48.

⁶ Philippe Merle-Anne Fauchon, op.cit., n°1819, p. 357. Voir aussi Deep Gibirila, op.cit., n° 142, p.82.

فيمكن أن يكون لها آثار سلبية على الشركاء؛ كأن تتخفف نسبة مساهمتهم أو تتخفف قيمة سنداتهم إذا كانت موضوع إقتطاعات لتكوين الإحتياطي؛ لذا من الضروري أن تُضمّن لهم الشركة في المقابل حق التفاضل في الإكتتاب، لتُجنّبهم إنخفاض قيمة إستثماراتهم السابقة¹ في مواجهة الأشخاص الجدد، عن طريق تفعيل العديد من الآليات كفرض علاوة الإصدار على الإكتتابات الجديدة قصد خلق نوع من التوازن بينهم²، وعالجت التشريعات على إختلافها هذا الحق بمناسبة الإكتتاب بالأسهم الجديدة الصادرة عند زيادة رأس المال. فما المقصود بهذا الشرط، وما طبيعته القانونية، وما هي الكيفية التي يُصدر ويُلغى بها؟.

1- تعريف حق الأولوية في الإكتتاب

لم يُعرّف المشرع الجزائري حق الأولوية في الإكتتاب³ رغم أنه نصّ عليه في عدة مناسبات، عكس هيئة سوق المال السعودي التي عرفته أنه: "أوراق مالية قابلة للتداول، تُعطي حاملها أحقية الإكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة عند إقرار الزيادة في رأس المال لأي شركة"⁴. كما تحدّدت طبيعته القانونية بموجب المادة 02 من قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 03 لسنة 2014⁵، على أنها: "ورقة مالية قابلة للإدراج والتداول في السوق وفقاً لأحكام النظام"، أما تعليمات

¹ Tayeb Belloula, op.cit., p.64.

² « la pime d'émission est déjà une mesure de sauvegarde des actionnaires anciens. Les actionnaires ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de priorité pour la souscription d'actions de numéraire émises en vue d'une augmentation de capital. Ce droit permet de maintenir l'équilibre entre les anciens actionnaires, du moment que ceux-ci entendent soucrire à l'augmentation. Il permet de souscrire. Il n'oblige jamais à le faire, car ce serait augmenter les engagements des actionnaires ». Yves Guyon, op.cit., n° 431, p.439.

³ يسمح حق الشفعة المنصوص عليه ضمن القانون المدني لشركة ما من إقتناء الأسهم بالأولوية بسعر يساوي السعر المعروف من مساهم آخر، بعكس بند الموافقة الذي يتعلّق بالمُحيل إليه من الغير، في حين أن بند الشفعة أو الأولوية يعني كل المساهمين الراغبين في مُغادرة الشركة، ففي هذه الحالة يتطلّب منهم أن يقترحوا بالأولوية على المستفيدين من بند الشفعة شراء أسهمهم.

Tayeb Belloula, op.cit., pp.175_176.

⁴ السريحي ياسر بن فضل، حقوق الأولوية في الإكتتاب بالأسهم -دراسة قانونية تحليلية-، مجلة جامعة الملك سعود، كلية الحقوق والعلوم السياسية، مج29، ع02، 2017، ص291. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/864632> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/19 على الساعة 22:03.

⁵ قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لسنة 2014، المتعلق بإصدار نظام بيع حقوق الإكتتاب، الصادر بتاريخ 2014/03/09، ج ر ع 05. متوفر على الرابط:

<https://www.almeezan.qa/LawView.aspx?opt&LawID=6213&language=ar> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/14 على الساعة 16:16.

القابلة للتحويل إلى أسهم

التعامل بحقوق الإكتتاب الأردنية¹، عرّفته في المادة 05 أنه: "يُعتبر حق الإكتتاب ورقة مالية قابلة للتداول في السوق خلال الفترة المُحدّدة في هذه التعليمات". ويُعرّف في فرنسا كما يلي:

« Le droit préférentiel de souscription DPS, est un droit peremattant à un actionnaire de souscrire de nouvelles actions lors d'une augmentation de capital de manière prioritaire »².

من الناحية الفقهية، عرّف في كونه: "أوراق مالية تُصدرها شركات الأموال، قابلة للتداول بالطرق التجارية من خلال القيد من حساب إلى آخر أو بالقيد في سجلات الشركة متى كانت إسمية، وتمنح صاحبها حق الإكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم التي تُصدرها الشركة عند زيادة رأسمالها خلال فترة مُحدّدة مُسبقاً في نشرة الإصدار"³، ويقرّ هذا التعريف بتمنّع جميع المساهمين بهذا الحق في الأسهم التي تُصدرها الشركة عند زيادة رأسمالها بنسبة ما يملكونه من أسهم⁴، ويُعطى لهم هذا الحق تبعاً لحقهم في موجودات الشركة، مما يسمح بعدم تشتيت حقوقهم لاحقاً. وهناك من عرّفه على أنه: "ورقة مالية قابلة للتداول، تمنح صاحبها أحقية الإكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة عند إقرار زيادة رأس المال، وهو حق ثابت لجميع المساهمين المُقيدين في سجلات الشركة نهاية يوم إنعقاد الجمعية العامة غير العادية -تاريخ الأحقية-، بُغية التصويت على قرار الزيادة الذي يترتب عنه منح أحقية الإكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة وفقاً لسعر

¹ تعليمات التعامل بحقوق الإكتتاب، الصادر إستناداً لأحكام المادة (3/أ) والمادة (3/ب/9) والمادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002. متوفر على الرابط:

https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=1084&Itemid=63 تم الإطلاع

بتاريخ: 2021/01/17 على الساعة 00:00.

² خليل فيكتور تادرس، حق الأولوية في الإكتتاب في أسهم زيادة رأس المال في شركة المساهمة العامة (دراسة مقارنة)، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ع02، يونيو 2018، ص183. متوفر على الرابط:

<https://journal.kilaw.edu.kw/%D8%AD%D9%82-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D9%84%D9%88%D9%8A%D8%A9-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%83%D8%AA%D8%AA%D8%A7%D8%A8-%D9%81%D9%8A-%D8%A3%D8%B3%D9%87%D9%85-%D8%B2%D9%8A%D8%A7%D8%AF%D8%A9-%D8%B1>

تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/17 على الساعة 11:23. وسعر الطرح هو قيمة الإكتتاب في السهم الجديد المُحدّد في نشرة الإصدار.

³ سريحي ياسر بن فضل، مرجع سابق، ص291.

⁴ Yves Guyon, op.cit., n° 431, p.439.

الطرح¹. بالتالي، فحق الأولوية في الإكتتاب بالأسهم الجديدة يثبت للمساهم العضو القديم داخل الشركة، فيستفيد من هذا الإمتياز قبل الشريك الجديد؛ إلا أن القانون يفرض على الشركة شروط يجب عليها أن تحترمها قبل الشروع في زيادة رأسمالها؛ إذ لا يجوز لها الحصول على هذا الحق إلا إذا تعلق الأمر بإصدار أسهم نقدية جديدة² حرّرت بالكامل³، كما لهذا الحق أهمية بالنسبة للمُكتتب؛ حيث يسمح له بالمُضاربة على فارق سعر السهم الجديد بالنظر إلى تقلبات السوق، فحامل حق الأولوية يُمكنه أن يُحقّق ربحاً من وراء التنازل عن حقه هذا مباشرة عندما تكون أسهم الشركة أعلى من سعر استعمال حق الأولوية⁴، كما يسمح لحامله بتفادي أي تغيير مُحتمل على حصته في رأس المال جزاء تراجع القيمة السوقية للأسهم التي تُؤدي إلى إنخفاض حصتهم في الأرباح، أو بفقدان السيطرة على الشركة بسبب دخول مساهمين جُدد إليها، وهو ذات ما تتجنّبه الشركة التي تبحث عن الإستقرار، فتقوم بتفعيل حق الإكتتاب وتُثبتته عند نسبة مُعيّنة، كأن تستقر عند 05 % صعوداً وهبوطاً⁵.

2- الطبيعة القانونية لحق الأولوية في الإكتتاب

اختلف الفقه في تحديد الطبيعة القانونية لحق الأولوية في الإكتتاب، فمنهم من صنّفه على أنه مُجرّد قيمة منقولة، ومنهم من رأى أنه من الأدوات المالية التي تُصدرها شركة المساهمة، ولكل إتجاه تعليله.

1.2 حق الأولوية في الإكتتاب من القيم المنقولة

¹ _خليل فيكتور تادرس، مرجع سابق، ص184.

² _المادة 694 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق. أمينة حطابي، الحق التفاضلي في الإكتتاب (دراسة مقارنة)، مجلة القانون، مج09، ع01، 2020، ص137. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/115696> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/12 على الساعة 01:13.

³ _فوزية ميراوي، الحق التفاضلي في الإكتتاب لزيادة رأس المال نقداً في الشركة المساهمة، مجلة القانون الدولي والتنمية، مج07، ع02، 2021، ص362. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/115696> تم الإطلاع بتاريخ: 2022/05/10 على الساعة 21:39.

⁴ _سريحي ياسر بن فضل، مرجع سابق، ص295. وهذا ما أدى إلى تصنيفه ضمن الحقوق المالية بدل المعنوية.

⁵ _على سبيل المثال، إستقرت شركة الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة (مسك) على نسبة التذبذب المسموح بها لأسعار تداول حقوق الأولوية يفوق النسبة التي تخضع لها أسعار الأسهم المتمثلة بنسبة 10 % صعوداً أو نزولاً. التقرير متوفر على الرابط: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/358118> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/19 على الساعة 17:09.

يرى البعض أن حق الأولوية في الإكتتاب ما هو إلا قيمة منقولة بالنظر إلى تشابه تعريفات وخصائص كل منها، كونه أسناد صادرة عن أشخاص معنوية عامة أو خاصة، وتقبل التحويل والإنتقال بالكيفيات المُحدّدة، وتوصّل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة إلى حصة نسبية في رأسمال الشركة المُصدرة، كما يظهر إنطباق خصائصها مع خصائص القيم المنقولة خصوصاً الأسهم، لاسيما بإعتبارهما صادران عن شخص معنوي وجزء من رأسماله، أو على الأقل حق الأولوية قابل لأن يكون كذلك على غرار سند الاستحقاق القابلة للتحويل إلى سهم، أما من ناحية الحقوق، فكلاهما يمنح للحملة من نفس الإصدار ذات الحقوق.

2.2 حق الأولوية في الإكتتاب من الأدوات المالية

البعض الآخر يرى أن حق الأولوية في الإكتتاب ما هي إلا أدوات مالية تقبل البيع والإدراج¹ في السوق²، ومفهوم الأدوات المالية واسع ومُهم؛ حيث بناءً عليه قامت بعض التشريعات بتعريف الأسواق المالية والعمليات التي تُجرى داخلها، ويشمل مصطلح الأدوات المالية جميع الأوراق المالية وبعض المنتجات الأخرى كعقود الخيارات سواء خيارات البيع أو الشراء³ أو العقود

¹ حسب المادة 03 المعدلة من قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 2016/4، بشأن تعديل بعض أحكام القرار رقم (3) لسنة 2014، المتعلق بإصدار نظام بيع حقوق الإكتتاب؛ فإن الشركة تتقدم بطلب إدراج حقوق الإكتتاب خلال 10 أيام من صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بشأن الزيادة. متوفر الرابط: <https://www.almeezan.qa/LawPage.aspx?id=7038&language=ar> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/22 على الساعة 23:06.

² في الكويت تسجل هذه الحقوق في سجلات المساهمين لدى الوسطاء وشركات الحفظ ولدى وكالات المقاصي-الشركة الكويتية للمقاصة- إذا كانت الأسهم الأصلية مُسجلة لديهم. أنظر التقرير المتوفر على الرابط: <https://www.maqasa.com> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/19 على الساعة 18:15. وهو ما يفضي إلى ظهور هذه الحقوق في محافظ المساهمين المُقيدين تحت رمز جديد خاص بحقوق الأولوية. المادة 2/د من قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لسنة 2014، المتعلق بإصدار نظام بيع حقوق الإكتتاب، معدل بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (4) لسنة 2016، مرجع سابق.

³ عقود الخيارات هي التي يتم بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ العملية كبيع وشراء عدد مُعيّن من الأوراق المالية في تاريخ لاحق وبسعر مُحدّد وقت التعاقد نظير عائد يدفع لبائع الإختيار وقت التعاقد أيضاً.

المستقبلية¹؛ لذا فإن كل القيم المنقولة تُعدّ من الأدوات المالية وليس كل الأدوات المالية تُعتبر من القيم المنقولة، فحق الأولوية أحد الأدوات المالية؛ لأنها قيمة منقولة تنطبق عليها قواعد إنتقال الملكية والرهن وغيره².

على إثر هذا، يُطرح تساؤل حول ما إذا كان حق الأولوية في الإكتتاب من الصكوك التي تُمثّل رأس المال أم المديونية؟ هناك من إعتبر الحق التفاضلي في الإكتتاب لا يغدو أن يكون سوى نوع من سندات الدين؛ لأن الشركة المُصدرة مدينة تجاه حملة حقوق الأولوية بإصدار أسهم ومنحهم حق الأولوية في الإكتتاب بها عند زيادة رأسمالها؛ لكن الفرق في أن حق الأولوية يُنشئ دين لصاحبه تجاه الشركة التي تلتزم بإصدار الأسهم وتقرنها بحق الإكتتاب، أما حامل السند يُلزم الشركة بمنحه عائد ثابت سواء حققت أرباح أم تكبّدت خسائر، إضافة إلى إلزامها برد قيمة السندات عند حلول أجلها. أما في حالة الأفضلية في الإكتتاب، لا تلتزم الشركة برد قيمة أموال الإكتتاب لحملة هذه الحقوق، فهذه الأموال قد إنتقلت إلى ملكية الشركة واكتسبتها بشكل نهائي، ولا يحقّ لصاحب حق الأولوية إسترداد ما دفعه مقابل الإكتتاب؛ إلا إذا أثبت أن إكتتابه كان باطلا، فضلا أن صاحب حق الأولوية قد يفقدها إذا لم يُمارس حقه في الإكتتاب خلال المُدة المفتوحة³.

أما الطرف الآخر، إعتبر أن حق الأولوية في الإكتتاب ما هي إلا أسهم أو أنه حق مُنبثق من ملكية السهم؛ حيث يتطابق الحق التفاضلي في الإكتتاب مع الحق في رأسمال الشركة؛ لذا ينص المشرع الجزائري على الجزاء المُناسب في حال حرمان المساهم منه⁴، بإعتبار أن مُجمل

¹ العقود المستقبلية هي إحدى فصائل أو فئات العقود الأجلة التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر مُعيّن من أصل مالي بسعر مُحدد مسبقا على أن يتم التسليم في وقت لاحق، وغالبا لا يتم تسليم الصكوك؛ إنما تتم التسوية فيها وفقا لظروف الأسعار.

² أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري عدة قرارات تنظيمية كتعديل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية لاسيما وفقا للمادة 52 مكرر من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية، الصادر بإضافتها القرار رقم 138 لسنة 2016، الصادر من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، الذي مفاده إلزامية تداول حق الأولوية للشركات المُقيّدة أسهمها بالبورصة بمناسبة زيادة رأس المال بعد أن كان يتوقّف على قرار من جمعية العامة غير العادية. على أن تلتزم الشركة فور نشر إعلان الدعوة لقدامى المساهمين بتقديم طلب قيد حقوق الأولوية خلال أسبوع من تاريخ فتح باب الإكتتاب. متوفر على الرابط: https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/decisions/UG30742UG30743.pdf تم

الإطلاع بتاريخ: 2021/01/19 على الساعة 16:00.

³ السريحي ياسر بن فضل، مرجع سابق، ص 298.

⁴ المادة 823 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الحقوق المُقرّرة لحملة الأسهم هي نفس الحقوق المُقرّرة لأصحاب حق الأفضلية في الإكتتاب، بالإضافة إلى أن ثمن الإكتتاب في هذه الحقوق ليس سوى جزء مدفوع سلفاً من القيمة الإسمية للسهم الذي سيدفعه حامل حق الأفضلية عند زيادة الشركة لرأسمالها، غير أن حق الأولوية في الإكتتاب صكوك تُمثّل جزء من رأسمال الشركة كالأسهم، على إعتبار أن قيمة الإكتتاب في هذا الحق تُقيّد في القوائم المالية للشركة ولا تدخل في رأس المال؛ إلا عند مُمارسة هذه الحقوق من قبل أصحابها بمناسبة الإكتتاب في أسهم الزيادة¹.

ب- إصدار حق الأولوية في الإكتتاب وإلغائه

سعت القوانين المقارنة على غرار المشرع الجزائري إلى تنظيم مسألة إصدار حق الأولوية في الإكتتاب وإلغائه، عن طريق إسناده إلى هيئة خاصة تعتني بشروطه وتحدد المواعيد التي تتم فيها هذه العملية، بناء على دواعي مُتعدّدة.

1- إصدار حق الأولوية في الإكتتاب

حتى يكون حق الأولوية في الإكتتاب صحيحاً وناظراً، يُشترط إتخاذه من ذات الهيئة المُختصة باقرار زيادة رأسمال الشركة؛ لأنه بمثابة شهادة ميلاد لحق الأفضلية، فهذه العملية من شأنها أن تُعدّل عقد الشركة الأساسي، والجهة التي تبتّ في هذا القرار تختلف من تشريع لآخر، مثلما تم بيانه في الجزء المُتعلّق بزيادة رأسمال الشركة المُصدرة جرّاء تحويل السندات لأسهم².

كما يمنح سهم حق الأفضلية لحملة أولوية الإكتتاب في الأسهم النقدية الصادرة لتحقيق زيادة رأس المال، كلّ بنسبة قيمة سهمه³، فيمكن ممارسة هذا الحق من المساهم مالك السهم أصالة، أو من المُفوّض عنه نيابة، كالوكيل أو الولي أو الممثل القانوني أو المنتفع في حال ورد شرط يُفيد ذلك، أو إذا أهمل مالك الرقبة متابعة إجراء الإكتتاب بنفسه⁴، في حين أنه يمكن للمساهم المالك مطالبة المنتفع بإستعمال المبالغ المترتبة عن عملية الإكتتاب من جديد، وهكذا

¹ السريحي ياسر بن فضل، مرجع سابق، ص 299.

² راجع الجزء المُتعلّق بشروط إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم.

³ حق الأولوية لا يطبق في حال إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم؛ لأن حملة هذا النوع من السندات هم المخاطبين بالمشاركة في زيادة رأسمال الشركة.

⁴ فوزية ميراوي، مرجع سابق، ص 362.

تعود ملكية الأسهم الجديدة المكتتب فيها جزاءً حق الأفضلية لمالك الرقبة بالنسبة لملكية الأسهم، وإلى صاحب حق الإنتفاع فيما يخص الإنتفاع¹، أما الحالة التي تكون فيها الشركة مالكة لجزء من أسهم رأس المال أو كانت ملكية السهم على الشيوخ، لا نجد حكم صريح يُعالج هذه الحالات؛ لذا لا مانع من العودة إلى تطبيق الأحكام العامة لسد الفراغ الحاصل². ويكون حق الأفضلية قابلاً للتداول خلال فترة الإكتتاب³، شرط أن يكون السند مقتطعا من الأسهم المتداولة؛ لكنه يعتبر قابلاً

¹ المادة 701 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق. فإذا كان هذا النص قد منح للمنتفع صلاحية الحلول محل مالك الرقبة؛ إلا أنه لم يُقيده بأجل محدد، بخلاف المشرع الفرنسي الذي حصر مدة حلول المنتفع محل المساهم المالك في الإكتتاب بأسهم الزيادة خلال 08 أيام السابقة لتاريخ إنتهاء أجل الإكتتاب. فوزية ميراوي، مرجع سابق، ص 263.

_Art. L. 225-140 C.com.fr : « Lorsque les titres de capital sont grevés d'un usufruit, le droit préférentiel de souscription qui leur est attaché appartient au nu-proprétaire. Si celui-ci vend les droits de souscription, les sommes provenant de la cession ou les biens acquis par lui au moyen de ces sommes sont soumis à l'usufruit. Si le nu-proprétaire néglige d'exercer son droit, l'usufruitier peut se substituer à lui pour souscrire aux titres nouveaux ou pour vendre les droits. Dans ce dernier cas, le nu-proprétaire peut exiger le emploi des sommes provenant de la cession. Les biens ainsi acquis sont soumis à l'usufruit. Les titres nouveaux appartiennent au nu-proprétaire pour la nue-proprieté et à l'usufruitier pour l'usufruit. Toutefois, en cas de versement de fonds effectué par le nu-proprétaire ou l'usufruitier pour réaliser ou parfaire une souscription, les titres nouveaux n'appartiennent au nu-proprétaire et à l'usufruitier qu'à concurrence de la valeur des droits de souscription. Le surplus des titres nouveaux appartient en pleine propriété à celui qui a versé les fonds.

Un décret en Conseil d'Etat fixe les conditions d'application du présent article dont les dispositions sont également suivies en cas d'attribution de titres gratuits. Les dispositions du présent article s'appliquent dans le silence de la convention des parties ».

² ولو أن المشرع الفرنسي قد أوجد الحل فيما كانت الشركة تمتلك جزء من أسهم شركة أخرى وأرادت الإكتتاب في أسهم الأفضلية، تأكيدا للنص التالي:

_ Art. L. 225-110 C.com.fr « ... En cas d'augmentation du capital par souscription d'actions en numéraire, la société ne peut exercer par elle-même le droit préférentiel de souscription. L'assemblée générale peut décider de ne pas tenir compte de ces actions pour la détermination des droits préférentiels de souscription attachés aux autres actions. A défaut les droits attachés aux actions possédées par la société doivent être, avant la clôture du délai de souscription, soit vendus en bourse, soit répartis entre les actionnaires au prorata des droits de chacun ».

لتفاصيل أكثر راجع فوزية ميراوي، مرجع نفسه، ص 263.

³ حدد المشرع الفرنسي الإطار الزمني الذي يمارس فيه حق التداول، وجعله ممكنا في اليوم الثاني قبل إفتتاح مرحلة الإكتتاب إلى غاية اليوم الثاني قبل نهايتها.

_Art. R. 225-117-1 Pour l'application du troisième alinéa de l'article L. 225-132 : « lorsque le droit préférentiel de souscription est détaché d'actions négociables, il est lui-même négociable à partir du deuxième jour ouvré avant l'ouverture de la période de souscription ou, si ce jour n'est pas un jour de négociation, le jour de négociation qui le précède, et jusqu'au deuxième jour ouvré avant la fin de la période de souscription ou, si ce jour n'est pas un jour de négociation, jusqu'au jour de négociation qui le précède » . Décret n° 2015-545 du 18 mai 2015 pris pour application de l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le: 12/05/2022.

للتحويل بنفس الشروط التي تسري على السهم نفسه في الحالة العكسية نظرا لوجود شرط الموافقة¹، كما يمكن للمساهمين التنازل² عنه بصفة فردية³. وتتم العملية خلال ثلاثين يوم على الأقل من إفتتاح الإكتتاب⁴، تحت طائلة الجزاء⁵، كونه من النظام العام⁶، وتتقرر هذه المدة من طرف الجهة القائمة على تحقيق الزيادة⁷، على أن تكون موحدة حفاظا على التساوي في الفرص بين المساهمين؛ ثم يُنشر إعلان الإكتتاب في حق الأولوية، الذي يفصح عن البيانات التالية: تسمية الشركة متبوعة برمزها عند الإقتضاء؛ شكلها؛ مبلغ رأسمالها؛ عنوان مقرها؛ رقم تسجيلها في السجل التجاري؛ مبلغ زيادة رأس المال؛ تواريخ إفتتاح الإكتتاب وقفله؛ شرط الحق التفاضلي للإكتتاب في الأسهم الجديدة لصالح المساهمين وشروط ممارستها؛ القيمة الإسمية للأسهم التي تُكتتب نقدا ومبلغ منحة الإصدار؛ المبلغ المطلوب على كل سهم مُكتتب؛ إسم الموثق وإقامته المهنية أو إسم الشركة ومقر البنك الذي يتسلم الأموال الناتجة عند الإكتتاب؛ وصف مُختصر وتقييم تسديد المساهمات العينية التي تدخل في حساب زيادة الرأسمال وكيفياته، قبل ستة (6) أيام على الأقل من تاريخ إفتتاح الإكتتاب في نشرة قانونية للولاية التي يوجد بها مقر الشركة. أما إذا لجأت الشركة علنية للإدخار، يُدرج الإعلان زيادة على ما سبق ضمن البيان المنشور في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، قبل ستة (6) أيام على الأقل من تاريخ إفتتاح الإكتتاب، على أن يتوصل حاملو الأسهم الإسمية عن طريق رسالة موصى عليها، مع طلب وصل الإشعار بالإستلام

¹ فوزية ميراوي، مرجع سابق، ص 366.

² يتم التنازل عن حق الإكتتاب لآخر مقابل هامش ربح، يتمثل في قيمة الفارق بين سعر السهم محمل بالحق (حق الأولوية) وسعره في اليوم الموالي للعملية غير محمل به. خليل فيكتور تادرس، مرجع سابق، ص 187.

³ المادة 694 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ المادة 702 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه. على سبيل المقارنة مع التشريع الفرنسي، يلاحظ أن هذا الأخير إشتراط ألا تقل المدة الممنوحة لممارسة هذا الحق عن خمسة أيام، إبتداء من تاريخ إفتتاح الإكتتاب.

⁵ Art. L. 225-141 C.com.fr: «Le délai accordé aux actionnaires pour l'exercice du droit de souscription ne peut être inférieur à cinq jours de bourse à dater de l'ouverture de la souscription...».

⁶ المادة 823 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁷ ولو أن المشرع الفرنسي قد ألغى العبارة التي تقيد أنه من النظام العام، وذلك بموجب المادة 51 من الأمر رقم 604/2004، المؤرخ في 24 جوان 2004، المتعلق بتعديل القيم المنقولة الصادرة عن الشركات التجارية؛ لذا يمكن للشركة أن تتخلى عن إدراجها، بخلاف ما تضمنته المادة 694 من القانون التجاري الجزائري. أمينة حطابي، مرجع سابق، ص 139.

⁷ المادة 691 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

القابلة للتحويل إلى أسهم

على البيانات التي تضمنها الإعلان في نفس الآجال¹. يلاحظ أن هذه البيانات منها ما يتعلق بالشركة المصدرة ومنها ما يتعلق بعملية الإكتتاب، أما البيانات المتبقية تتعلق بالجهة التي تتسلم الأموال الناتجة عن الإكتتاب، وعند التمعّن في البيانات المتعلقة بالشركة المصدرة، لا بد من التوقف عند عبارة "القيمة الإسمية للأسهم التي تكتتب نقدا"، مما يؤكد القول السابق أن حق الأولوية في الإكتتاب بالأسهم الجديدة لا ينقرّر للمساهم إلا في حال زيادة رأسمال الشركة بإصدار أسهم يكون الإكتتاب فيها نقدا وليس عينا.

فضلا على ذلك، تلتزم الشركة بذكر البيانات التالية: موضوع الشركة بإختصار؛ مُدتها أو تاريخ إنتهاء أجلها العادي؛ أنواع الأسهم التي تُصدرها وخصائصها؛ الإمتيازات الخاصة التي قد تكون في القانون الأساسي لفائدة شخص مُعيّن أو بعض الأشخاص؛ شروط الإصدار في جمعيات المساهمين وكل ما يتعلّق بمنح حق التصويت ومُمارسته؛ الشروط المُقيّدة للتنازل الحر عن الأسهم إن وجدت؛ تكوين الإحتياطات وتوزيع فائض التصفية؛ الأحكام المُتعلّقة بتوزيع الأرباح؛ مبلغ سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم الصادرة سابقا إن إقتضى الأمر؛ كيفية وشروط مُمارسة التحويل؛ المبلغ غير المستهلك لسندات الاستحقاق الأخرى الصادرة في السابق والضمانات اللازمة لها²، على أن يتضمّن الإعلان توقيع المُمثل القانوني للشركة³.

ففي الحالة التي يمنح فيها الإصدار حقوق مُماثلة للحقوق المُعطاة للأسهم النقدية، يُفترض أن يتم هذا الإصدار في مُهلة قصوى قدرها ثلاث سنوات إبتداء من تاريخ إنعقاد الجمعية العامة غير العادية⁴، كما يمكن للجمعية العامة تحديد مُدة أقصر⁵، على أن يكون سعر الإصدار بالنسبة للشركات التي تكون أسهمها مُسجّلة في السعر الرسمي لبورصة الأوراق المالية مُساويا لمُعدّل الأسعار التي تُحقّقها هذه الأسهم، مُدة عشرين يوما مُتتالية ومُختارة من بين الأربعين يوما السابقة ليوم بداية الإصدار، بعد تصحيح هذا المُعدل لمُراعاة تاريخ الإنتفاع⁶. أما إذا كانت الشركة غير مُسجّرة في البورصة، فيكون سعر الإصدار على الأقل مُساويا إما لحصة رؤوس الأموال الخاصة

¹ المادة 09 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

² المادة 10 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع نفسه.

³ المادة 11 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع نفسه.

⁴ المادة 698 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ أمينة حطابي، مرجع سابق، ص 147.

⁶ المادة 698 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

القابلة للتحويل إلى أسهم

بالأسهم عن آخر ميزانية مُوافق عليها في تاريخ الإصدار، وإما لسعر يُحدده خبير مُعيّن من القضاء بناء على طلب مجلس الإدارة أو مجلس المديرين¹.

أما في الحالة التي يمنح فيها الإصدار حقوق مُغايرة لتلك المُحوّلة للأسهم؛ فإن الإصدار يتم في أجل سنتين إبتداء من تاريخ إنعقاد الجمعية العامة التي قرّرت ذلك²، على أن تُحدّد الجمعية العامة غير العادية بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، وبناء على تقرير خاص من مندوب الحسابات، كل من سعر الإصدار وشروط تحديده. وعندما لا يتم الإصدار في تاريخ إنعقاد الجمعية العامة السنوية حسب القرار، تفصل الجمعية العامة غير العادية بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، وبناء على تقرير خاص من مندوب الحسابات في الحفاظ على سعر الإصدار أو تعديله أو شروط تحديده. وفي غياب، ذلك يكون قرار الجمعية الأولى باطلا³.

وتُثير مدة الإكتتاب في الأسهم الجديدة عدة فرضيات على غرار الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم؛ حيث يُمكن أن تنتهي كل الإكتتابات قبل إنتهاء المُدة المفتوحة حينها لا يُثار أي إشكال؛ حيث يُقفل الإكتتاب ولا مجال لإنتظار إكمال المُدة المُتبقية، هذا بالنسبة لحق الإكتتاب غير قابل للتخفيض⁴، أما إذا إنتهت مُدة الإكتتاب ولم تنفذ جميع الإكتتابات غير قابلة للتخفيض⁵، فما على الشركة إلا تمديد المُدة أو الإكتفاء بعدد الأسهم المُكتتبة، فيسقط حق الإكتتاب بالنسبة لهم وينتقل إلى المساهمين الآخرين الذين مارسوا إكتتابهم على أساس قابل للتخفيض في عدد الأسهم التي تزيد عن العدد الذي يستطيعون الإكتتاب فيه على أساس النفاضل بنسبة حقوق الإكتتاب الحائزين عليها في حدود طلباتهم⁶. ولم يُبيّن المشرع

¹ المادة 698 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 699 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ المادة 699 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ المادة 702 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ بمعنى أن المساهمين لا يُلزمون بإكتتاب الأسهم الجديدة أقل من تلك التي يحوزونها، فالأسهم التي يمتلكونها وتعطي لهم حق الإكتتاب المباشر لا تكون أقل من نسبة حق الأفضلية العائد لهم ولا تقبل أي تخفيض؛ وإذا بقيت أسهم لم يُكتتب فيها يكون للمساهمين الذين مارسوا الحق التفضيلي في المرحلة الأولى على أساس غير قابل للتخفيض أن يكتتبوا فيها، ويكون الحق هنا قابل للتخفيض؛ لأنها نتيجة عدم إستعمال بعض المساهمين لحقهم في الإكتتاب، فهذا الحق من الممكن أن يمنح للمساهم الإكتتاب في عدد من الأسهم لا يوافق نسبة أسهمه في رأس المال.

⁶ المادة 695 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

القابلة للتحويل إلى أسهم

المدة التي يُمارس فيها الإكتتاب التكميلي، فمن المؤكد أن الجمعية العامة غير العادية تتولى بيان الأمر. أما إذا إستنفذت هذه الطريقة كذلك وبقي عدد من الأسهم غير المُمتصة؛ فإن توزيعها يعود إلى مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، ما لم تُقرّر الجمعية غير العادية أمر آخر؛ وإلا إعتبرت الزيادة غير مُحقّقة¹، كما يجب التنويه إلى أن إقدام جميع المساهمين على تفعيل حقهم في أولوية الإكتتاب، معناه أن الإكتتاب يكون مُغلق بينهم دون دخول عناصر أجنبية أخرى.

وكان قانون الشركات البحريني² قد أكّد بدوره أنه في حال زيادة رأسمال الشركة يكون للمساهمين أولوية الإكتتاب في الأسهم الجديدة، وكل شرط مُخالف لهذه القاعدة يُعتبر كأن لم يكن، كما يتم إخطار المساهمين بخطابات مُسجلة بأولويتهم في الإكتتاب³، وتاريخ إفتتاحه وإقفاله، وكذا بيان سعر الأسهم الجديدة حتى يتمكنوا من مُمارسة حقهم في الإكتتاب، وعلى كل مساهم أن يُبدي رغبته في إستعمال حق الأولوية في الإكتتاب في الأسهم الجديدة خلال خمسة عشر يوم من تاريخ نشر البيان في إحدى الجرائد المحلية، إضافة إلى إخطار المساهمين بهذا البيان عن طريق خطابات مُسجلة، ويجوز التنازل عنه للغير بمقابل مادي يتم الإتفاق عليه بين المساهم والمُتنازل إليه⁴، كما يثبت للمساهمين في الشركة حق أولوية الإكتتاب في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إذا أبدو رغبته في ذلك، خلال مُدة لا تتجاوز خمسة عشر يوم من تاريخ دعوتهم لإستعمال هذا الحق⁵.

لم يتخلف القانون المغربي⁶ عن مُعالجة هذا الحق، مُؤكدًا أن للمساهمين حق أفضلية الإكتتاب في الأسهم النقدية الجديدة بصورة مُناسبة مع عدد الأسهم التي يمتلكونها، وكل شرط

_Art. L. 225-133 C.com.fr : «Si l'assemblée générale ou, en cas de délégation prévue à l'article L. 225-129, le conseil d'administration ou le directoire le décide expressément, les titres de capital non souscrits à titre irréductible sont attribués aux actionnaires qui auront souscrit un nombre de titres supérieur à celui auquel ils pouvaient souscrire à titre préférentiel, proportionnellement aux droits de souscription dont ils disposent et, en tout état de cause, dans la limite de leurs demandes».

¹_المادة 696 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

²_المادة 238 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

³_في السعودية يتم إخطار المساهمين بحقوق الأولوية في الإكتتاب عن طريق خدمة مُقدّمة من قبل شركات الإيداع، هي خدمة "تداولاتي" بواسطة رسائل تُرسل عن طريق شركات الوساطة.

⁴_المادة 128 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁵_المادة 150 من قانون الشركات البحريني، مرجع نفسه.

⁶_المادة 189 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

القابلة للتحويل إلى أسهم

مُخالف كأن لم يكن، ويكون هذا الحق خلال مدة الإكتتاب قابلاً للتداول أو التفويت وفق نفس الشروط المُطبّقة على السهم، كما يُمكن للمساهمين التنازل عنه بصفة فردية، ويتم إعلام المساهمين القدامى في حال اللجوء العلني للإكتتاب بالإصدارات الجديدة خلال خمسة عشر يوم على الأقل، بموجب رسالة تُفيد في مضمونها وجود حق أولوية الإكتتاب، أما في حال كان الإكتتاب مُغلق يتم إعلامهم قبل ذلك بستة أيام، وفي جميع الأحيان يتم بيان كيفية الإكتتاب ومُدته التي لا يُمكن أن تقلّ عن عشرين يوم قبل تاريخ إفتتاح الإكتتاب¹.

ولم يغفل المشرع الكويتي² تضمين هذه المسألة، وأكد أنه إذا تقرّر زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم للإكتتاب العام، يكون للمساهمين حق أولوية الإكتتاب فيها بنسبة ما يملكه كلّ منهم من أسهم خلال خمسة عشر يوم من تاريخ إخطارهم بذلك، ما لم يتضمّن عقد الشركة نص يقضي بتنازل المساهمين مُقدّماً عن هذا الحق³، ويجوز للمساهم التنازل عن حق الأولوية لمساهم آخر أو للغير بمقابل مادي أو بدون مُقابل، وفقاً لما يتم الإتفاق عليه بين المساهم والمُتنازل إليه، مع مراعاة ما ينص عليه القانون وعقد الشركة⁴.

كما تعرّض المشرع المصري أيضاً لتنظيم حق أولوية المساهمين القدامى في الإكتتاب بذات الأحكام السابقة⁵، مؤكداً على ألا تقلّ المُدة المُقرّرة للإكتتاب عن ثلاثين يوم، أي ضعف المُدة التي قرّرها المشرع الكويتي، وتُحسب من تاريخ فتح باب الإكتتاب في تلك الأسهم⁶.

2- إلغاء حق الأولوية في الإكتتاب

¹ المادتين 196 و197 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² المادة 160 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

³ إن إدراج نص في عقد الشركة يتنازل بمقتضاه المساهمون مُقدّماً على حقهم في أولوية الإكتتاب هو أمر غير جائز؛ حيث أن التنازل عن الحق مُقدّماً قبل ثبوته تشويه شبهة إلزامية التنازل.

⁴ المادة 178 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁵ ما تم ملاحظته بهذا الخصوص؛ أن النصوص السابقة إقتصرت على أولوية الإكتتاب في الأسهم النقدية المُصدرة دون غيرها من حالات زيادة رأس المال المنصوص عليها، كالزيادة بالحصص العينية (المادة 688 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 183 من قانون شركة المساهمة المغربي، والفصل 292 من مجلة الشركات التونسية، والمادة 126 من قانون الشركات البحريني، والمادة 113 من قانون شركة المساهمة الأردني، والمادة 158 من قانون الشركات الكويتي، والمادة الثامنة والثلاثون بعد المائة من نظام الشركات السعودي).

⁶ المادة 96 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

يقتضي مبدأ توازي الأشكال؛ أن الجهة التي تُصدر القرار هي ذاتها التي تُلغيه، الأمر الذي ينطبق على حالة إلغاء حق الأولوية في الإكتتاب، دائماً في إطار ما ينص عليه القانون من شروط، تُضاف إليها أسباب وجيهة ومُبررة تُراعى فيها مصلحة الشركة.

1.2 الهيئة المختصة بإلغاء حق الأولوية في الإكتتاب

قضى التشريع الجزائري¹ على غرار المشرع الفرنسي²، أن إلغاء الحق التفاضلي في الإكتتاب من إختصاص الهيئة التي تُقرّر زيادة رأسمال الشركة، فيجوز للجمعية العامة المعنية بهذا القرار أن تُلغيه وتفصل في الأمر تحت طائلة بطلان المُداولة ككل، بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة بالإضافة إلى تقرير مندوبي الحسابات³، فتقرير مجلس الإدارة يُبين الحجم الكلي للإلغاء وتسمية كل المعنيين به وعدد الأسهم التي يشملها. أما تقرير محافظ الحسابات يشمل رأيه الصريح بشأن العملية⁴، مع إخضاع القائمين بالإدارة ومحافظ الحسابات إلى عقوبات جزائية في حال ما إذا منحوا قصداً أو وافقوا على بيانات غير صحيحة ذُكرت في التقارير المشار إليها⁵. كما يجوز للجمعية العامة غير العادية التي تُقرّر زيادة رأس المال أن تُلغي لصالح شخص أو أكثر حق التفاضل في إكتتاب المساهمين⁶، وهو ما يُسمى

¹ المادة 697 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² Art. L. 225-138 C.com.fr : «Lorsque l'assemblée générale extraordinaire supprime le droit préférentiel de souscription en faveur d'une ou plusieurs catégories de personnes répondant à des caractéristiques qu'elle fixe, elle peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire le soin d'arrêter la liste des bénéficiaires au sein de cette ou de ces catégories et le nombre de titres à attribuer à chacun d'eux, dans les limites des plafonds prévus au premier alinéa de l'article L. 225-129-2. Lorsqu'il fait usage de cette délégation, le conseil d'administration ou le directoire établit un rapport complémentaire à la prochaine assemblée générale ordinaire, certifié par le commissaire aux comptes, s'il en existe, décrivant les conditions définitives de l'opération».

³ Yves Guyon, op.cit., n° 432, pp.441_442.

⁴ Bernard Saintourens, droit des sociétés, 2^{ème} édition, VUIBERT, Paris, 1998, p.124.

⁵ المادة 698 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق. بخصوص المشرع الفرنسي:

Art. L. 442-20 C.com.fr

⁶ لقد ورد خطأ مادي في صياغة نص المادة 700 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري (الجمعية العامة غير العادية بدل العادية)، وقد إستدركه المشرع بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93، يقابلها المادة 193 فقرة 01 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق. كما تختص ذات الجمعية العامة غير العادية بإلغاء أي إمتياز ممنوح لهم في إكتتاب الأسهم. الطيب بلولة، مرجع سابق، ص118.

بالإلغاء الجزئي¹. ما يلاحظ في هذا الحكم؛ أنه قد يظهر منافيا لمبدأ المساواة بين المساهمين؛ لأنه يُلغي لبعضهم حقوقا ويُبقيها للبعض الآخر الذين يُمكنهم نقل هذا الحق إلى أشخاص أجنب عن الشركة لم ينشأ لهم هذا الحق أصلا، غير أن قرار الإلغاء الجزئي يُتخذ من المساهمين ذاتهم في إطار الجمعية العامة غير العادية، ولا يجوز للمساهمين إذا كانوا مُستفيدين من الأسهم الجديدة المشاركة في الجمعية التي قرّرت الإلغاء وإلا كانت المداولة باطلة، وتقوم هذه الجمعية بتحديد سعر الأسهم الصادرة أو شروط هذا التحديد، بالإعتماد على تقارير الهيئة الإدارية والتقرير الخاص الذي يُعدّه محافظ الحسابات². من جهة أخرى، عادة ما تُستعمل هذه الصلاحية لفائدة مساهم أو أكثر كمكافأة له نظير الخدمات المتميزة التي قدّمها للشركة³. وعلى سبيل المقارنة دائما؛ فإن المشرع الفرنسي⁴ على خلاف المشرع الجزائري قد حدّد مدة لصحة إلغاء حق الأولوية في الإكتتاب وقدرها بثمانية عشر شهرا، تحسب ابتداء من تاريخ إتخاذ الجمعية العامة غير العادية الزيادة، أو من تاريخ تفويض مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة لتحقيق هذه العملية، وقد إنتقد الفقه الجزائري سكوت المشرع عن بيان مدة الإلغاء هذه، كونه يجعل المُكتتبين في الأسهم يحضون بحظوظ أوفر من تلك التي يحوزها المساهمين؛ حيث أنهم يُمارسون الإكتتاب لمدة أطول في ظل شروط أحسن⁵.

2.2 دواعي إلغاء حق الأولوية في الإكتتاب

تستقرّ الشركة على إلغاء حق الأفضلية في الإكتتاب المُقرّر لقدامى المساهمين كلما دعت مصلحتها ذلك، لاسيما إذا رغبت في التقليل من مديونيتها ولجأت إلى تحويل السندات إلى أسهم، أو هدفت إلى جلب مساهمين آخرين أصحاب نهم مالية عامرة، كما قد يكون الإلغاء كليا يسري في حق جميع المساهمين إذا لجأت الشركة علنيا للإدخار قصد تشجيع المستثمرين على الإكتتاب

¹ المشرع الجزائري لم يُحدّد مدة لهذا الإلغاء بخلاف المشرع الفرنسي، مما يجعل المكتتبين في هذه الأسهم يمارسون الإكتتاب لمدة طويلة في ظروف أحسن من تلك الممنوحة للمساهم.

² المادة 700 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ _Goncalves Eric Wilfrid, L'affaiblissement du droit préférentiel de souscription des actionnaires en droit OHADA, Revue de l'ERSUMA, n°01 juin 2012, p.78. Disponible en ligne sur le site: <https://revue.ersuma.org/no-1-juin-2012/doctrine-12/L-AFFAIBLISSEMENT-DU-DROIT> consulté le: 20/08/2020.

⁴ _ Art. L. 225-138 C. com. fr : «III. - L'émission doit être réalisée dans un délai de dix-huit mois à compter de l'assemblée générale qui l'a décidée ou qui a voté la délégation prévue à l'article L. 225-129 ».

⁵ _أمانة شنعة، مرجع سابق، ص114.

في أسهما¹؛ لكن هذا المنع لا يُأخذ على إطلاقه، كَوْن قرار الإلغاء يتعلّق بعملية واحدة وليس القصد حرمانهم نهائياً منه، وهو ذات ما قضى به نظام الشركات السعودي²، مؤكداً أنه يحق للجمعية العامة غير العادية أن توقف العمل بحق أولوية المساهمين في الإكتتاب بزيادة رأس المال إذا تقرّر هذا في نظام الشركة الأساس، على أن تمنحه لغير المساهمين في الحالات التي تراها مناسبة لمصلحتها. بالمقابل، يتقرّر للمساهمين القدامى التنازل عنه فردياً بإعتباره حق شخصي وليس إلتزام³، ويتم التنازل بإبرام إتفاقية يلتزم بها المساهم صاحب الأفضلية بمحض إرادته لمن يشاء⁴، فحواها الإمتناع عن ممارسة هذا الحق لصالح الراغبين في التحوّل لمساهمين⁵، ويتوقف قرارهم هذا على أساس موضوعي، يجد تفسيره في تجنبهم المخاطر التي ستلحق بالشركة مستقبلاً إذا اكتتبوا في أوراق مالية إضافية عن تلك التي يملكونها، وهم على دراية مسبقة بأن وضعيتها الإقتصادية ستتأزم مستقبلاً، خاصة إذا زادت خصومها عن أصولها، بإعتبار أنهم قطعوا أشواطاً داخلها ويدركون وضعها المالي جيداً عكس المدخرين الجدد، كما قد يجد تفسيره في أنهم بحاجة إلى السيولة المالية بالتزامن مع الوقت الذي تصدر فيه الشركة حقوق الأفضلية.

وقد أجازت القوانين هذا التنازل خلال أي وقت، بداية من إعلان الشركة زيادة رأسمالها جراً تحويل السندات إلى أسهم إلى غاية آخر يوم مُقرّر للإكتتاب في الأسهم الجديدة، إما بواسطة إعلانهم الصريح عن عدم رغبتهم في الإكتتاب، أو ضمناً بإنقضاء المدة القانونية المُحدّدة لإبداء الرغبة في الإكتتاب، كما أكّد نظام الشركات السعودي⁶ على حق المساهم في بيع حق الأولوية أو التنازل عنه خلال الأجل المُحدّد بداية بصدور قرار الجمعية العامة بالمُوافقة على زيادة رأس المال

¹ _Philippe Merle-Anne Fauchon, op. cit., n°559, p.614. : «La suppression du droit préférentiel de souscription...est réservée aux sociétés qui réalisent leur augmentation de capital en faisant publiquement appel à l'épargne».

² _المادة الأربعون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

³ _المادة 694 فقرة 04 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ _لا يُحتمّ المشرع الجزائري المتنازل عن حق الأفضلية في الإكتتاب إعلام الشركة حسب شكل مُعيّن، بخلاف المشرع الفرنسي الذي إشتراط ضرورة موافقة المتنازل إليه إذا كان مُعيّن، أو يكون مصحوباً بقسيمات بالنسبة للأسهم للحامل. فوزية **ميراوي**، مرجع سابق، ص364.

⁵ _غادة أحمد عيسى، مرجع سابق، ص76.

⁶ _نص المادة الحادية والأربعون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

إلى غاية آخر يوم للإكتتاب في الأسهم الجديدة المرتبطة بهذه الحقوق¹. على سبيل المقارنة دائماً، رأى التشريع البحريني أن يُبدي المساهم رغبته في إستعمال حقه خلال خمسة عشر يوم من تاريخ إرسال الخطاب الذي يُبين له تاريخ إفتتاح وإقفال الإكتتابات، كما يمكنه التنازل عنه للغير بمقابل مادي يتم الإتفاق عليه بين المساهم والمتنازل إليه إذا نصّ النظام الأساسي على ذلك أو قرّرت الجمعية العامة للشركة²، في حين أكدّ المشرع الكويتي بدوره على أنه في حال عدم ممارسة المساهمين لحقّهم في الأولوية؛ فإنه يُمرّر إلى كل من يرغب فيه، وفي جميع الأحوال تُعدّ لاغية الأسهم التي لم يُكتتب فيها³.

ولعلّ الحكمة التي إستهدفتها التشريعات من منح المساهم حق التنازل عن الأولوية المُقرّرة له في الإكتتابات الجديدة هي الإسراع في تحقيق عملية الزيادة؛ بحيث لا يُشكّل إمتناعه عن ممارسة حقه عائقاً أمام دخول مساهمين جُدد إلى الشركة؛ لذا يُمنع على الأخيرة مُثّلة في جمعيتها العامة غير العادية أن تُلزم المساهم بممارسة هذا الحق؛ لأن من شأنه أن يزيد في إلتزاماته، وهو ما يتنافى

والقانو

ن⁴

¹ _السريحي ياسر بن فضل، مرجع سابق، ص307.

² _المادة 238 فقرة 03 و04 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

³ _المادة 241 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁴ _نادية حميدة، مرجع سابق، ص256. أيضاً أمينة حطابي، مرجع سابق، ص144.

تم التطرق ضمن الباب الأول من هذا البحث لاسيما في الفصل الأول منه إلى ماهية سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، عن طريق عرض مختلف التعريفات الواردة بشأنها سواء كانت تعريفات لغوية أو إصطلاحية؛ ففهيية أو تشريعية. ونظرا للنقص المُسجل وكذا النقد المُلتمس بخصوص تعريفها، تم المبادرة بطرح تعريف خاص يتفادى النقد السابق. وبما أن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تقع في موضع إلتماس مع عدة أنظمة قانونية أخرى كالأوراق المالية؛ التجارية والنقدية، الأمر الذي إستوجب ضرورة البحث في مواطن التشابه والإختلاف بينهم، كما يقتضي تحديد ماهية هذا النوع من السندات ضرورة الوقوف عند طبيعتها القانونية التي تفرّعت إلى إتجاهين إثنين؛ الأول يراها عقد إذعان نظرا للمركز الممتاز الذي تحوزه الشركة ويسمح لها من إملاء شروطها بكل أريحية، وهناك من يرى فيها مُجرّد عقد رضائي عادي بغض النظر عن مركز الشركة، على إعتبار أن الغاية التي تدفع حامل السند إلى التعاقد مع الشركة تكمن في إنماء ذمته المالية، وهي مسألة إستثمارية تكميلية وليست ضرورة تعاقدية أساسية.

كما تم في الفصل الثاني معالجة مختلف العمليات القانونية الواردة على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، عن طريق التطرق بالتفصيل إلى سلسلة من التصرفات التي تشهدها هذه الورقة المالية سواء تمت من جانب الشركة أو من جاب حامل السند، بداية بعملية الإصدار التي تتطلّب ترسانة من الشروط القانونية حتى تتم في شكل صحيح، وفي حال إستيفاء كامل الشروط القانونية المُتطلّبة، تتوجّه الشركة إلى الجمهور للإكتتاب في سنداتها المُصدرة سواء كان الإكتتاب عام أو خاص، دائما في ظل ما يفرضه القانون من شروط لتمام صحته كالأجراءات الشكلية الإعلامية السابقة أو اللاحقة له، مرورا بمرحلة توظيف هذه الإكتتابات التي تستدعي هي الأخرى مجموعة من الشروط وتثير عدة مسائل كالإثبات وغيره. كما تُشكّل خاصية التحويل الميزة الأساسية لهذه السندات وفي نفس الوقت عملية من العمليات الواردة عليها والتي ضبطتها النصوص بشروط تمس كل من الشركة ودائنيها، ولها آثار لاحقة على كليهما لاسيما على حملة السندات الذين يُتاح لهم التحويل على سبيل الخيار ويمكنهم أن يُفعلوه كلما تأكّدوا أن لهم مصلحة في ذلك.

الباب الثاني

المركز القانوني لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الباب الثاني

المركز القانوني لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تستهدف شركة المساهمة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل من إصدار هذه الورقة المالية، المُدخرين أصحاب الفائض المالي قصد إشراكهم بطريقة مباشرة في عملية تمويلها، وفق شروط مُعلنة مُسبقاً في نشرة الإصدار وبطاقة الإكتتاب التي يحوزها الحملة لاحقاً، فبمجرد إكتتابهم في هذه السندات المطروحة معناه أنهم رضخوا تماماً للشروط التي وضعتها الشركة، كما إنضموا بتأدية الواجبات المُلقاة على عاتقهم بحسن نية، ونفس الأمر يقال بالنسبة لشركة المساهمة بدورها، فهي مُلزَمة في المقابل بأداء جملة من الواجبات للمُكتتبيين في سنداتهما حسب ما تعهّدت به، هذه الوضعية المُتقابلة يتولّد عنها مركزين قانونيين مختلفين ومُتكاملين في ذات الوقت، فما هو حق حملة السندات هو إلزام على ذمة الشركة والعكس صحيح.

بما أن المُكتتبيين في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم يسعون لتحقيق مطامع مالية جَراء توظيف ماليتهم داخل الشركة، فإنهم يتّصفون بوصف الدائنين في علاقة دائنية لها مُميزات خاصة يستدعي الأمر البحث فيها ضمن هذا الباب، عن طريق التوسّع في بيان مركزهم القانوني، ونظراً لخصوصية هذه العلاقة التعاقدية لاسيما أن الشركة المُصدرة تتعامل معهم على أساس أنهم دائن واحد وليس مجموعة دائنين تطبيقاً لمبدأ وحدة القرض السندي، فقد قُسم الباب الثاني إلى فصلين؛ عُنون الفصل الأول منه بـ "حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها"، أما الفصل الثاني عُنون بـ "التنظيم الجماعي لهيئة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم".

الفصل الأول

حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
وآليات حمايتها

الفصل الأول

حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها

يُفرز عقد الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم آثار على كلا طرفيه كغيره من العقود الأخرى، سواء من حيث الحقوق التي تعود إليهم أو من حيث الواجبات التي يلتزمون بتأديتها. وعليه؛ فإن التوصيف القانوني لحامل سند الدين ليس محلاً للشك، فهو دائن للشركة بحقوق لها سمة إقتصادية يقتضي أخذها بالحسبان، في مواجهة المدين الشخص المعنوي الذي يتعلّق وجوده بإرادة المُكوّنين له، ويثبت مقدار دينه بحصوله على سند قابل للتداول، فشخصيته ليس لها أي أهمية بالنسبة للمدين؛ لأن من يكسب سند دين يقوم بتوظيف ماله لأجل طويل داخل الشركة وليس مُجرّد تسليفها¹، فيُحتمل أن يكون عُرضة لعدم ملاءتها على غرار المساهم؛ لذا ينصب جُلّ إهتمام حامل السند على إمتلاك سند لا تتغيّر قيمته إلا قليلاً، ويعود عليه بفائدة معلومة².

مادام حامل السند دائن للشركة المُصدرة بما تعهّدت به في عقد الإصدار، فيترتّب له تبعاً لذلك حقوق على ذمتها تلتزم بها على أكمل وجه، ويتحكّم في تنفيذ إلتزاماتها ما يطرأ عليها من تغيرات؛ لذا تفرّعت هذه الحقوق إلى: حقوق تسري في ظل السير العادي لنشاط الشركة تؤديها في صورة عادية، وحقوق أخرى تؤدى في ظل المُتغيرات التي تطرأ عليها وتكون نسبية الوقوع؛ لكنها مُمكنة ولا يستوي الوضع أن تتملّص من أدائها. في مقابل ذلك، حتى يُمارس حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم كامل حقوقه؛ فإنه مُلزَم بتنفيذ واجباته تجاه مدينه وفقاً لما تم الإلتفاق عليه وبحسن نية كما هو مُتعارف في القواعد العامة، دائماً في ظل ما يتطلّبه هذا العقد من خصوصية (المبحث الأول).

¹ _ Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1427, p.722.

² _ ج.ريبير-ر.روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص736.

وكون الحقوق التي يتحصّل عليها مالك السند تُشكّل في فحواها الإمتيازات التي تجذب المُكثّبين صَوْبَها، فمن الضروري البحث عن الآليات القانونية الكفيلة لحمايتها من الضياع أو عدم التنفيذ أو التنفيذ المعيب. ونتيجة لهذا؛ فإن الشركة تسعى لتضمين نشرة الإصدار بأكبر قدر من الضمانات حسب ما يُتاح لها من إمكانيات، مُستعينة بما أوجده القانون في الأحكام العامة، بالإضافة إلى ما أقرته القوانين المنظمة لشركة المساهمة، فمن غير المنطقي أن يُجازف المُكثّب بماليته دون وجود أدنى ضمان للوفاء، ومن خلال هذه الضمانات تظهر مهارة الشركة في جذب المُدخرين لتمويل مشروعها؛ لأن هذه التركيبة في مجملها تزيد من ثقتهم، خصوصا أن الإلتزامات في هذا النوع من العقود تتراخى على فترات من الزمن (المبحث الثاني).

المبحث الأول

حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

سبق التطرق إلى الطبيعة القانونية لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، وتم التأكيد أنها تُعدّ عقد قرض بين الشركة المُصدرة والمُقرضين، فمادام العقد قد نشأ صحيحا مُستوفيا لشروطه القانونية لأبّد أن ينتج آثاره بين طرفيه، فيرتّب لهم حُزمة من الحقوق كما يفرض عليهم إلتزامات، فما هو حق للمُكثّب يُعتبر واجب على الشركة المُصدرة والعكس، وأمام خصوصية هذا النوع من العقود الذي يُعرض جماعة؛ فإن أداء الواجبات وإقتضاء الحقوق الناتجة عنه يسري في ظل التماثل الذي تم بموجبه عقد الإصدار كقاعدة عامة، فلا يُمكن للشركة خلال مرحلة تنفيذ عقد الإقتراض أن تُخالف ما ضمّنته سابقا في نشرة الإصدار أو في وثيقة الإكتتاب على حد السواء؛ وإلا اعتبرت مُخلّة بإلتزامها تجاه مُقرضيها، لاسيما أن تنفيذ هذا النوع من الإلتزامات يأخذ حيزا من الوقت ويكون على فترات مُتتالية، فمدته هي مدة القرض ككل، وهو ما يصدق قوله بشأن إلتزامات المُكثّبين أيضا التي تكون بدورها على فترات مُتراخية.

المطلب الأول

حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل

إذا كانت حقوق المساهمين تتحدّد بمعرفة القانون ولا يمكن زيادتها دون المساس بحقوق الدائنين؛ فإن حقوق حملة السندات يُحدّدها ذوي الشأن عند الإصدار، والشركة المصدرة هي التي تملك لوحدها حق تقرير ما تتحمّله من إلتزامات¹، فتلتزم بأداء مجموعة من الحقوق إلى المُكنتبين في سنداتهما، سواء كانت حقوق مالية كالحق في الحصول على نسبة من الفائدة؛ الحق في تداول السندات؛ الحق في تحويل السندات إلى أسهم، بالإضافة إلى حق إسترداد قيمتها حين حلول الميعاد المُتفق عليه. كما قد تكون حقوق معنوية كالحق في تكوين كتل؛ حق مُمارسة الرقابة على أعمال الشركة؛ حق الإعلام والمصادقة على قراراتها، بالإضافة إلى حق مُقاضاتها إذا توقّرت الأسباب القانونية لذلك (الفرع الأول)، على أن تُؤدى هذه الحقوق سواء كانت تُباشر الشركة نشاطها بشكل عادي أو حتى في حال طرأت عليها مُستجدات ما. ففي الحالة الثانية، يظهر أن التشريعات المُقارنة قد كفلت لمالكي السندات جملة من الحقوق تتناسب والعمليات الإستثنائية التي باشرتتها الشركة؛ لأن تأديتها لإلتزاماتها في مواجهة دائنيها لا يقبل أي عذر أو تأخير أو تحجج بما يطرأ عليها من تغيير كحالتني إندماجها أو إنفصالها أو حالة حلّها المسبق، بالإضافة إلى إفلاسها وتسويتها القضائية ودخولها مرحلة التصفية (الفرع الثاني).

الفرع الأول

حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في ظل السير العادي لنشاط الشركة

مثلاً تعود عملية طرح سندات الاستحقاق والإكتتاب فيها من المُكنتبين بجملة من المزايا على الشركة المُقترضة؛ فإن الأمر ذاته ينطبق على حملة هذه الأسناد، لاسيما أن هدفهم الأساسي هو الإدخار المالي، فعلى الرغم من أنهم ليسو شركاء، غير أنه يثبت لهم جملة من الحقوق مُعترف بها تستند إلى صفتهم كدائنين للشركة، وتنقسم إلى حقوق مالية وأخرى معنوية.

¹ محمد صالح بك، مرجع سابق، ص370.

أولاً: حقوق ذات طبيعة مالية

تُعتبر الحقوق المالية التي تُفرزها سندات الاستحقاق القابلة للتحويل هي ذاتها الخصائص التي تتطوي عليها، وقد سبق الحديث عنها في معرض دراسة تقييم السندات كأداة إيداع؛ لذلك سوف يتم التكلّم عنها بإختصار لتفادي التكرار، على أن يُتوسّع فيما لم يتم التطرق إليه. في المقابل، وبإستقراء نصوص القانون التجاري الجزائري لا وجود لحكم خاص بالإلتزامات المالية للمُكتتب في هذا النوع من السندات المركبة، مما يفيد في المعنى أن الإلتزاماته محكومة بما يتضمّنه عقد القرض ونشرة الإصدار¹.

أ- حق قبض الفائدة

لما كان طرح سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم من قبل الشركة قصد الإكتتاب فيها يُشكّل عقد؛ فإن هذا العقد ليس تبرعياً؛ إنما هو من عقود المُعاوضة²، فالشركة تستغل قيمة القرض الإجمالية لتُحقّق غاياتها التجارية؛ لذا يكون الإلتزامها في مواجهة المُقرضين إلتزاماً تجارياً، والإلتزام التجاري لا يكون على سبيل التبرع؛ إنما تتعهّد الشركة بموجبه أن تدفع لمالكي السندات العائد المُتّفق عليه سابقاً في نشرة الإصدار³، ومادام حامل السند ليس بعضو داخل الشركة فليس له حينها المطالبة بما ظهر من زيادة في أموالها؛ إنما يُطالب بما أقرضه لها فقط، ما لم تكن الشركة قد وعدته بأكثر من ذلك.

1- تعريف الفائدة

مما لا جدال فيه أن غاية الأفراد من الإقبال جماعات على الإكتتاب في سندات الشركة المطروحة ما هو إلا بهدف تحقيق نصيب معلوم من الفائدة حبذا لو تكن مُرتفعة، فتقوم الشركة

¹ نوال فنينخ، مزايا القرض السندي وحقوق حاملي سندات الاستحقاق، مرجع سابق، ص10.

² عقد المُعاوضة هو العقد الذي يأخذ فيه كل واحد من المتعاقدين مُقابلاً لِمَا يعطيه، فالقرض بفائدة عقد مُعاوضة بالنسبة إلى المُقرض (حامل السند)؛ لأنه يأخذ الفوائد مُقابل إعطاء مبلغ الإكتتاب لأجل ما. وبالنسبة إلى المُقرض (الشركة) أيضاً؛ لأنه يأخذ مبلغ الإكتتاب لأجل مُحدّد مُقابل دفع نسبة من الفوائد عليها. (دون وجود إسم المؤلف)، شرح قانون الإلتزامات والعقود الصادر عن وزارة العدل المغربية، ج01، د ط، د د ن، د ب ن، د س ن، ص31.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص71.

بإصدار هذه الأوراق المالية باحثة عن الإقبال الكبير للإكتتاب فيها بكافة الوسائل المتاحة، خاصة عن طريق رصد نسب فوائد مختلفة لإغرائهم، وتُعرف الفائدة أنها: "التعويض الذي يدفعه المقرض للمقرض مقابل تصرفه برأسمال معين خلال فترة مُحدّدة"، كما تُعرف أيضا أنها: "أجرة المال المقرض، أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المُستثمر"¹، بمعنى أن الفائدة المعروضة من الشركة تُساوي على الأقل متوسط سعر إيجار المال، كما أنها تتقرر لجبر المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة التي يمكن أن يتعرض لها المقرض وتندرج تحت عنوان عدم السداد، ويتألف معدلها من معدل الفائدة البحت يُضاف إليه علاوة مُقابل خطر الإفلاس والتضخم وكذا عدم سيولة الأصل ومخاطر الاستحقاق، ويمكن تقدير الخطر بالإعتماد على البيانات المتعلقة بالنشاط الذي يُموله القرض، إستنادا على التصنيف الائتماني للشركات المُقرضة الذي تُعدّه وكالات التقييم المُتخصصة²، فالفائدة ما هي إلا مردود رأسمال مُحدّدة على أساس العرض والطلب على المُدخرات، فهي ثمن التضحية بالسيولة لفترة زمنية مُعيّنة؛ لأن الفرد عند إحتفاظه برأسماله على شكل نقدي يستطيع التصرف فيه وقت ما يشاء، أما في حالة إقراضه؛ فإن هذا المال يكون قد فقد خاصية السيولة التي لا يقبل التخلي عنها إلا بمقابل معلوم هو الفائدة³.

2- الغاية من تقرير الفائدة

تلعب عوائد الإدخار دورا محوريا في رواج هذا النوع من الأوراق المالية، فحامل سند الاستحقاق القابل للتحويل ما هو إلا مقرض للشركة المُصدرة، وقيمة القرض هي قيمة السند الذي يُعطي لحامله حق الحصول على الفائدة المُتفق عليها في عقد الإكتتاب⁴. ومما لاشك فيه أن الجمهور يُقبل على الإكتتاب في هذه السندات لما تمنحه من فائدة ثابتة، تُحصّل على أساس

¹ محمد شكرين، مرجع سابق، ص76.

² عبد الرزاق كبوط، تحليل ونقد النظريات الإقتصادية لتبرير الفائدة، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، مج10، ع02، ديسمبر 2016، ص61. متوفر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/39340 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/17 على الساعة 14:12.

³ فتيحة بناني، تطوّر معدل الفائدة في الفكر الإقتصادي، إقتصاديات الأعمال والتجارة، ع03، أوت 2017، ص ص 189_193. متوفر على الرابط: <http://dspace.univ-msila.dz> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/12 على الساعة 21:00.

⁴ كل من توزيعات الأرباح والفوائد تُسمى أرباح إيرادية؛ لأنها مُتكررة ناتجة عن الإستثمار.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

القيمة الإسمية للسند بغض النظر عن نتائج أعمال الشركة¹ إذا حققت أرباح أم مُنيت بخسائر²؛ بل إن حامل السند له الحق في إستيفاء مقدار الفائدة المُستحقة له بتمامها قبل أي توزيع للأرباح على الشركاء³، ففي الحالتين يتعيّن عليها الوفاء لحملة السندات⁴، فهم أكثر مزايا من المساهمين في إسترجاع رساميلهم؛ بل إنهم مُتأكدون من ذلك إذا لم تكن ملاءة الشركة مشكوك فيها⁵، فيكون من حقهم إقتضاء فائدة سنوية بالسعر المُقرّر من الجمعية العامة التي رخصت بإصدار السندات دون التقيّد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر⁶، وعادة ما تحتوي عقود الإصدار إستحقاقا سنويا واحدا للفوائد، في حين يُمكن للشركة أن تمنح الفوائد لأكثر من مرة واحدة⁷، قصد إستقطاب أكبر عدد من المُكثّبين.

كما يرى البعض أن العائد يمكن أن يشمل كذلك نسبة مُحدّدة من أرباح الشركة إن حققت ذلك obligation bénéficiaire⁸، بهدف تشجيع المُدخرين على تمويلها خاصة إذا كانت حالتها حرجية، شريطة ألا تتجاوز هذه الأرباح والفوائد مُجمعة الحد المُقرّر قانونا للفائدة إذا تضمّن القانون سقفا مُحدّدا لها⁹، وإن كانت هذه الإزدواجية في العائد من شأنها أن تؤدي إلى تقريب مفهوم السند من السهم؛ إلا أنها لا تُغيّر من طبيعة السند في العموم، فحامل السند ذي الربح المُتغيّر لا يُعدّ شريكا في الشركة ولا يتحمّل خسائرها كما ليس له أن يتدخّل في إدارتها¹⁰، رغم أن هذا من الممكن أن يُشكّل تناقضا، سواء بالنسبة لطبيعة العقد الذي يُمثّل علاقة دائنية إضافة إلى مركز الدائن الذي يتقاضى الأرباح بدل الفوائد، الأمر الذي يعتبر نوع من التعدي على مركز المساهمين في الشركة؛ لأن الدائن الذي يتقرّر له نصيب من الأرباح من حقه الإطمئنان إلى

¹ _جلال وفاء محمدين، مرجع سابق، ص65.

² _Yves Guyon, op.cit., n°755, p.759.

³ _يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص87.

⁴ _هاني دويدار، القانون التجاري (التنظيم القانوني للتجارة- الملكية التجارية والصناعية- الشركات التجارية)، ط01، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2008، ص738.

⁵ _ج.ريبير - ر.روبلو، المطول في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص727.

⁶ _مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص240.

⁷ _ج.ريبير - ر.روبلو، المطول في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص740.

⁸ _Yves Guyon, op. cit., n°756, p.760.

⁹ _سماح جعفر موسى، مرجع سابق، ص55.

¹⁰ _محمد حسن الجبر، مرجع سابق، ص322.

مصادرها، عن طريق مشاركته في مجموعة إختصاصات هي في حقيقة الأمر ممنوحة للمساهم وتُشكّل جوهر صفته وليس له بإعتباره دائن الذي قد يتعداه في بعض الأحيان، لاسيما إذا زادت أموال المقرضين عن أموال المساهمين، خاصة مع إمكانية إستثمار هذه الأرباح داخل الشركة، فالجمع بين العوائد أمر فيه خطر على مصلحتها.

وقد بُرّر هذا الرأي في أن الغاية من مزج العائد في صورة نسبة من الفائدة تُضاف إليها نسبة من الأرباح هي غاية نفعية في حق المُكْتَتِبِينَ؛ حيث قضت الضرورة الملحة ضرورة إغرائهم على الإكتتاب بكل الوسائل حتى لا تتآكل رساميلهم جزاء توظيف فائضهم المالي في الشركة لفترة طويلة، فتُحقّق لهم هذه الأرباح الحد الأقصى من الأمن المالي المطلوب وتُمكنهم من التغلّب على مخاطر التضخم؛ لأن تدهور القوة الشرائية للنقود في كثير من البلدان جعلت نسبة التضخم أعلى من قيمة الفائدة التي أصبحت لا تُغطي إلا جزء من التآكل الذي يُصيب رأس المال سنة بعد أخرى؛ وإن كان هذا المزج ليس من طبيعة عقد القرض؛ إلا أنه ليس مُتعارضا معه¹.

3- الطبيعة القانونية للفائدة

يُحتمّ نشاط الشركة على الشركاء في عديد الأحيان ضرورة تدبير رأسمال إضافي، وهو ما يطرح ضرورة وجود نظام تمويلي يضمن تمويل أصحاب الحاجة لرأس المال، ويأخذ هذا التمويل شكلا مباشرا كالسندات التي تُنتج نسبة من الفائدة، كونهما تقوم على فلسفة المُتاجرة بالنقود مقابل بدل مناسب².

ولما كانت الشركة تعقد قرضا عن طريق الإكتتاب في السندات المطروحة لشؤون تتعلّق بإستغلال نشاطها؛ فإن هذا التصرف يُعتبر بالنسبة لها تجاريا بالتبعية، من ثم الفائدة تكون بسعر الفوائد التجارية³، ويرتبط هذا السعر بتقلبات السوق مهما كانت وضعية الشركة المالية؛ بحيث أن تداول سندات القرض والتغيير الذي يحدث على قيمتها السوقية يرتبط كليا بمعدل سعر الفائدة السائد في السوق⁴. أما الوصف القانوني لحامل سندات الدين ليس محلا للشك؛ إذ أنه دائن

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص73.

² عبد الرزاق كبوط، مرجع سابق، ص59.

³ محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص315.

⁴ فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة، مرجع سابق، ص413.

للشركة بمبلغ مالي يثبت له حق ذو طابع إقتصادي¹؛ حيث من يكسب سند دين يقوم بتوظيف ماله وليس مجرد تسليف الشركة².

4- كيفية تحديد معدل الفائدة

معدل الفائدة هو الخاصية الأساسية للقرض السندي؛ لأنه يسمح بحساب تكلفة القرض بالنسبة للشركة ومردودية الإدخار بالنسبة للمدخر، وهو العنصر المؤثر في سعر السند عند الإكتتاب والتداول؛ لذا ينبغي الإستقرار على معدل فائدة مناسب لأطراف العقد، يتوافق مع الظروف الإقتصادية السائدة و/أو المتوقعة. في هذا الشأن، يُطرح السؤال حول سعر الفائدة إذا كان ثابتاً أم متغيراً؟ للمُنشأة الحرية التامة في إختيار وتحديد معدل فائدة قرضها ودوريتها (سنوي أو سداسي أو ثلاثي)، ولها الإختيار بين أن يكون ثابتاً³ أو متغيراً، أي متزايداً أو متناقصاً⁴ أو قابلاً لإعادة النظر⁵، وإن كان مبدئياً ذو نسبة ثابتة إلى غاية تسديد رأس المال الذي أقرضه⁶، ويمكن أن يكون تواتر الفائدة سنوياً أو مُتعدّد السنوات، كما يمكن الدفع لمرة واحدة عند الاستحقاق بعد إنتهاء الفترة الزمنية المُحدّدة لإستغلال قيمة السند، لتقوم حينها الشركة المُصدرة بدفع القيمة

¹ وقرضه تجاري؛ لذا فإنه يستحق العائد وتطبّق عليه القواعد المتعلقة بالقرض التجاري بصورة عامة في علاقته مع الشركة.

² ج. ريبير - ر. روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 736.

³ السندات ذات السعر الثابت لها نفس معدل الفائدة كل عام؛ لأنها تُوفّر دخلاً مُنتظماً معروفاً مسبقاً، وفي فرنسا لا تزال حصة السندات ذات السعر الثابت مرتفعة؛ لكن حصة السندات ذات السعر المتغير تتزايد بشكل ملحوظ. لتفاصيل أكثر راجع:

_Hala audi, op.cit., p.35.

⁴ محمد شكرين، مرجع سابق، ص 77. الفائدة المدفوعة ليست هي نفسها كل عام؛ إنما تختلف كل ستة أشهر أو كل عام وفقاً لمُتوسط مرجعي منصوص عليه في عقد الإصدار، وقد يختلف سعر إسترداد السند أيضاً وفقاً للمعايير نفسها. تجدر الإشارة إلى أن المكافآت المتغيرة للسندات كانت موجودة منذ فترة طويلة جداً في فرنسا؛ لكنها تطوّرت بشكل كبير منذ السبعينيات وهي تستجيب بشكل خاص للربحية في جعل الإقتراض أكثر جاذبية، وكذا حماية للإشراكات من التآكل النقدي.

_Hala audi, op.cit., p.35.

⁵ معدل الفائدة السنوي ثابت؛ لكن يمكن مراجعته بشكل دوري في تاريخ مُحدد.

⁶ نوال فنينج، مزايا القرض السندي وحقوق حاملي سندات الاستحقاق، مرجع سابق، ص 10.

الإسمية لحامله¹. فالأصل أن تكون هذه الفائدة بمعدل إسمي *taux d'intérêt nominal*؛ ظاهري ومُحدّد في العقد وثابت خلال مدة حياة السند حتى تاريخ الاستحقاق²، ولا يأخذ في الحسبان العناصر التي من الممكن أن تؤثر على تكلفة القرض؛ لذا لا يعكس المنافع الحقيقية التي يتلقاها المُدخِر من التوظيف الذي قام به كعلاوة الإصدار أو التسديد³؛ لكن هذا لا يمنع الشركة من إصدار سندات تُعطي لحاملها نسبة فائدة ذات عائد مُتغيّر حسب تغيّر المؤشر الذي ترتبط به، ومن الممكن أن ترتبط بالأرباح التي حققتها أيضاً، كما يُمكن إصدار سندات صفرية لا تدفع عنها أي فائدة، والتي عادة ما تصدر بخصم⁴. ويتم تحديد الفائدة على أساس القيمة الإسمية للسند بضربها في مُعدل الفائدة المُقرّرة للسندات⁵؛ وإن اختلفت عن قيمة الإصدار. وتقتطع الشركة هذه الفوائد من الأرباح التي حققتها أو من الإحتياطي، وإذا إقتضى الأمر من رأسمالها؛ لأنها تُعدّ من المصاريف التي على الشركة إنفاقها⁶، بشرط ألا تزيد عن الحد الأقصى المُقرّر لسعر الفائدة الذي يُحدّده البنك المركزي⁷. وعليه، يجب أن يتناسب مُعدل الفائدة مع الحالة المالية للشركة المُصدرة بشكل واضح، تفادياً لأي تلاعبات من المُمكن أن تصدر من مُسيرها الذين قد يفرضون مُعدلات فائدة عالية لجذب المُدخِرين لا غير⁸، تزامناً مع مُدة إشرافهم على تسيير الشركة.

وعادة ما يكون مُعدل الفائدة مُحدّد إما قانوناً أو إتفاقاً، فالمُعدل الإتفاقي هو المُتفق عليه بين المتعاقدين في عقد الإصدار، والمُعدل القانوني هو الذي يُحدّده القانون رغم نُدرّة الدراسات التي تُبرّر أسباب لجوء القانون إلى تحديد مُعدل الفائدة⁹، ويكون المُعدل الإتفاقي صحيحاً وناقذاً شرط

¹ _دريد محمد أحمد، الإستثمار (قراءة في المفهوم والأنماط والمُحددات)، د ط، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، د س ن، ص 91.

² _Yves Guyon, op. cit., n° 760, p.762.

³ _نوال فنينخ، مزايا القرض السندي وحقوق حاملي سندات الاستحقاق، مرجع سابق، ص ص 14_15.

⁴ _كناكرية عز الدين محي الدين، مرجع سابق، ص 21.

⁵ _سماح جعفر موسى، مرجع سابق، ص 53.

⁶ _فوزي محمد سامي، مرجع سابق، ص 413.

⁷ _عاشور عبد الجواد، الشركات التجارية، ط 02، دار النهضة العربية، مصر، 2013، ص 607.

⁸ _Hala audi, op.cit., p.19 et 34.

⁹ « On constate que si ces auteurs semblent catégoriques sur l'applicabilité des dispositions relatives à l'usure, ils ne s'entendent pas sur les raisons de cette applicabilité, ni sur la nature de l'obligation en tant que prêt d'argent. L'emprunt obligataire ne trouve nulle part sa place dans les études doctrinales sur le prêt : ni au sein du régime du prêt civil, ni dans le tableau des opérations de crédit effectuées par les établissements bancaires, ni

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

ألا تكون الفائدة فاحشة *à condition de ne pas être usuraire* كونها تتعلّق بالنظام العام؛ فإذا كان الدين مدنيا يُطبق عليه مُعدل الفائدة المدني، وإذا كان تجاريا يُطبق عليه مُعدل الفائدة التجاري، وإذا كان مُختلطا "hybride" أي مدنيا لأحد الطرفين وتجاريا بالنسبة للآخر، يجرى المُعدل في الأصل بالنظر لصفة المدين أي الشركة¹ الخاضعة للقانون التجاري، فقد يتضمّن القانون المدني² أحكاما تتعارض مع ما هو موجود في القانون التجاري؛ بحيث عادة ما يحظر القانون الأول تقاضي الفوائد بينما يُبيح الثاني ذلك، نظرا لحاجات التجارة وسعيا لترقية الأنشطة الإقتصادية، عكس القانون المدني المُستسقى من الشريعة الإسلامية التي تُحرّم الفائدة.

مع الإشارة إلى أن القانون الأردني أخضع الفائدة إلى النصوص المؤرّعة بين نظام المُرابحة العثماني الذي يشترط عدم تجاوز مُعدل الفائدة 09 %، كما نصّ عليها بالإضافة إلى ذلك ضمن قانون الربا الفاحش وقانون التجارة وقانون البنك المركزي وقانون المرافعات، فجميع هذه القوانين تُجيز تقاضي الفائدة من حيث المبدأ ما عدا القانون المدني، الأمر الذي أدى إلى ظهور خلاف في تطبيق أحكام هذه القوانين³. وعلى سبيل المقارنة دائما، أكد المشرع المصري على وجوب تحديد العائد الذي يُدرّه السند عند صدور قرار المُوافقة على إصدار السندات من الجمعية العامة غير العادية⁴، بخلاف القانون اللبناني القديم الصادر في 1939/06/24 الذي إشتراط ضمن مادته الأولى ألا يزيد مُعدل الفائدة عن 09 % وإلا إعتبرت جريمة مُراباة؛ إلا أنه بمقتضى المادة 661

dans les études sur les obligations elles-mêmes. Il semble ainsi que la nature de prêt d'argent de l'obligation soit évidente et implicite, et rende évidente aussi l'applicabilité de la loi sur l'usure ». *ibid*, p.22.

¹ إِيّاس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص160.

² المادة 454 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

³ أحمد سليمان زايد - مراد محمود الشنيكات - محمد موسى السوليميين، موقف قانون التجارة الأردني من الفوائد في الأعمال المختلطة، *دفاتر السياسة والقانون*، ع08، جانفي 2013، ص62. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/51441> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/03/15 على الساعة 15:33.

⁴ المادة 12 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، جاء فيها: "يكون لإصدار السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى سواء كانت إسمية أو لحاملها، بموافقة الجمعية العامة للشركة ووفقا للقواعد والإجراءات التي تبيّنّها اللائحة التنفيذية، ويجب أن تتضمّن موافقة الجمعية العامة العائد الذي يغلّه السند أو الصك أو الورقة وأساس حسابه دون التقيّد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر".

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

من قانون العقوبات المُعدّلة بموجب المادة 42 من المرسوم رقم 112 الصادر في 16/09/1983، إعتبر المُراباة كل قرض مالي غير تجاري مُعدل فائدته يزيد عن 12 % سنويًا¹.

وقد إنْتقد هذا الطرح، كَوْن بعض الفقه لم يجد مُبرر صريح في تحديد الحد الأعلى لسعر الفائدة، خاصة أن تحديدها لا يتّفق مع خصوصية التجارة عامة، لاسيما بالنسبة للشركات التي غرضها محوري ومُفيد للصالح العام؛ لكن لا يُخفى كذلك أن تسقيف مُعدل الفائدة من شأنه التقليل من إفلاس الشركات التي تجد نفسها عاجزة عن الوفاء، وكذا التقليل من الإحتكار نوعا ما وإرجاع المنافسة بين مُختلف أحجام الشركات؛ لأن السوق في حاجة إلى الشركات المتوسطة والصغيرة إلى جانب الشركات الضخمة، ولو أن الواقع الإقتصادي يُبقي على الأقوى دائما، فما هذا التحديد إلا وجهة نظر غائية من التشريع *point de vue téléologique*².

إن العامل الذي يُؤثر في تحديد سعر الفائدة إذا كان إتفاقيا، يقوم على أساس الخطر، بإعتبار أن العلاقة بين العائد والخطر هي العامل الأهم في الحكم على عقلانية قرار الإكتتاب، وكلما حاولت الشركة أن تُقيم توازنا بين سعر الفائدة والمخاطر التي يمكن أن يتعرّض لها المُكاتبون كلما كان ذلك دافعا أقوى للإكتتاب في سنداتها³، فالشركة لا تقوم بتحديد مُعدل الفائدة جُزافا؛ إنما بالنظر إلى المخاطر التي سبق الحديث عنها في بداية هذا البحث. كما يتوقّف سعر إصدار السندات على مُعدل الفائدة المُحدّدة لها مقارنة بمُعدل الفائدة السائد في السوق والذي يُعرف بمُعدل الإستثمار، ومن ثم يتوقّف سعر الإصدار في تاريخ مُعيّن على القيمة الحالية للفوائد الدورية أو القيمة الإستهلاكية للسندات في نهاية المُدة⁴، وتُحسب القيمة الحالية بمُعدل الإستثمار السائد

¹ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص159.

² _Hala audi, op.cit., p.20.

³ _يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص83.

⁴ _"الأبد من التمييز بين الفائدة الحقيقية على السندات والفائدة الإسمية؛ فالفائدة الإسمية هي الفائدة التي يُستحق دفعها لمالكي الأسناد في التواريخ المُحدّدة ضمن نشرة الإصدار، وتُحسب على أساس القيمة الإسمية للأسناد. أما الفائدة الحقيقية فهي الفائدة المُحتسبة على أساس الأموال المُقترضة بسعر الفائدة الحقيقي، وقد تختلف الفائدة الحقيقية عن الفائدة الإسمية تبعاً إذا ما كان سعر إصدار الأسناد يختلف عن القيمة الإسمية لها، أي في حالة إصدار الأسناد بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار، وقد تتساوى معها في حالة إصدار الأسناد بقيمة إسمية. أما في حال الإختلاف بين القيمتين، يتم تغطية الفرق من علاوة الإصدار أو من خصم الإصدار، والفائدة الإسمية يتم دفعها لمالكي الأسناد في تواريخ إستحقاقها. أما الفائدة

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

في السوق على إعتبار أنه بديل آخر أمام حامل السند لتوظيف أمواله، فالقيمة الحالية لمبلغ يُحصّل في المستقبل هو ذلك المبلغ الذي سوف يدفعه المكتتب اليوم مقابل تلك العوائد المستقبلية¹. أما واقعيًا، لا تقدم المنشأة على عرض مُعدل فائدة أدنى من المُعدل السائد خشية فشل الإصدار، ولا يُمكنها عرض مُعدل فائدة أعلى من مُعدل السوق؛ لأن ذلك سيُحمّلها تكلفة عالية، فيجب على الجهة المُصدرة مراعاة مُعدل العائد المطلوب من جانب المدخرين الذي يُعتبر شرط مفروض من قبل السوق يجب إحترامه؛ لذا فإن الشركة مُصدرة سندات القرض تقوم بتحديد سعر الفائدة بشكل مدروس، وتأخذ في حسابها جُملة من العوامل هي:

- حالة السوق المالية والنقدية وقت الإصدار؛
- سعر الفائدة في أسواق الإستثمارات البديلة؛ حيث يكون أمام المكتتب عدة قنوات لإدخار ماليته كالبنوك وغيرها التي تمنح فوائد لقاء تلقي القروض، فكلما ارتفع مُعدل الفائدة في هذه القنوات كلما سعت الشركة أيضا إلى الرفع من نسب فوائدها حتى تفرض وجودها في السوق²؛
- الوضع المالي للشركة المُصدرة؛ حيث يُؤثر بشكل كبير على خيار المكتتب؛ فإذا كان وضعها غير ثابت سوف ينفر المكتتب من الإكتتاب في سنداتها؛ لذلك تلجأ الأخيرة إلى الرفع من نسب الفوائد لتُغطي مخاطر عدم السداد³.

كما أن تحديد مُعدل الفائدة يعود إلى مُعدّل مُرَجَّح مع إضافة هامش إليه، ويمكن أن يكون الهامش المُرَجَّح كالتالي:

- أحد مُعدلات الفائدة السائدة في السوق النقدي إذا كانت فئة الممولين المُستهدفين من المُتعاملين في السوق النقدي؛
- الإعتماد على أحد مُعدلات سوق السندات للمؤسسات المُشابهة من حيث درجة المخاطر؛

الحقيقية فيتم تسجيلها وتحميلها للإيرادات وفقا لأساس الاستحقاق، أي وفقا للمدة التي تم إستخدام الأموال المُقرضة فيها".
يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص86.

¹ أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص142.

² يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص80.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع نفسه، ص81.

- الإعتماد على مُعدل العائد على الأوراق المالية الحكومية (منحى العائد) التي يُماتل أجل إستحقاقها أجل إستحقاق القرض السندي، مع إضافة فارق يُمثّل مُقابل خطر الإكتتاب في سندات الشركات¹.

ولحساب تكلفة الإقتراض، يأخذ في الحسبان جملة من العناصر أهمها:

- مُدة القرض وتاريخ تسديده وكذا الفوائد السنوية أو النصف سنوية وفقا لما جاء به عقد الإصدار؛
- دفعات سداد أصل القرض بتاريخ الاستحقاق؛
- علاوة السداد prime de remboursement إن وجدت؛
- القيمة المُحصّلة من القرض أو سعر إصدار السند prix d'émission؛
- مصاريف التعاقد ومصاريف الإصدار frais d'émission².

5- كيفية دفع الفائدة

تُمثّل الفائدة على أسناد القرض بالنسبة للشركة المُصدرة تكلفة الأموال المُقترضة، ومن ثم فهي عبئٌ واجب التحميل على الإيرادات تطبيقاً لمبدأ مُقابلة النفقات بالإيرادات³، فتعتمد الشركة إلى تشكيل مُنونات لمُواجهة الخسائر والتكاليف التي على ذمتها وهي مُلزّمة بالدفع حين حلول أجله، ويرتبط زمن الوفاء بالفترة المُحدّدة في عقد الإصدار⁴ ولا تُدفع إلا فائدة جُزئية إذا كانت قيمة السند لم تُسدّد بالكامل⁵، حينها تحسب الفائدة على قيمة السند التي تم دفعها فعلاً؛ إذ ليس من المنطق أن تُدفع الفائدة عن قيمة قرض لم يُدفع إلى المُقترض⁶.

¹ محمد شكريين، مرجع سابق، ص 77.

² يوسف مامش-ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 67.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 86.

⁴ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 109.

⁵ جلال وفاء محمدين، مرجع سابق، ص 71.

⁶ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 160.

ويتم الدفع داخل مقر الشركة أو لدى المصارف الموكلة لذلك¹ حسب ما هو مُقرّر في نشرة الإصدار، إما سنويا أو في شكل نصف سنوي²، وتُستحق الفائدة إعتبارا من التاريخ المُحدّد في نشرة الإصدار الذي غالبا ما يكون هو تاريخ الإصدار، أما إذا كانت سنوية فإنها تستحق الدفع في اليوم والشهر المُقابل لتاريخ سريان الفائدة؛ فإن كان سريانها إعتبارا من 2019/01/01 فإنها تدفع في يوم 2020/01/01، أما إذا كانت الفائدة تُدفع على قسطين نصف سنويين؛ فإنها تُصبح مُستحقة الدفع حسب المثال السابق في 2019/06/01 و 2020/06/01³، ففي حال لم تدفع الشركة الفوائد في المواعيد المُحدّدة لها، يجوز لحملة السندات القابلة للتحويل المطالبة بها عن طريق الدعوى العادية⁴، كما لهم التنفيذ على أموالها ومجوداتها بإعتبارها مُتوقّفة عن دفع دين حال، حينها يجوز المُطالبة بتصفيتها وإشهار إفلاسها⁵.

وقيام المصرف بتوزيع الفائدة يتم إستنادا على توكيل من الشركة المُصدرة وهذا التوكيل يعود عليها بعدة مزايا؛ حيث يُوقّر عليها المصرف الوقت الذي تستغرقه في توزيع الفوائد ويُجنّبها المسائلة في حال عدم تأديتها بشكل قانوني⁶. ولا يوجد أي فرق في دفع الفائدة بين السند الإسمي والسند لحامله؛ إذ عادة ما يُرفق السند لحامله بكوبونات، كل كوبون منه خاص بالفوائد التي تُستحق في الميعاد المُبيّن، وهذا الكوبون قابل للإنصال ويسلم للشركة أو لوكيل الدفع قصد الوفاء، عكس السندات الإسمية التي لا تُرفق بهذه الكوبونات؛ إذ يُسلم الحامل سنده للحصول على الفائدة المُستحقة مباشرة⁷.

6- إثبات تقاضي الفائدة ومدى خضوعها للضريبة

يتم التحقّق من حصول مالك السند على الفوائد بواسطة إنتزاع القسائم المُلحقة بالسند أو عن طريق وضع ختم عليه؛ حيث تشمل سندات الاستحقاق المُسلمة إلى المكتتبين كل من مُعدّل الفائدة

¹ _Philippe Merle-Anne Fauchon, op.cit., n°2024, p.393.

² _ Georges Ripier--René Roblot, op.cit., n°1431, p.724.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 86.

⁴ _جلال وفاء محمدين، مرجع سابق، ص 72.

⁵ _فوزي محمد سامي، مرجع سابق، ص 414.

⁶ _سماح جعفر موسى، مرجع سابق، ص 53.

⁷ _يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 87.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

وتاريخ دفعها والفترات التي دُفعت فيها¹، ولم يُشر المشرع الجزائري على غرار المشرع الأردني إلى قسيمة الفوائد²، شأنه شأن أغلب التشريعات محل المقارنة.

في ذات السياق، يُثار سؤال حول إمكانية فرض ضريبة على السندات التي تُصدرها الشركة؟ فلقد فرض قانون ضريبة الدخل اللبناني رقم 144 لسنة 1959 ضريبة على الفوائد التي تُصدرها الشركة، في حين أبقى قانون ضريبة الدخل الأردني رقم 57 لسنة 1885 المعدل بالقانون رقم 04 لسنة 1992 والقانون رقم 14 لسنة 1995 من الضريبة على السندات، ذات الأمر جاء به قانون الضريبة على الدخل المصري رقم 91 لسنة 2005 ضمن المادة 7/ب/2³، كما أكد على هذا الإعفاء موجب تعديل 53 لسنة 2014⁴. أما قانون المالية الجزائري الصادر سنة 2006 شمل إعفاء حاملي السندات والأوراق المالية من دفعها، وتم إعفاء حاصل السندات والأوراق المالية المُماثلة لها المُسجّرة بالبورصة أو التي تم تداولها في سوق مُنظمة من الضريبة على الدخل الإجمالي L'IRG والضريبة على أرباح الشركات IBS، لأجل مُدته خمس سنوات إبتداء من واحد جانفي 2003؛ بحيث شمل الإعفاء كامل مُدة صلاحية السند الصادر خلال تلك الفترة، حسب ما أقرته المادة 32 من قانون المالية لسنة 2003. ووفقاً لقانون المالية لسنة 2006؛ فإن الإعفاء شمل السندات والأوراق المالية المُماثلة التي قلّ أجل دفعها عن خمس سنوات والتي فضّل حملتها تأجيل إستحقاقها لمُدّة أدها خمس سنوات كذلك، أما الذين إختاروا التحصيل المُسبق لسنداتهم قبل

¹ المادة 23 فقرة 10 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

² في حين كان المشرع المصري ينص ضمن المادة 38 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، أنه: "تستخرج السندات وصكوك التمويل من دفاتر ذات قسائم تُعطي أرقام مُسلسلة ويوقع عليها عضوان من أعضاء مجلس إدارة الشركة يُحدّدهما المجلس، أو من الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، وتختتم بختم بارز للشركة". قبل أن تُلغى هذه المادة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم 2018/2479، القاضي بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، ج ر ع 47، الصادرة في 2018/11/22. متوفر على الرابط: https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/laws_cma/exclaw%2095.htm تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 الساعة 15:17.

³ سماح جعفر موسى، مرجع سابق، ص54.

⁴ أنظر المادة 50 من القرار رقم 53 لسنة 2014، المتعلق بتعديل بعض أحكام قانون الضريبة على الدخل، الصادر بالقانون رقم 91 لسنة 2005 وقانون ضريبة الدمغة الصادر بالقانون رقم 111 لسنة 1980، ج ر ع 26 مكرر (أ) السنة السابعة والخمسون، الصادرة في 02 رمضان 1435هـ الموافق لـ 30 يونيو 2014. متوفر على الرابط: <https://manshurat.org/node/63715> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/06 على الساعة 12:12.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

أجل خمس سنوات، تعين عليهم دفع الضريبة على النتائج المحققة خلال الفترة المنصرمة لحفظ ديونهم¹، كما أكدت بورصة الجزائر في تقريرها الصادر بتاريخ 2014/06/16 على إعفاء الأرباح والفوائد على الأسهم والسندات من الضرائب (الضريبة على الدخل الإجمالي المطبقة على الأشخاص الطبيعيين والضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للأشخاص الاعتباريين)، كما تم أيضا إعفاء الفوائد الناتجة عن التنازل عن القيم المنقولة من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات إلى غاية ذات التاريخ السابق، وبعد إنتهاء فترة الإعفاء وإن لم يتم تجديد هذا التدبير، سيخضع الدخل المتأتي على الأرباح والفوائد وكذا فوائض القيم وفقا لطبيعة المستند إلى الضريبة على الدخل الإجمالي بالنسبة للأفراد المحددة حاليا بـ 10 %، والضريبة على أرباح الشركات التي تتراوح بين 19 % و 25 % حسب طبيعة النشاط². أما المشرع التونسي رأى أن الفوائض تُعدّ من مداخل رؤوس الأموال المنقولة، لذلك فهي تخضع لخصم من المورد بنسبة 20 %، فيُعمد كتسبقة عن الضريبة على دخل الأشخاص الطبيعيين والضريبة على الشركات. إلا أنه بالنسبة للأشخاص الطبيعيين؛ فإن فوائض السندات لا تخضع للضريبة على الدخل في حدود سقف سنوي قدره 1500 دينار تونسي³. وأيا كان موقف هذه التشريعات، لا بُد من التأكيد أن السياسة الضريبية تُساهم في النمو الإقتصادي، من خلال تأثيرها على فاعلية أسواق الأوراق المالية في أداء وظيفتها التمويلية، خصوصا أثناء مرحلة تعبئة مُدخرات القطاع العائلي وتوجيهها

¹ رمضان قنذلي، نظام الإخضاع الضريبي لمداخل الأسهم والسندات المسعرة بالبورصة -مقاربة قانونية-، دفاثر السياسة والقانون، مج07، ع02، جوان 2016، ص401. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/4938> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/05/12 على الساعة 13:19.

² دليل القيم المنقولة الصادر عن بورصة الجزائر، د ص. متوفر على الرابط: <http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/14 على الساعة 21:00.

³ دليل المستثمر في بورصة تونس، إصدار أكتوبر 2012، ص06. متوفر على الرابط: <http://www.bvmt.tn/ar/content/%D8%AF%D9%84%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%B1-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/10/03 على الساعة 17:26.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها

نحو إقراض الشركات¹. فمن منظور ضريبي، تعتبر سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أفضل من الأسهم بكثير².

7- تقادم الفائدة

فيما يخص تقادم الفوائد، لم يرد في القانون التجاري الجزائري ولا القوانين المقارنة ما يدل على حكمها، رغم أنها تُعتبر من الحقوق الدورية التي تخضع للتقادم الخمسي³ تطبيقاً للنصوص العامة⁴، أما حق إسترداد القيمة الإسمية يبقى قائماً⁵، ليتقادم بمضي خمس عشرة سنة وفقاً للقواعد العامة المتعلقة بالتقادم المُسقط⁶، ولا يبدأ سريان الميعاد إلا من اليوم الذي يُصبح فيه الدين

¹ _عبد القادر بسبع، أثر السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية، مجلة أوراق إقتصادية، مج01، ع01، ديسمبر 2017، ص71. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/77685> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/11 على الساعة 12:36.

² _ Jan De Spiegeleer-Wim Schoutens, op.cit., p.07.

³ _ Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1431, p.724.

⁴ راجع المادة 309 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 450 فقرة 01 من القانون المدني الأردني، والمادة 375 من القانون المدني المصري، والمادة 391 من قانون الإلتزامات والعقود (ظهير 09 رمضان 1331 هـ الموافق 12 أغسطس 1913، صيغة محينة بتاريخ 11 يناير 2021). متوفر على الرابط: <https://adala.justice.gov.ma/production/legislation/ar/Nouveautes/%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%20%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B2%D8%A7%D9%85%D8%A7%D8%AA%2021/02/01> على الساعة 20:17. وبخصوص المشرع الفرنسي راجع:

_ Art. 2277 C.civ.fr : « Se prescrivent par cinq ans les actions en paiement :

-Des salaires;

-Des arrérages des rentes perpétuelles et viagères et de ceux des pensions alimentaires;

-Des loyers, des fermages et des charges locatives;

-Des intérêts des sommes prêtées, et généralement de tout ce qui est payable par année ou à des termes périodiques plus courts. Se prescrivent également par cinq ans les actions en répétition des loyers, des fermages et des charges locatives ».

⁵ _نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص110.

⁶ _المادة 308 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

تدفع إلى الخزينة قيمة السندات التي مرّ عليها التقادم المُسقط، الذي لا يسري إلا من اليوم الذي يكون فيه السند قابلاً للدفع بحلول الأجل أو بسحب القرعة للإسترداد¹، كما يتوجب على الشركة أن تنشر إعلاناً في الجريدة الرسمية وفي جريدتين محليتين يوميتين، تصف فيه الأموال الموجودة لديها التي ستؤول إلى الحكومة؛ إذا لم يتقدم أحد للمطالبة بها خلال المدة التي تُعيّنها في عقد الإصدار، والتي عادة ما تكون مدة سنة².

ب- حق تداول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إتفقت أغلب التعريفات أن السندات صكوك قابلة للتداول³ شأنها شأن الأسهم⁴، فيحق لحامل السند التنازل عنه بكل حرية عن طريق تداوله بالكيفية التي تتفق مع شكله⁵؛ فإذا كانت السندات إسمية وغير مُسعرة في البورصة⁶، ينتج حق حاملها بمجرد تقييدها في سجلات التحويل التي تُعدّها الشركة المُصدرة وتُقيدها حسب الترتيب الزمني لتاريخ إصدارها، على أن تجمع الأوراق

¹ ج. ريبير - ر. روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 747.

² يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 90. أنظر نشرة إصدار سندات القرض للشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري. متوفر على الرابط: <http://www.jmrc.com.jo/Details.aspx?Lng=2&type=4&id=11> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/03 على الساعة 17:16.

³ "يعرف التداول لغة أنه مُشتق من الفعل يتداول تداولاً أي أخذ الشيء هذه المرة ومرة أخرى، والشيء المُتداول عليه مرة في حوزة هذا ومرة أخرى في حوزة آخر، ويُطلق التداول عادة على نقل المال والمركز والسلطة. أما بخصوص التعريف التشريعي، فلم يُعرّفه المشرع الجزائري؛ إنما إقتصر على إستعماله في نصوص عدة، فهو خاصة مرتبطة بالورقة المالية حسب الكيفية المُحددة؛ بل إنه أخطأ بين مصطلحي التداول la negociabilite والإحالة la cession كنص المادة 715 مكرر 55. أما بخصوص التعريف الفقهي، هناك من أفرده بتداول السهم وهناك من أجمعه بالورقة المالية على أنه أساس تكوين القيم المنقولة والسندات التجارية بصفة عامة". سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص 88. لتفاصيل أكثر حول مدلول المصطلحين راجع:

_Yves Guyon, op.cit., n°277, ps. 268_269_270.

⁴ محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص 304.

⁵ المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶ المادتين 286-287 من القانون التجاري الأردني رقم 12 لسنة 1966. متوفر على الرابط: <https://www.iclc-law.com/ar/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%86%D8%B4%D9%88%D8%B1%D8%A7%D8%AA/117-%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AC%D8%A7%D8%B1%D8%A9->

على الساعة 14:14. تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/01 على <https://www.iclc-law.com/ar/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%AF%D9%86%D9%8A>

المُتَشَابِهَة لِتَسْتَعْمَل فِي وَجْهٍ وَاحِدٍ، وَتُخَصَّصُ كُلُّ وَرْقَةٍ لِمالِكٍ وَاحِدٍ مَا لَمْ يَكُن السند مملوك على الشيوخ أو مُخَصَّصٍ لِلإِنْتِفَاعِ، حِينَهَا تُخَصَّصُ لَهُمْ جَمَاعَةً. وَعِلَاوَةً عَلَى ذَلِكَ، يُمَكِّنُ مَسْكَ بَطَاقَاتٍ تَتَضَمَّنُ حَسَبَ التَّرْتِيبِ الأَبْجَدِيِّ أَسْمَاءَ أَصْحَابِ السندات وَعَنَاوِينَهُمْ وَعَدَدَهَا وَصَنَفَهَا، وَكَذَا أَرْقَامِ سندات كُلِّ مَلَاكِهَا عِنْدَ الإِقْتِضَاءِ بِالشَّكْلِ الَّذِي لَا يَتَنَاقِضُ مَعَ مَا هُوَ مُتَضَمَّنٌ فِي سَجَلَاتِهَا¹، وَلَا يَكُونُ التَّدَاوُلُ نَافِذًا بِإِتْجَاهِ الغَيْرِ وَالشَّرْكَةِ سِوَى بَقِيَدِهِ فِي هَذِهِ السجلات²، فَنَقَلَ مِلْكِيَةَ السند لَا تَتَمُّ فَوْرَ إِبرَامِ العَقْدِ؛ إِنَّمَا يَتَأَخَّرُ لِغَايَةِ التَّمَامِ مِنَ القيد فِي الحِسابِ.

أَمَّا إِذَا كَانَتِ السندات الإِسْمِيَّةُ مُسَعَّرَةً فِي البورصة *les titres nominatifs*، تُقَدِّمُ الشَّرْكَةُ المُصَدَّرَةَ عَلَى تَسْجِيلِهَا فِي حِسابَاتٍ خَاصَّةٍ بِكُلِّ حَامِلٍ³، كَمَا يَمَكِّنُ لِصَاحِبِ السند الإِسْمِيِّ فَتْحَ حِسابٍ لَهُ لَدَى مَاسِكِ الحِسابَاتِ حَافِظِ السندات لِئِمْسِكِهِ بِطَرِيقَةٍ مُنْتَظِمَةٍ وَفَقًا لِلْكَيفِيَّةِ الَّتِي سُجِّلَ بِهَا مِنْ طَرَفِ الشَّرْكَةِ، عَلَى أَنْ يُسَجَّلَ الحِسابُ مِنْ طَرَفِ الجِهَتَيْنِ مَعًا وَيُدِيرَهُ مَاسِكُ السندات الَّذِي يُسَجِّلُ العَمَلِيَّاتِ القَانُونِيَّةِ الَّتِي وَرَدَتْ عَلَيْهِ بِاسْمِ حَامِلِهِ، وَيُعَلِّمُ الشَّرْكَةَ بِهَذِهِ المُسْتَجِدَاتِ لِتَقُومَ بِالتَّعْدِيلَاتِ المُنَاسِبَةِ كَقيدِ الحَامِلِ الجَدِيدِ فِي الحِسابِ، وَيُسَمَّى السندُ فِي هَذِهِ الحَالَةِ السندُ الإِسْمِيُّ المُدَارُ *titre nominatif administré*. كَمَا يَمَكِّنُ لِشَّرْكَةٍ أَنْ تَسْتَغْنِي عَنِ مَاسِكِ الحِسابَاتِ، فَتَقُومُ بِإِدَارَةِ وَتَسْيِيرِ الحِسابِ لِوَحْدِهَا لِصَالحِ حَامِلِ السندِ، عَلَى أَنْ يُسَمَّى السندُ فِي هَذِهِ الحَالَةِ السندُ الإِسْمِيُّ الخَالِصُ⁴ *le titre nominatif pour*.

¹ المادة 15 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

² المادة 715 مكرر 38 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ إن الفائدة المرجوة من قيد الورقة المالية بالبورصة تتمثل في كونه يعود بالفائدة على الشركات؛ لأنه يُشكّل نوع من الدعاية لها، كذلك يكفل بيع الورقة المالية في أقصر وقت ممكن وبأفضل الأسعار، بالإضافة لكونه يمكّن الجمهور من مراقبة الأسعار باستمرار ويسمح لهم بالتعرّف على المركز المالي للشركة. سعيد حسين علي، مرجع سابق، ص 64.

⁴ « Un mandat de gestion comportant des mentions obligatoires doit être conclu entre cet intermédiaire et le titulaire des titres nominatifs administrés, mandat par lequel celui-ci s'engage à ne donner d'instructions qu'à celui-là. Le mandat doit être notifié à l'émettrice, laquelle connaît l'identité du teneur de compte et celle du titulaire concerné. Tout achat ou vente est enregistré dans le compte d'administration ouvert au nom du titulaire et notifié à la société émettrice, qui doit alors modifier le compte de l'intéressé et ouvrir un compte au nom du cessionnaire si ce dernier n'est pas déjà actionnaire. En pratique, le titulaire donne ses instructions à cet intermédiaire qui répercute l'information à l'émetteur par un bordereau de références nominatives. La différence entre la formule d'administration des titres nominatifs et la tenue de compte propre aux titres au porteur tient à la nécessaire relation qui doit exister entre l'intermédiaire teneur de compte et la personne morale émettrice, dans le premier cas, et dans l'absence de toute relation entre eux, dans le second, l'intermédiaire n'ayant alors de lien qu'avec le porteur. Les titres nominatifs administrés restent des titres nominatifs car ils demeurent inscrits dans la comptabilité titres de la société émettrice, en même temps qu'ils figurent dans le compte d'administration chez le

أما السند لحامله غير المُسعر يتم تداوله بمُجرّد التسليم أو المناولة من المُتنازل -حامل السند- إلى المُتنازل له دون شكليات¹، أما إذا كان مُسعر يسمى بـ "سند الحامل القابل للتعريف" un titre au porteur identifiable (T.P.I) ويتجسّد مادياً بموجب شهادة، ويكون موضوع تسجيل بإسم مالكة في حساب مفتوح لدى ماسك حسابات مؤهل من المؤتمن المركزي²، ويمكن للقانون الأساسي السماح للشركة المُصدرة بالتعرّف على هوية حامله وعدد السندات التي يحوزها والتي من الممكن أن تمنح فوراً أو آجلاً الحق في التصويت داخل جمعيات المساهمين³، بموجب طلب مُقدّم منها إلى المؤتمن المركزي، بمعنى أن هوية حملة هذا النوع من السندات تبقى غير معروفة لدى الشركة حتى بعد تحويلها إلى قيود حسابية. وقصد تسهيل عملية تداول سندات الاستحقاق؛ فإن الشركة تلجأ إلى إصدار مُعظمها بقيمة صغيرة عن طريق تجزئة قرض السندات إلى وحدات صغيرة تسهلاً لعمليتي البيع والشراء، فضلاً عن تسهيل عملية تمويل الإصدار بواسطة توزيع قيمة القرض على عدد كبير نسبياً من المُقرضين⁴.

1- أهمية تداول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

التداول يؤدي إلى نقل ملكية الحق الثابت فيه إلى الحامل الجديد خالي من العيوب التي كانت تعتريه⁵، وهو ما يُميّز أسناد القرض عن أسناد الدين العادية؛ لأن التصرف فيها لا يخضع للأحكام المُقرّرة في القانون المدني -حوالة الحق-، كَوْن إنتقال الحق عن طريق الحوالة المدنية يُشترط فيه قبول المدين لهذه الحوالة، وإذا إنتقل الحق بقبول المدين للحوالة؛ فإنه يُشترط لنفاذها في حق الغير أن يكون القبول ثابت التاريخ، كما يجوز للمدين أن يتمسك في مواجهة المُحال إليه

prestataire habilité. Tout titulaire d'un titre nominatif peut normalement être connu de l'émetteur, qui peut donc communiquer directement avec lui (il est convoqué à l'assemblée générale par lettre individuelle), alors qu'un actionnaire au porteur doit faire établir par l'établissement financier teneur de son compte une attestation d'inscription en compte pour exercer ses droits ». Daniel OHL, op.cit., n° 29.

¹ المادة 715 مكرر 38 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² Bulletin de C.O.S.O.B, numéro spécial « le dépositaire central des titres », n°4, juillet 2003. Disponible en ligne sur le site : <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/publications-bulletin2003.pdf> consulté le: 10/04/2021.

³ المادة 715 مكرر 36 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 127.

⁵ محمد الطاهر بلعيساوي، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، مرجع سابق، ص 14.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

بكافة الدفع التي تكون له ضد المُحيل، فالمُحال إليه لا يملك حقوقاً أكثر مما يملك المُحيل الذي نُقل إليه الحق¹. أما في تداول السند بالطرق التجارية؛ فإن المالك الجديد للسند لا يُعدّ في علاقته بالشركة مُجرّد مُحال إليه له حقوق المالك السابق نفسها؛ إنما يكون له حق خاص مباشر تُجاه الشركة؛ بحيث لا يجوز للأخيرة أن تتمسّك في مُواجهته إلا بالدفع المُستمدّة من السند ذاته².

وتقترن خاصية القابلية للتداول بخاصية القابلية للتنازل؛ بحيث أن السند لا يمكن أن يكون قابلاً للتداول إلا إذا كان قابلاً للتنازل، فحُصص المُستفيدين أو حُصص المُؤسسين غير قابلة للتداول؛ لأنها غير قابلة للتنازل³، ولا يخضع تداول السندات إلى القيود الواردة على تداول الأسهم⁴؛ إلا في حال ضياعه أو سرقة⁵، وإن كان البعض يرى أنه من الأفضل أن تسري عليها ذات القيود⁶ لاسيما القانونية؛ إذ يُمنع تداول السندات المرهونة أو المحجوزة أو المُجمّدة، كما يمكن تضمين مجموعة من القيود الإتفاقية كذلك؛ حيث يمكن للشركة أن تمنع أي تنازل عن السندات لشركة منافسة لها مثلاً، شرط ألا تصل هذه القيود إلى حد الإلغاء الكلي للتداول⁷؛ إذ أن الصفة التي يمنحها السند تُمكن صاحبه من التخلي عنه متى شاء عن طريق التنازل عنه بإقحامه في التداول⁸، ولا بُد من الإشارة إلى أن تداول سندات القرض والتغيير الذي يحصل على قيمتها المالية يرتبط كلياً بمعدل سعر الفائدة السائدة في السوق⁹، وتسمح خاصية التداول بتوفير السيولة لحملتها¹⁰ بتفادي خطر تجميد المدخرات الذي يُعيق وضعها وتسخيرها في خدمة الإقتصاد، فلو لا هذه الخاصية لما قبل المُدخّر توظيف أمواله في شراء سندات إستحقاق قد تصل مدتها إلى 10

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص131. أيضاً عبد الرزاق دربال، الوجيز في أحكام الإلتزام في القانون المدني الجزائري، د ط، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2004، ص ص74_75.

² بني مصطفى أكرم مصلح عبد الكريم، مرجع سابق، ص14.

³ Philippe Merle-Anne Fauchon, op. cit., n°1909, p. 372.

⁴ محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص304.

⁵ الوندوي براق محمد إسكندر، مرجع سابق، ص11.

⁶ عبد السلام ذهني بك، القانون التجاري، د ط، مطبعة الإعتماد، الزمالك، 1967، ص ص534_535.

⁷ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص132.

⁸ نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص197.

⁹ محمد فوزي سامي، مرجع سابق، ص413.

¹⁰ خالد أحمد سيف الشعراوي، الإطار القانونية لعمليات التداول في البورصة، د ط، دار الجامعة الجديدة، د ب ن، 2015، ص209.

سنوات مثلا، فالمُدخرات يحتاج إليها أصحابها مستقبلا الأمر الذي يدعوهم إلى الإحتفاظ بأموالهم أو جزء منها في صورة نقدية؛ ولكي لا يخشى المُدخرون من توظيف فائضهم، يجب أن يكون في مقدورهم التصرف في الصكوك المُمثِّلة لهذه الأموال في أي وقت. من ثم، فتقنية التداول هي التي تسمح لمن يستثمر أمواله عن طريق الإكتتاب فيها أو شرائها من البورصة أن يدخل في علاقة مع الشركة المُصدرة أو يخرج منها بسهولة، تطبيقا للرؤية الإقتصادية التي تؤكد أنه لا يمكن إحداث توسّع في النشاط الإقتصادي دون إستثمار، ولا إستثمار دون إمكانية العدول عنه - عن قرار الإستثمار - بسهولة¹.

كما تُشكّل الأسواق المالية المُنظمة أو ما يصطلح عليها أيضا ببورصة الأوراق المالية فضاء للتداول، لاسيما داخل السوق الثانوي أي سوق السندات المُدرجة في البورصة² بالنسبة للشركات التي بادرت بتسجيل أسهمها فيها³، بالنظر لما تُوفّره من آليات و ضمانات لتحصيل المعلومة الكافية للمُدخرين، دائما في إطار إحترام الخصوصيات التي تتميز بها هذه العملية⁴.

في اللغة العربية نجد البورصة مُعرّفة في معجم الوسيط بـ "المصفق"، وهي سوق تُعقد فيها صفقات القطن والأوراق المالية، أما المعجم الكبير عرّفها بأنها: "سوق مُستمرة مُنظمة تقوم على أساس تلاقي العرض والطلب"، وسميت الصفقة في عمليات البيع والشراء؛ لأن العرب كانوا إذا أتموا البيع ضرب المُشتري على يد البائع أي صفق يده يد البائع، فسميت العملية بالصفقة وسمي المكان بالمصفق الذي تُعقد فيه الصفقات، علما أنه إلى يومنا هذا مازال يستعمل هذا المصطلح في بعض الأسواق. وعليه؛ فإن الصفقة تعني البيعة والتصافق يعني إنجاز عملية البيع والصفق يعني التبايع، أما كلمة بورصة نفسها تعود إلى القرن الخامس عشر الميلادي؛ حيث كان التجار

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص132.

² عرّفت المادة الثانية من تعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، السوق الثانوي أنه: "السوق الذي يتم من خلاله التداول بالأوراق المالية المُصدرة وفقا لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات". كما عرّف سوق السندات أنه: "ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بأسناد القرض المُدرجة في البورصة والمُصدرة من الشركات والسندات المُصدرة من الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات". متوفر على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq-almalyt-lsnt-2018> تم الإطلاع

بتاريخ: 2021/02/01 على الساعة 19:19.

³ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص09.

⁴ إبراهيم بن مختار، مرجع سابق، ص147.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

القادمين من مدينة فلورنس يجتمعون في فندق تملكه عائلة تسمى عائلة "فان دي بورص" van des bourse في مدينة بريج البلجيكية، دون أن يأتوا ببضاعتهم لصعوبة نقلها، ونظرا للثقة المتبادلة بينهم يتم إجراء الصفقات الحاضرة والمستقبلية في شكل تعهدات¹. أما على صعيد القضاء، عزت محكمة النقض الإدارية المصرية سوق الأوراق المالية أنه: "مكان خصه المشرع لشراء وبيع الأوراق المالية، وبمعنى آخر إنها سوق يتعامل فيها بالأوراق المالية بواسطة السماسرة الذين يتوسّطون بين المشتريين والبائعين، وهذا السوق يُعدّ من المرافق العامة الإقتصادية التي تؤدي خدمة عامة للجمهور"².

بخصوص الشركة غير المسجلة في البورصة، يتم تداول أوراقها المالية داخل ما يسمى "بالأسواق الموازية"³ أو "فوق المنضدة" (O.T.C) over the counter أو غير المنظمة unorganized market. وعكس السوق المنظمة، لا تتوفر هذه السوق على مكان مُحدّد لإجراء المعاملات ويكون الفاعلون فيها مختلف بيوت السمسرة، يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية موضوع التداول من خلال شبكة إتصال فورية وسريعة⁴، كما أنها تخلو من أي شروط، عدا تلك

¹ -أزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص22.

² -طعن رقم 1261 لسنة 35 ق- جلسة 1991/02/02. نقلا عن غالب عبد الحسين، التداول الإلكتروني للأوراق المالية عبر شبكة الأنترنت، مجلة جامعة تكريت للحقوق، مج02، ع03، 2018، ص215. متوفر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj?func=article&aId=146357> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/01 على الساعة 14:14.

³ -بخلاف السوق النظامية التي تشهد مساهمة أكبر وأهم؛ حيث يتم التعامل في قاعة التداول في الأوراق المالية الصادرة عن الشركات التي إستوفت شروط الإدراج المطلوبة؛ فإن السوق الموازية تُمثل مساحة أقل من تداول الأوراق المالية؛ لأنها تشمل فقط التعامل في الأوراق الصادرة عن الشركات الحديثة أو أسهم الشركات التي تحكمها شروط إدراج خاصة بها. محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، ط02، جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي، صنعاء، 2013، ص107. لكن هذا لا يعني أنها لا تشهد إتساعا؛ بحيث أن السوق غير المنظمة هي ثاني سوق من ناحية حجم الأموال المتداولة في الأوراق المالية بعد بورصة طوكيو ونيويورك وتايوان ولندن؛ لذلك تم تكوين ما يسمى "الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية (National Association Of Security Dealers (N.A.S.D))" كتتظيم ذاتي يظم السماسرة والتجار في هذا السوق، بهدف حماية المستثمرين وتوفير المعلومات بشأن حجم التداول. الغالي بن إبراهيم-محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم والسندات)، ط01، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الجزائر، 2019، ص29.

⁴ -زهرة خيضر عباس العبيدي، سوق الأوراق المالية ودورها في تفعيل الإستثمارات، مجلة الكوت للعلوم الإقتصادية والإدارية، مج01، ع28، 2018، ص06. متوفر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/article/139775> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 13:00.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

الموجودة في العقد¹، ويكثر التعامل داخل هذه الأسواق بالسندات؛ لأن التعامل بالأسهم عادة ما يكون على نطاق مُنظَّم، ولا تسري عليها قواعد القيد والإفصاح التي تسري على الأوراق المالية المُقيَّدة بداول البورصة²، كما تسمح هذه الأسواق بوظيفة تعبئة الموارد وتوفير السيولة التي تحتاجها الأسواق المالية. وبهذا الدور؛ فإنها تُمكن المُدخرات المتمثلة في الأوراق المالية القابلة للتحويل من إستعادة سيولتها في أي وقت، وكذا السماح لحاملها من تنويع مخاطر حافظاتهم المالية³، وكذا تقييم الأداء الإقتصادي لشركة المساهمة مُصدرة السندات، كَوْن الشركة المسجلة داخل السوق هي التي إستوفت عددا من الشروط المُحدَّدة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، لاسيما من حيث إفصاحها بصفة دورية عن نشاطاتها وقوائمها المالية ورقم أعمالها، إلى غير ذلك من المعلومات التي تُساعد على تقييم أداء هذه الشركات، ففي إنخفاض أسعار أوراقها دليل على فشلها أو ضعف مركزها المالي؛ لأن سوق الأوراق المالية مؤشِّر على الحالة الإقتصادية لها⁴، كما أن هذه الأسواق أكثر تحكما في تدهور الأسعار أو إرتفاعها الحاد، عن طريق إما إيقاف التداول أو إغلاق البورصة لأيام أو إدخال منافسين جُدد، لتحقيق التوازن بين الأسعار القديمة والعروض الجديدة⁵.

إذا كان هذا القول يصح بالنسبة لطريقة التداول الكلاسيكية، فلا ينبغي إغفال أن الأسواق المالية تأثرت تأثرا واضحا بالثورة الملموسة في تقنيات الإتصال الرقمية، التي ساعدت بشكل كبير في إدارة هذه الأسواق وتنفيذ العمليات داخلها، دون الحاجة إلى الإتصال الهاتفي أو مقابلة الوسيط، مما يسمح بمتابعة وضع السند بشكل واضح وفوري⁶، فالتداول أصبح يتم آليا "التداول الإلكتروني"، بعد أن كان يدويا تقليديا يقوم على المُناداة أو الكتابة على لوحات العرض داخل السوق، فبالنسبة للمُناداة كان يقوم السمسار بإعلان ما لديه من عرض أو طلب بصوت جهري مع

¹ _ Benchabane Meriem, op.cit., p.36.

² _ الغالي بن إبراهيم-محمد عدنان بن ضيف، مرجع سابق، ص29.

³ _ Abdellatif Bouazza, les valeurs mobilières dans les économies en développement : facteurs d'une émergence, *Revue marocaine de recherche en management et marketing*, n°14, 2016, p.263.

⁴ _ عبد الله غالم-عبد الحفيظ خزان، سوق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الإقتصادية، خصائصها وأقسامها)، مجلة الإجتهااد القضائي، مج11، ع08، ص78. متوفر على الرابط: <http://www.asjp.cerist.dz/en/article/10068> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/02 على الساعة 17:13.

⁵ _ الغالي بن إبراهيم-محمد عدنان بن ضيف، مرجع سابق، ص31.

⁶ _ سعيد حسين علي، مرجع سابق، ص99.

ذكر خصائص الورقة المالية المعروضة إما على البيع أو الشراء إلى أن يجد من يُقابلة من سمسار آخر، وتتميز هذه الطريقة في كونها تمنح الوسيط الحُرية الكاملة في إختيار أنسب عرض؛ لكنها تستغرق وقت قليل نسبياً بالمقارنة مع الحالات الأخرى، كما أنها تضمن حُرية التعاقد بإعتبارها مزاد مفتوح وصولاً لسعر عادل؛ لكن هذه الطريقة لم تُعد مُنقّحة مع مُتطلبات السوق الحالي¹. أما التداول عن طريق التدوين أو الكتابة يتم على لوحات العرض والطلب؛ حيث يُقدّم السماسرة طلباتهم في بطاقات خاصة إلى كاتب المقصورة على اللوحة، ويستمر تلقي العروض إلى أن يُضرب الجرس الأول لإقفال الجلسة ويبقى مُدَوّن العرض الأقل سعر ويمسح الأول إذا كان مرتفع²، وفي حال تساوت الأسعار يُحال إلى الأسبقية في قبول العرض.

عكس التداول الرقمي³ الذي يختلف جوهرياً عما سبق بيانه؛ لأنه يُبرم أساساً من قبل الوسيط لحساب عميله عن طريق الحاسب الآلي المربوط بخدمة الأنترنت؛ بحيث يتمكن من إدخال كافة أوامر البيع والشراء⁴ ومُتابعها بنفسه، من خلال إستخدام شبكة الأنترنت عبر برنامج خاص¹ دون

¹ - غالب عبد الحسين، مرجع سابق، ص 236.

² - الغالي بن إبراهيم- محمد عدنان بن ضيف، مرجع سابق، ص 134.

³ - بدأ تطبيق نظام التداول الإلكتروني في الأوراق المالية منذ ما يقارب الأربعة عقود؛ حيث طُبّق هذا النظام لأول مرة في سوق NASDAQ في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1971؛ ثم إمتد إستخدام هذا النظام في الأسواق المالية العالمية الأخرى كأسواق تورنتو عام 1977 وطوكيو عام 1982 وسوق باريس عام 1986. أما في العالم العربي، يُعد نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية من أقدم أنظمة التداول؛ حيث بدأ العمل به سنة 1990 وكان يحمل إسم (النظام الإلكتروني لمعلومات الأسهم) وتم تحديثه تسع مرات في مدة زمنية لاحقة. هشام طلعت عبد الحكيم- عماد عبد الحسين لدول، نظام التداول الإلكتروني وإنعكاسه في مؤشرات التداول سوق الأوراق المالية (دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، مج 22، ع 92، العراق، 2016، ص 253. متوفر على الرابط: <https://jeasiq.uobaghdad.edu.iq/index.php/JEASIQ/article/view/456/393> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 19:13.

⁴ - يصدر قرار الشراء من المشتري عندما تتوفر لديه الرغبة في حيازة أصل مالي، ويلجأ إلى هذا القرار عندما يرى بأن القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة أعلى من القيمة السوقية، أما قرار البيع يلجأ إليه عندما تكون القيمة السوقية للأصل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة المالية للتدفقات النقدية المُتوقعة. حسين وليد حسين- إبتهاال طالب خضير- عبد الناصر علك حافظ، قرارات الإستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، مج 08، ع 22، 2013، ص 232. متوفر على الرابط: <https://jpfiafs.uobaghdad.edu.iq/index.php/JAFS/article/view/663> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 16:08.

تكلفة العمولة التي يدفعها المدخر إلى الوسيط لقاء تزويده بالخدمة مقارنة بعملية التداول الكلاسيكية، كما تُتيح له خدمة البيع والشراء في أكثر من سوق مالي في ذات التوقيت¹. ورغبة في مواكبة التطور الذي تعرفه الأسواق المالية العالمية، أُسس ما يسمى بالمؤتمن المركزي الذي يضطلع إليه تبسيط إجراءات تسويق ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة، عن طريق إزالة كيانها المادي *dématérialisation des valeurs mobilières*²، وهو ما يُسمى البعض "إزالة الدعامات المحسوسة للأوراق المالية"، الذي يجد مرجعيته في القانون الفرنسي الصادر بتاريخ 1981/12/10³، قصد التقليل من السلبات التي يُلاقها النظام التقليدي للتداول، بالإضافة إلى المخاطر الناجمة عن احتمال تزوير أو إتلاف السندات أو ضياعها وسرقتها⁴، فأراد المشرع الجزائري على غرار التشريعات العربية⁵ بهذا التوجه الجديد أن يستفيد من مزايا إزالة الطابع المادي عن القيم المنقولة لتفادي مساوئ النظام التقليدي في نقل ملكية الورقة المالية وتسليمها الفعلي،

¹ _غالب عبد الحسين، مرجع سابق، ص223.

² نصت بعض التشريعات على إلزامية إعداد القيم المنقولة المادية بمجرد تحويلها إلى حسابات، كالمشرع المصري بالإضافة إلى المشرع الفرنسي الذي كانت له تجربة مُماثلة من خلال المرسوم المؤرخ في 06 فيفري 1950، الذي شمل السندات القابلة للتحويل لأسهم في مرحلة ما قبل التحويل إلى قيود دفترية، أما المشرع الأمريكي حدّد عام 2016 كآخر أجل لإنهاء التعامل بالأوراق المالية في صيغتها المادية مهما كان مصدرها. راجع نوارة حمليل، مرجع سابق، ص175 وما يليها.

³ «Le principe de dématérialisation posé par la loi de finances du 30 décembre 1981 a été mis en application par un décret du 2 mai 1983 et la « bascule » des titres dans le nouveau régime est intervenue le 3 novembre 1984. Depuis cette date, toutes les valeurs mobilières (y compris les droits de souscription ou d'attribution) émises sur le territoire français et soumises à la législation française, quelle que soit leur forme, nominative ou au porteur, qu'elles soient cotées ou non, ne peuvent plus être représentées matériellement par des formules imprimées ». **Philippe Merle-Anne Fauchon**, op.cit., n°1548, p.316.

⁴ _نوارة حمليل، مرجع سابق، ص174.

⁵ تم تأسيس هذه الأنظمة في العديد من الأسواق العربية مثل شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي ومركز إيداع الأوراق المالية في الأردن إلى غير ذلك، بهدف الحياة المركزية للأوراق المالية المتداولة في البورصة وتحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفترية لتسهيل وتبسيط والإسراع من تداولها، بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة وتنفيذ التسويات المالية للأوراق المالية التي تجرى تداولها في البورصة. **صالح مفتاح-علي بوعبد الله**، واقع الإستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، *أبحاث إقتصادية وإدارية*، مج07، ع02، 2012، ص72. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/54101> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/13 على الساعة 17:16.

ناهيك عن التكلفة الباهظة التي تتطلبها عملية حفظ وإدارة هذه الأوراق، كما أكد قانون الأوراق المالية الأردني¹ على ذات المبدأ؛ حيث يتم إلغاء شهادات ملكية هذه الأوراق المودعة لدى مركز إيداع الأوراق المالية، على أن يتم تسجيل الأوراق المالية المُتداولة في السوق ونقل ملكيتها وتسوية أثمانها بين الوسطاء بموجب قيود تُدَوّن في سجلات المركز، وتكون هذه القيود المُدوَّنة في سجلات المركز وحساباته سواء كانت خطّية أو إلكترونية، دليلاً قانونياً على ملكية الورقة المُبيّنة فيها.

2- شروط قبول تداول السندات القابلة للتحويل داخل البورصة

القاعدة العامة أن تداول القيم المنقولة في حال تسعيرها لا يُعترف به خارج البورصة التي تضع شروط سابقة ولاحقة للتداول². وإستثناء عن ذلك، يمكن التداول خارجها عن طريق التراضي³، والملاحظ أن المشرع الجزائري قد أحال بموجب القانون التجاري تنظيم القواعد الخاصة بتداول السندات المُسعّرة من قبل الشركة المُصدرة إلى القوانين والأنظمة المُتعلقة بالبورصة.

1.2 الشروط المتعلقة بالشركة المُصدرة

إشترط المشرع الجزائري⁴ أن تكون الشركة الراغبة في تداول أوراقها المالية داخل البورصة من شركات الأسهم⁵، سبق لها أن نشرت كشوفات مالية مُصادق عليها لسنتين مائيتين سابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول، ما لم تُقرّر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خلاف

¹ المادة 81 من قانون الأوراق المالية الأردني 76 لسنة 2002، مرجع سابق.

² المادة 05 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

³ المادة 01 من الأمر رقم 10/96، المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق 10 يناير سنة 1996، يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 مايو سنة 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

⁴ المادة 30 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

⁵ من خلال المادة السابقة، يتّضح أن القيم المنقولة الصادرة عن شركات الأسهم هي وحدها التي تقبل التداول في البورصة. فبمفهوم المخالفة؛ إن الأوراق المالية المطروحة عن الجهات العمومية كالدولة والجماعات المحلية مُستبعدة من التداول داخل البورصة؛ لكن ما نلبث حتى نصطدم بنص المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي عرّفت البورصة أنها : "إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم"، لئلا يُستنتج أن طلب قبول التداول في البورصة يخص فقط الأوراق المالية الصادرة عن شركات الأسهم، دون تلك الصادرة عن الهيئات العمومية.

ذلك، كما يستوجب عليها تقديم تقرير تقييمي لأصولها، يُنجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين أو أي خبير آخر خارج أعضائها -غير مندوب حساباتها- تعترف اللجنة بتقييمه، كما يشترط أن تكون الشركة قد حققت أرباح خلال السنة المالية السابقة على طلب القبول، ما لم يتم تقرير خلاف ذلك؛ وإذا تنازلت عن أحد أصولها أو تخلت عنها قبل الإدخال فعليها إخطار اللجنة بذلك، كما على الشركة أن تُبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة. وفي الحالة العكسية، عليها أن تُعيّن هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سندات التداول في البورصة وتتولى أيضا عملية تحويل السندات¹.

أما من ناحية حجم رأسمال الشركة المطلوب، أكد نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على أن يكون سعر سندات الديون التي يُقدّم بشأنها طلب قبول التداول في البورصة يُساوي على الأقل (500.000.000 دج)² يوم الإدخال، بعد أن كان مُقدرا بـ (100.000.000 دج)³، كما كان يُشترط أن يتم توزيع السندات على مائة حائز يوم الإدراج على أبعد تقدير⁴. وبعد إستيفاء جميع المقاييس السابقة، تتقدّم الشركة بطلب القبول للجنة عن طريق إيداع مشروع المذكرة الإعلامية لتخضع لتأشيرتها⁵؛ ثم تقدمها⁶ وفق الكيفيات التي سبق بيانها.

بدوره، المشرع الكويتي إشتراط حسب قانون تنظيم تداول الأوراق المالية رقم 1970/32 توفّر شروط مُعيّنة لقبول تداول الأوراق المالية، كضرورة الحصول على ترخيص من وزارة التجارة والصناعة من قبل لجنة الأوراق المالية، زيادة على أن يكون طالب الترخيص شركة مُصرّح لها بالتداول في الكويت، على أن تتوسّع هذه اللجنة في الشروط التي تراها مناسبة مع تحديد شروط خاصة بكل نوع من الشركات سواء كانت كويتية أو أجنبية أو خليجية، بالإضافة إلى أن تتم عملية

¹ راجع المواد من 31 إلى 36 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² المادة 10 من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 45 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

³ المادة 45 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁴ هذا الشرط كان منصوص عليه ضمن المادة 46 من النظام رقم 03/97 وتم الإستغناء عنه بمقتضى النظام رقم 01/12.

⁵ المادة 16 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁶ المادة 03 من النظام رقم 02/96، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

التداول من قبل سمسار مُرخص له ومُدراج إسمه في لائحة تُحددها لجنة البورصة، والذي يُشترط فيه أن يكون كويتيًا¹.

على نظيره كذلك، حدّد المشرع الأردني جملة من الشروط لإدراج² السندات، بعد تقديم الشركة التي تكون قد إستكملت إجراءات الإصدار بالشكل القانوني المطلوب طلب الإدراج والموافقة عليه، وأكد أن الشركة موضوع طلب القبول عليها أن تُقدّم للبورصة مجموعة من البيانات والمعلومات لاسيما³:

1. التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية (إن وُجد)، يتضمّن تقرير مجلس إدارتها وبياناته المالية المُدقّقة وكذا تقرير مُدققي حساباتها؛
 2. تقرير الحوكمة المُعدّ وفقا لمتطلبات الهيئة (إن وُجد)؛
 3. البيانات المالية المرحلية للشركة تم مراجعتها من قبل مُدقّق حساباتها، والتي تغطي الفترة من بداية السنة المالية وحتى نهاية الرُّبع الذي يسبق تاريخ طلب الإدراج (إن وُجدت)؛
 4. أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة وأسماء ورُتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم أو أقربائهم، وعضوية أي منهم في مجالس إدارات شركات المساهمة العامة الأخرى؛
 5. نشرة الإصدار الخاصة بأسناد القرض؛
 6. إذا كانت أسناد القرض المطلوب إدراجها قابلة للتحويل لأسهم، فعلى الشركة تقديم كشف يتضمّن أسماء الأشخاص الذين يملكون 05 % أو أكثر من أسهم الشركة؛
 7. أي معلومات أو بيانات أخرى تراها البورصة ضرورية لإتخاذ قرار الإدراج.
- ولم يتوقّف الأمر عند تعداد هذه الشروط فحسب؛ إنما عدّد كذلك إلتزامات الشركة خلال هذه المرحلة؛ بحيث تقوم الشركة الراغبة بإدراج أسناد قرضها بتزويد البورصة بالتقارير والمعلومات والبيانات، لاسيما:

¹ _الشمري طعمه، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، مج07، ع04، 1983، ص41. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Rzcord/73061> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/19 الساعة 14:19.

² _المادة 02 من تعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، عرّفت الإدراج أنه: "قيد الورقة المالية في سجلات البورصة".

³ _المادة 20 من تعليمات إدراج الأوراق المالية لسنة 2018، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

_ التقرير السنوي للشركة مُتضمّن تقرير مجلس إدارتها وبياناتها المالية المُدقّقة وتقرير مُدقق حساباتها، وذلك خلال مُدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ إنتهاء سنتها المالية بالإضافة إلى تقرير الحوكمة لآخر سنة مالية مُعد وفقا لمُتطلبات الهيئة؛

_ تقرير ربع سنوي مُقارن مع نفس الفترة من السنة المالية السابقة، يتضمّن البيانات المالية للشركة مُراجعة من قبل مُدقق حساباتها خلال شهر من تاريخ إنتهاء الربع المعني؛

_ القرارات الصادرة عنها التي من الممكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية من قبلها فور حدوثها أو إتخاذها جدول أعمال إجتماعات هيئتها العامة، قبل أسبوع من التاريخ المُحدّد لعقد هذه الإجتماعات؛

_ القرارات الصادرة عن الهيئة العامة للشركة، قبل بدأ جلسة تداول يوم العمل التالي لتاريخ عقد الإجتماع؛

_ تقرير يُبيّن الأسهم الحرة في الشركة وتفاصيل إحتسابها، وكذا تقرير يُبيّن عدد مُساهمي الشركة في نهاية سنتها المالية وذلك عند تزويد البورصة بالتقرير السنوي للشركة؛

_ أسماء أعضاء اللجان المُحدّدة في تعليمات حوكمة المساهمة الصادرة عن الهيئة، وأي معلومات أو بيانات تراها البورصة ضرورية¹.

كما يمتد الإلتزام إلى ما بعد الإدراج؛ حيث أكّد المشرع الأردني على أن يلتزم كل مُصدر للأسناد المُدرجة بإعلام البورصة في حال حدث تخلف عن دفع الفوائد المستحقة لمالكي الأسناد، وإعلامها كذلك بأي تغيير أو تعديل جوهري في نشرة أسناد القرض الصادرة عنها، وإعلامها في حال إطفاء جزء من القيمة الإسمية أو إطفاء عدد أسناد القرض المُدرجة، كما تُعلمها بنوعية القرارات الصادرة عن هيئة مالكي الأسناد، وكل ما تراه البورصة ضروري².

وعلى سبيل المقارنة، نجد المشرع الأمريكي فضلا عن المعلومات السابقة؛ فإنه إشتراط على الشركة التي تطلب إدراج أوراقها المالية في السوق أن تكون قد حققت صافي أرباح لا يقلّ عن مليوني دولار، أو ألا تقلّ عن ستة ملايين وخمسمائة ألف دولار للسنوات الثلاث السابقة للإدراج، كما أوجب أيضا على الشركة بموجب المادة 13/أ والمادة 15/د من قانون تبادل الأوراق المالية لسنة 1934 المعدل بقانون (ساربنس اوكسلي)، الكشف للجمهور عن أي معلومات بشأن التغييرات

¹ المادة 09 من تعليمات إدراج الأوراق المالية لسنة 2018، مرجع سابق.

² المادة 21 فقرة ب من تعليمات إدراج الأوراق المالية لسنة 2018، مرجع نفسه.

الجوهريّة في الوضع المالي أو عمليات المُصدر، كما يجوز للجنة الأوراق المالية أن تطلب الكشف للجمهور عن أية معلومات تراها ضرورية، حماية لهم وللمصلحة العامة¹.

بالنسبة للبيانات المتعلقة بشروط قبول الشركة داخل البورصة السالفة الذكر، يلاحظ أنها حسب القانون الجزائري قد ركّزت على الكشوفات المالية السابقة للشركة، وهو ذات ما تطرق إليه المشرع الأردني غير أنه أضاف لها تقرير الحوكمة وحسنا فعل، كما حدّد إلتزامات الشركة خلال مرحلة الإدراج وألزمها بإمداد البورصة بعدة أنواع من التقارير، ولم يتوقّف عند هذا الحد؛ إنما إستوجب أن يمتد الإلتزام إلى ما بعد الإدراج أيضاً، كقيام الشركة بإعلام البورصة عن تخلفها في دفع الفوائد لمقرضيه وغيرها، وهو حتما ما يصب في خانة حماية المدخر.

2.2 الشروط المتعلقة بالبورصة

تتخذ اللجنة قرارها بشأن قبول² القيم المنقولة في المفاوضات أو شطبها³، بناء على طلب⁴ مُقدّم من الشركة المُصدرة إلى اللجنة داخل المواعيد المُحدّدة⁵، مُرفقا بالوثائق الإعلامية التي تُدعم موقفها المالي⁶، على أن يُنشر القرار حسب المُتطلبات القانونية⁷، كما تقوم بتسعير القيم المنقولة القابلة للتداول داخل البورصة⁸ بعد أن تتأكّد من أنها محلّ مُذكرة إعلامية مُصادق عليها من قبل

¹ إبراهيم إسماعيل إبراهيم - رائد فيصل غازي، تنفيذ إلتزام الشركات المساهمة بالإفصاح في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة-، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، مج09، ع01، 2017، ص ص107_112. متوفر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj?uiLanguage=ar> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 18:19.

² تُزد اللجنة بالقبول بناء على مُقرّر، خلال أجل أقصاه شهرين إبتداء من إستلام شركة تسيير بورصة القيم الملف. وفي الحالة التي تطلب فيها معلومات إضافية، يُمدّد الأجل إلى شهر واحد من تاريخ إستلام الطلب، حينها تبقى لها السلطة التقديرية في القبول أو الرفض. المادة 29 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

³ المادة 45 فقرة 01 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

⁴ المادة 16 من النظام رقم 03/97 المعدلة بموجب المادة 02 من النظام رقم 01/12، مرجع سابق.

⁵ يُقدّم الطلب بشأن قبول قيد السندات داخل البورصة خلال أجل لا يتعدى 60 يوم قبل التاريخ المُحدّد للتسعيرة المُبين في الطلب، ما لم تُقرّر اللجنة أجلا آخر. المادة 20 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁶ تلتزم الشركة بإرسال البلاغات والإعلانات والنشرات التي تُصادق عليها الشركة خلال المرحلة السابقة على القبول.

المادة 28 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁷ بعد الموافقة على طلب القبول، ترسل اللجنة المُقرّر إلى شركة تسيير بورصة القيم بُغية نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة داخل أجل مُحدد بـ 04 أشهر من تاريخ صدور المُقرّر، على أن يُمدّد الأجل بطلب من الشركة المُصدرة. المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

⁸ المادة 45 فقرة 02 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

اللجنة¹، كما تحرص على التعامل عن طريق وسطاء مؤهلين² على وجه الإلزام، مُفوضين تفويضا خطيا أو صوتيا أو إلكترونيا³.

عرّف المشرع الجزائري الوسيط بموجب نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أنه: "كل وسيط مُعتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المُتعلّقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص"⁴، كما إشتراط شروط خاصة لإعتماده⁵. بالمقابل، عرّفه قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم 76، كالتالي: "الشخص الذي يُمارس شراء الأوراق المالية ويبيعها لحساب الغير"⁶، كما عرّفه دليل إستخدام نظام تداول الأوراق المالية على النحو المُبيّن: "كل شخص إعتباري مُرخص له من قبل الهيئة لمُمارسة أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه"⁷، في حين جاء تعريف قانون هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع⁸ أنه: "الشخص

¹ المادة 41 فقرة 01 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² المادتين 04 و 05 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، والمادة 715 مكرر 37 من القانون التجاري، مرجع سابق.

³ المادة 05 فقرة أ من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2018، مرجع سابق. راجع إرسال الأوامر ضمن المادة 96 وما يليها من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

⁴ المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/15، المؤرخ في 25 جمادى الثانية عام 1436 الموافق 15 أفريل 2015، المتعلق بشروط إعتداد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج ر ع 55، الصادرة بتاريخ 21 أكتوبر 2015.

⁵ المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 176/94، المؤرخ في 03 محرم عام 1415 الموافق 13 يونيو سنة 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 مايو سنة 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، والمواد من 09 إلى 14 من النظام رقم 03/96، والمادة 06 من القانون رقم 04/03، المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق 17 فبراير سنة 2003، يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم.

⁶ المادة 02 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002، مرجع سابق.

⁷ المادة 01 من دليل إستخدام نظام تداول الأوراق المالية الصادر بالإستناد لأحكام المادة 44 من تعليمات تداول الأوراق المالية في البورصة. متوفر على الرابط: <http://ase.com.jo/ar/Legislation/Guides/dlyl-astkhdam-nzam->

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/10 على الساعة 19:42. [tdawl-alawraq-almalyt](http://www.ded.rak.ae/ar/Documents/Laws/%25D9%2582%25D8%25A7%25D9%2586%25D9%2588%25D9%2586%2520%25D8%25A7%25D8%25AA%25D8%25AD%25D8%25A7%25D8%25AF%25D9%258A%2520%25D8%25B1%25D9%2582%25D9%2585%2520%2520%25D9%2584%25D8%25B3%25D9%2586%25D8%25A9%25202000%2520%25D8%25A8%25D8)

⁸ المادة 01 من القانون الإتحادي رقم 04 لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، المعدل بالقانون الإتحادي رقم 25 لسنة 2006. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://www.ded.rak.ae/ar/Documents/Laws/%25D9%2582%25D8%25A7%25D9%2586%25D9%2588%25D9%2586%2520%25D8%25A7%25D8%25AA%25D8%25AD%25D8%25A7%25D8%25AF%25D9%258A%2520%25D8%25B1%25D9%2582%25D9%2585%2520%2520%25D9%2584%25D8%25B3%25D9%2586%25D8%25A9%25202000%2520%25D8%25A8%25D8>

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

الإعتباري المُصرَّح له وفقاً لأحكام هذا القانون القيام بأعمال الوساطة للبيع". في ذات السياق، عرّف مُمثل الوسيط في كونه: "الشخص الطبيعي الذي يُعيّنه الوسيط ليقوم نيابة عنه بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية والسلع". أما البورصة التونسية¹ عرّفت الوسيط أنهم: "الأشخاص المُكلّفون دون سواهم بتداول وتسجيل العمليات على الأوراق المالية، كما يُمكنهم القيام بالأعمال التالية: إدارة محافظ الأوراق المالية لفائدة مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية؛ توظيف الأوراق والأدوات المالية؛ تغطية الإصدارات لفائدة المؤسسات العمومية أو الخاصة؛ التدخّل للحساب الخاص؛ حمل الأسهم لفائدة الغير..".

ما يُلاحظ على هذه التعريفات أنها جاءت مُتباينة من حيث تحديد طبيعته، فالبعض إعتبره شخص طبيعي² والبعض الآخر إعتبره شخص معنوي، في حين لم تُحدّد باقي التعريفات ذلك صراحة. كما تقود هذه التعريفات إلى البحث في شروط إكتساب صفة الوسيط في البورصة. فحسب التشريع الجزائري³، لكل من الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض⁴، بالإضافة إلى البنوك والمؤسسات المالية⁵، أن تتقدّم بطلب إعتقاد¹ من لجنة تنظيم عمليات البورصة

[25B4%25D8%25A3%25D9%2586%2520%25D9%2587%25D9%258A%25D8%25A6%25D8%25A9%2520%25D8%25A7%25D9%2584%25D8%25A3%25D9%2588%25D8%25B1%25D8%25A7%25D9%2582%2520%25D8%25A7%25D9%2584%25D9%2585%25D8%25A7%D9%2584%25D9%258A%25D8%25A9%2520%25D9%2588%25D8%25A7%D9%2584%25D8%25B3%D9%2584%25D8%25B9.pdf&ved=2ahUKEwi7w](https://www.bvmt.tn/ar/content/%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%B4%D8%A7%D8%B7%D8%25A7%D9%2584%D9%2585%D8%25A7%D9%2584%D9%258A%D8%25A9%2520%D9%2588%D8%25A7%D9%2584%D8%25B3%D9%2584%D8%25B9.pdf&ved=2ahUKEwi7w) تم الإطلاع

بتاريخ: 2020/08/12 على الساعة 13:14.

¹ راجع موقع بورصة تونس. متوفر على الرابط:

<http://www.bvmt.tn/ar/content/%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%B4%D8%A7%D8%B7> تم الإطلاع بتاريخ:

2020/10/03 على الساعة 17:44.

² لعل السبب من وراء ذلك هو خصوصية عمل الوسيط الذي يحتاج لحشد الإمكانيات المادية والفنية التي لا يتوفّر عليها الشخص الطبيعي ويحوزها الشخص المعنوي. عبد الغني حسونة، الطوابط القانونية لعمل الوسيط المالي في بورصة القيم المنقولة، مجلة الاجتهاد القضائي، مج08، ع11، 2016، ص195. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/10075> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/05 على الساعة 19:08.

³ المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بالقانون رقم 04/03، وكذا المادة 04 من نظام اللجنة رقم 01/15، مرجع سابق.

⁴ يُلاحظ أن التشريع الجزائري لم يعد يحصر الوسيط في عمليات البورصة في شكل شركات ذات أسهم بعدما كان يتبنى ذلك (المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة قبل التعديل).

⁵ يتضمن سوق المال في الجزائر عدة وسطاء في عمليات البورصة، مُكوّنين من بنوك عموميين، هم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية B.A.D.R؛ بنك التنمية المحلية B.D.L؛ بنك الجزائر الخارجي B.E.A؛ البنك الوطني الجزائري B.N.A؛

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

ومراقبتها، شريطة التفرغ لعمل الوساطة²، بعد التأكد من توفرها على الحد الأدنى من رأس المال المُحدّد قانوناً³، زيادة على تقديم الضمانات والكفالات المُقرّرة⁴، لاسيما الإشتراك في حساب

الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط - بنك C.N.E.P Banque -؛ القرض الشعبي الجزائري C.P.A. بالإضافة إلى بنوك خاصة هي: بي أن بي باريبا الجزائر B.N.P Paribas El dajazair؛ Société Générale Algérie، بالإضافة إلى شركة خاصة المسماة Tell Markets. نور الدين قدوري-عبد الرحمان القري، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية (دراسة تحليلية لبورصة الجزائر)، مجلة البشائر الإقتصادية، مج05، ع02، 2019، ص45. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/101083> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 12:14. أيضا عبد القادر بن شني، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، مج02، ع02، 2015، ص83. متوفر على الرابط: <https://www.univ-mosta.dz/wp-content/uploads/2018/12/Revue-finance-et-march%C3%A9s-N03.pdf> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 12:06.

¹ حتى يحصل الوسيط على الإعتماد، عليه أن يتقدّم بطلب إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مرفقا بالبيانات المطلوبة (المادة 09 من النظام رقم 01/15)، على أن تُبدي اللجنة موافقتها بمنحه الإعتماد إذا توفّرت فيه الشروط، لاسيما بعد تمام إكتابه في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (المادة 13 من النظام رقم 01/15)، أو تقضي بمنحه إعتماد مؤقت (المادة 10 من النظام رقم 01/15). أما في الحالة التي تتعدم فيها الشروط، يمكنها القضاء بعدم منحه الإعتماد ولها كل السلطة التقديرية في ذلك. في المقابل أيضا، يحق لمُقدم الطلب التقدّم بظن ضد قرار الإلغاء أمام مجلس الدولة خلال أجل شهر من تاريخ تبليغه بقرار الرفض، على أن يبيت مجلس الدولة خلال 03 أشهر من تاريخ التسجيل. المادة 06 من القانون رقم 04/03 المعدلة للمادة 09 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

² بمعنى عدم الجمع بين العمل كوسيط في بورصة الأوراق المالية وأي عمل آخر لما يحتاجه هذا النشاط من دقة، ولو أن البنوك والمؤسسات المالية يسقط عنها هذا الشرط جزئيا؛ بحيث تشترط لجنة تنظيم عمليات البورصة (المادة 06 من نظام اللجنة رقم 01/15) ومراقبتها، ضرورة توفرها على قسم خاص ضمن مصالحها مُخصّص لضمان إستقلالية التسيير بين نشاط الوساطة الذي تقوم به وباقي النشاطات المالية والمصرفية التي تُعد جوهر موضوعها، تقاديا لتضارب المصالح من جهة، وضمانا لإستمرارية نشاطها من جهة ثانية؛ إذا تم تسليط عقوبة عليها بسبب إحدى النشاطين فلا يتأثر الثاني. عبد الغني حسونة، الوساطة المالية في بورصة القيم المنقولة، مجلة العلوم القانونية والسياسية، مج07، ع02، 2016، ص148. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/6246> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/05 على الساعة 12:12.

³ الحد الأدنى لرأس المال الإجتماعي الذي حدّدته المادة 05 من النظام رقم 01/15 هو 10 ملايين دج مُحزّرة نقدا؛ غير أنه يمكن الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تُحددها اللجنة، زيادة على حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح زبائنها، ووجود مقرها الإجتماعي بالجزائر وأن يكون لها على الأقل مُسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة تتوفّر فيه شروط الكفاءة والتأهيل المنصوص عليها في تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

⁴ المادة 08 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

مصرفي مفتوح لضمان العمليات المُنجزة لحساب العُملاء¹، وكتابة تأمين ضامن لمسؤوليتهم إزاء زبائنهم²، وتسخير الوسائل التقنية والبشرية المناسبة، وتفعيل الرقابة الداخلية المطلوبة³. وبعد إحترام المُتطلبات القانونية، ينشأ للوسيط المالي مركز قانوني يمنحه مجموعة من الحقوق، كتقاضي نصيب من العمولة تُعلّق تعريفاتها داخل محلات الوسطاء أو المُتفق عليها تعاقدًا مع الزبائن⁴، كما بإمكانه إشتراط تسليم الأموال أو السندات قبل إرسال أمره إلى السوق⁵. كما يُفرض عليه في مقابل ذلك جملة من الإلتزامات، منها ما هو ذو طابع عام، كالحفاظ على شرف المهنة والإخلاص والأمانة⁶؛ إحترام الإعتماد الممنوح له عند ممارسة نشاطه⁷؛ مسك الدفاتر الإلجبارية المُتعلقة بنشاطه حسب الكيفيات المُحدّدة من اللجنة⁸؛ الإشارة كتابيا في الوثائق المُسلّمة للزبائن إلى صنف الإعتماد الممنوح له ومرجعيته⁹. وهناك من الإلتزامات ما تكون تجاه الزبائن في إطار تنفيذ الوكالة الممنوحة إياهم، لاسيما: التأكد من هوية الزبون¹⁰ ومدى مشروعية سندات المتداولة¹¹ والحرص على تنفيذ الأوامر في أحسن الظروف¹²، كالإشعار بتنفيذ العملية¹³ بعد إبرام إتفاقية تُبيّن

¹ المادة 02 من القرار المؤرخ في 13 ذي الحجة عام 1425 الموافق 23 يناير سنة 2005، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/04، المؤرخ في 24 رجب عام 1425 الموافق 09 سبتمبر 2004، والمتعلق بصندوق الضمان.

² المادة 65 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، والمادة 54 من النظام رقم 01/15، مرجع سابق.

³ المادة 07 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

⁴ المادة 37 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

⁵ المادة 119 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

⁶ المادة 50 من النظام رقم 01/15، مرجع سابق.

⁷ المادة 41 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

⁸ المادة 41 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

⁹ المادة 40 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

¹⁰ المادة 20 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

¹¹ المادة 49 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

¹² المادة 43 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

¹³ حسب المادة 44 من النظام رقم 01/15، فإنه: "فور تنفيذ الأوامر، يرسل الوسطاء في عمليات البورصة لزبائنهم خلال

يومي العمل، إبتداء من تاريخ التسديد/التسليم، إشعارا بالتنفيذ يحتوي على المعلومات الآتية:

تعيين الأصل المالي؛ عدد الأصول المالية؛ سعر الوحدة؛ المبلغ الخام للعملية؛ المصاريف الأخرى؛ المبلغ الصافي للعملية؛ تاريخ التسديد والتسليم".

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

حقوق وواجبات كلا الطرفين¹، على أن يضع في الوثائق المُقدّمة للزيائن مراجع ونطاق إعماله² والمحافظة على أموالهم وفصلها عن أمواله الخاصة³، زيادة على مسكه سجلات الشكاوى⁴ في إطار المحافظة على سرّية المعاملات⁵. وأي مخالفة للأحكام السابقة تؤدي إلى قيام المسؤولية في حقه بشقيها؛ المدنية⁶ والجزائية⁷، وكذا المسؤولية التأديبية⁸.

أما الشروط اللاحقة بعد نزع الصفة المادية على السندات، تتمثل في إيداعها لدى المؤتمن المركزي⁹ عن طريق ماسك الحسابات حافظ السندات¹⁰، ليتم بذلك تحويل القيم المودعة إلى قيود حسابية في حسابات دفترية بطريقة آلية. وكان المشرع الأردني قد إصطلح على المؤتمن المركزي بمركز إيداع الأوراق المالية، وعرفه على أنه: "مؤسسة ذات نفع عام لا تهدف إلى تحقيق الربح، ويتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وله بهذه الصفة تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها، والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافه بما في ذلك إبرام العقود وحق التقاضي، وأن يُنوب عنه في الإجراءات القضائية أي مُحام يوكله لهذه الغاية"¹¹.

ويتم فتح حساب جاري¹² بعد تضمين إتفاقية فتح الحساب تحكم أسس العلاقة بين الزبون وفتح الحساب، وتُبين طريقة الإعلام والتغطية وتلقي الأوامر وتنفيذها بين الطرفين وحفظها

¹ المادة 19 من النظام رقم 01/15، مرجع سابق.

² المادة 45 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

³ المادة 18 من النظام رقم 01/15، مرجع نفسه.

⁴ نصت المادة 46 من النظام رقم 01/15، على: "يمسك الوسطاء في عمليات البورصة سجلات الشكاوى التي يجب أن تُبرر بصفة خاصة المعلومات الآتية: إسم الشاكي؛ تاريخ الشكاوى؛ موضوع الشكاوى؛ نتائج الشكاوى".

⁵ المادة 12 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

⁶ كونه في إطار تنفيذ التزام تعاقدي، فأى إخلال في تنفيذ إلتزامه يؤدي إلى قيام المسؤولية في حقه.

⁷ المواد 58-95-60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، والمادة 19 من القانون رقم 04/03، مرجع سابق.

⁸ المواد 51-52-53-55 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع نفسه.

⁹ المادة 13 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03، المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. والمادة 72 فقرة أ من قانون الأوراق المالية الأردني 76 لسنة 2002، مرجع سابق.

¹⁰ المادة 20 فقرة 04 من النظام رقم 01/03، مرجع نفسه.

¹¹ المادة 76 من قانون الأوراق المالية الأردني 76 لسنة 2002، مرجع سابق.

¹² بخصوص كيفية فتح حساب جاري راجع نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/03، المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق 18 مارس سنة 2003، المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات.

بواسطة أمناء الحفظ الذين يتكفلون بتسجيلها بأسماء أصحابها في حسابات، إضافة إلى حفظ الأرصدة بالسندات المطابقة حسب الكيفية الخاصة بكل إصدار¹، وتُدار من وسطاء مؤهلين الذين يحلّون محل عملائهم في تنفيذ عمليات التداول²، تمهيدا لإبرام الصفقة أو إغلاق الحصة³، كما أن إجراء الإدخال لا يهدف إلى مُجرّد حفظ أسناد الاستحقاق على غرار عقد الوديعة العادية؛ إنما يهدف إلى إحداث تغيير جذري في شكل الورقة المالية والتعاملات الواردة عليها⁴، هذا ما سوف يتبيّن أكثر من خلال التطرق إلى إجراءات تداول السندات القابلة للتحويل وآثارها.

3- جزء مخالفة شروط قبول التداول

في الحالة التي تتغيّر أوضاع الشركة المُصدرة بشكل لا يتوافق مع الأنظمة واللوائح التي أعدتها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كالمساس بشرط أو أكثر من شروط قبول التداول،

¹ المادة 02 من النظام رقم 02/03، مرجع سابق.

² المادة 05 من القانون رقم 04/03، المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق 17 فبراير سنة 2003، يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، يقابلها المادة 05 فقرة 02 من القانون رقم 93 لسنة 2000، المتعلق بإصدار قانون الإيداع والقيّد المركزي للأوراق المالية المصري. متوفر على الرابط:

<http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx?pageid=104#3> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/04 على

الساعة 16:17، يقابلها المادة 29 من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها الأردني. متوفر على الرابط:

https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=1720&Itemid=152 تم الإطلاع

بتاريخ: 2021/02/04 على الساعة 11:36، يقابلها الفصل 56 من قانون 117 لسنة 1994، يتضمن إعادة تنظيم سوق

الأوراق المالية التونسي، مرجع سابق.

³ "تمّ عمليات التفاوض عبر مرحلتين: المرحلة الأولى (قبل الإفتتاح)، يكون لكل وسيط مفتاح سري خاص به، ويقوم كل الوسطاء بتقديم دفاتر الشراء والبيع لإدراجها في حصة التداول؛ حيث تقابل جميع أوامر البيع والشراء لتشكيل كتاب أوامر بطريقة إلكترونية، ويتم متابعة تطوّر السوق على شاشة الحاسوب التي تبين أحسن سعر بالنسبة للشراء والبيع والكمية الإجمالية للزبائن وغير الزبائن، وسعر التثبيت النظري للتبادلات النظرية المحتملة. أما المرحلة الثانية (بعد الإفتتاح)، يعرض الوسيط الأوراق المالية محل البيع أو الشراء، ويتقدّم من يرغب في إتمام عملية البيع أو الشراء؛ فإذا تم الإتفاق على جوانب العملية من حيث السعر والكم حسب ما تم الإتفاق عليه في التفويض الممنوح، يتم تسجيل العملية في قسيمة خاصة تحتوي على البيانات الموضّحة للوسطاء والأوراق وكذا السعر الذي تمت به العملية". نادية مطلاوي، مرجع سابق، ص 71_72.

⁴ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 139.

سواء منها ما تعلق بالشركة المُصدرة كعدم مراعاة شروط إفشاء المعلومات المُحدّدة في أنظمة اللجنة¹ أو بتلك التي تمسّ نظام التداول داخل البورصة؛ فإن القضاء بشطب القيم المنقولة محل التداول -كسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم- يخضع لتقدير وتوصية من شركة إدارة بورصة القيم، التي تُحدّد الحدود الدنيا المُقرّرة عند شطب القيمة²، على أن يُنشر القرار في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة³. كما قد تُشطب السندات تلقائياً عند دخول أجل السند، لاسيما في حالة التسديد أو بمناسبة زوال الشركة المُصدرة⁴، كما تُشطب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وكذا الحقوق والقسائم المُتعلقة بها من جداول الأسعار بمناسبة شطب أسهم رأس المال التي ستؤول إليها⁵. كما يمكن شطب السندات إذا طلبت الشركة المُصدرة ذلك⁶ عن طريق عرض عمومي للسحب، بعد تقديم طلب سحب السندات المُسوّرة إلى شركة إدارة بورصة القيم للتحقيق فيه، وكذا إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قصد الحصول على التأشير المُسبق. على أن تنشر شركة إدارة بورصة القيم بلاغ فتح العرض العمومي للسحب مباشرة بعد القبول، تُوضّح فيه تاريخ إغلاق العرض بغض النظر عن نتيجته، كما تنشر عن طريق بيان كل من السعر والشروط التي بموجبها تعرض الشركة إعادة شراء كل السندات التي ستُقدّم إليها⁷.

4- إجراءات تداول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل

1.4 إجراء الإدخال

يُعتبر إجراء الإدخال -أو الإيداع مثلما تنص عليه القوانين المشرقية- سابق على إجراء التداول، يهدف إلى تجميع سندات الاستحقاق وحفظها مركزياً وفق نموذج مُعد من الهيئة سلفاً⁸،

¹ المادة 24 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² المادة 72 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

³ المادة 69 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁴ المادة 70 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁵ المادة 73 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁶ المادة 70 فقرة 02 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁷ المادة 75 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁸ نصّ على هذا الإجراء كذلك الفصل 79 من القانون التونسي ع 117 لسنة 1994، كالتالي: "يتم وجوباً إلى جانب الأوراق المُسلّمة إلى أصحابها من طرف الشركات المُصدرة، إيداع الأوراق المالية المدرجة في البورصة من طرف تلك الشركات لدى شركة الإيداع والمقاصة والتسوية، في شكل شهادة جماعية واحدة بعدد الأوراق المدرجة...".

ولا يتم في هذه الحالة التعامل المباشر مع المدخرين؛ إنما على الشركة مُصدرة سندات الاستحقاق الجديدة أن تتقدّم بطلب إيداع سندات¹ على مسؤوليتها²، بالكيفية المُحدّدة بموجب النظام رقم 03/97 الصادر عن اللجنة والمُتعلق ببورصة القيم المنقولة.

وعليه، يتقرّع إجراء الإدخال إلى: إجراء عادي وآخر غير عادي سُمي بالعرض العمومي للبيع، إما بسعر أدنى أو بسعر محدود³؛ يُمهدّ إما لإبرام الصفقة أو لإغلاق الحصة. ومهما يكن شكل الإدخال؛ فإن شركة إدارة بورصة القيم تنهي إلى علم السوق إفتتاح الإدخال عن طريق نشر إعلان في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، يتضمّن مجموعة من البيانات هي⁴: هوية الشركة المُصدرة؛ الوسيط أو الوسطاء في عمليات البورصة المُكلّفون بتتبّع إجراءات القبول أو الإدخال؛ عدد السندات وطبيعتها وخصائصها؛ السعر المُقترح من طرف المُدخلين؛ الإجراء المُقرّر للتسعيرة الأولى؛ وبصفة عامة كل التوضيحات الضرورية لإعلام الجمهور.

1.1.4 الإجراء العادي: هو إجراء يُمكن شركة تسيير بورصة القيم من معالجة الأوامر وتحديد سعر القيم، بناء على مُقررات تصدر منها⁵ في شكل إعلان بإدخال القيم المنقولة⁶، عندما يكون رأسمالها موزّعاً بين الجمهور بقدر كافي، وذلك عن طريق تسجيل القيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة في السوق، إبتداء من سعر إدخال مُصادق عليه من شركة إدارة بورصة القيم على أساس شروط السوق، وتستكمل الشركة هذا الإجراء عندما يتعلق الأمر بالقيم المثلية للسندات التي سبق تحديد سعرها، وكذا السندات الصادرة عن الهيئات العمومية، على أن يوضّح الإعلان الذي تنشره شركة إدارة بورصة القيم المنقولة أن الإجراء المُتبّع هو الإجراء العادي، مع ذكر تاريخ أول تسعيرة بالإضافة إلى ذكر سعر الإدخال⁷.

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص138.

² المادة 11 فقرة ب/ ج/ د من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية الأردني، مرجع سابق.

³ المادة 50 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

⁴ *Guide d'introduction en bourse*, op.cit., pp.16_17.

⁴ المادة 51 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

⁵ المادة 76 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁶ المادة 58 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁷ المواد من 56 إلى 58 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

2.1.4 إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: هو الإجراء الذي يوضع من خلاله تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل به المتدخلون للتنازل عنها¹، على أن تُجمع كل أوامر الشراء المُرسلة من طرف وسطاء في عمليات البورصة، وتتولى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة عملية الفرز².

3.1.4 إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: هو إجراء مُتمثل في وضع عدد معين من السندات بسعر قار مُحدّد سلفاً تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، ويُحدّد البلاغ الخاص بالإدخال عن طريق العرض العام للبيع بسعر ثابت كل شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة إدارة بورصة القيم، وعدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين، مع بيان السعر القار المقترح لهذه السندات وكيفيات توزيعها وغيرها من الشروط، ولا تقبل شركة إدارة البورصة إلا أوامر الشراء المحصورة في سعر العرض. وإذا حضي العرض بالإستجابة؛ فإن سعر التداول يكون السعر المُقترح في العرض³.

2.4 إجراء التنفيذ

يتم إجراء تنفيذ تداول القيم المنقولة من خلال رُزنامة مُحدّدة بموجب النظام الخاص لشركة تسيير بورصة القيم، على أن تتم أعمال الشركة من الأحد إلى الخميس، وتجرى حصص التداول بمعدل ثلاث أيام في الأسبوع من الساعة 9:30 إلى الساعة 11:00 بالنسبة للأسهم والسندات⁴، وتتم عمليات التداول داخل قاعة تسمى بالمقصورة، مُتواجدة داخل مقر شركة تسيير البورصة.

تُدار حصص التفاوض من قِبَل لجان التفاوض، وتتمّ عملية التفاوض بمرحلتين: الأولى قبل الإفتتاح، يقوم خلالها الوسيط بتقديم دفاتر الشراء أو البيع لإدراجها في حصة التداول؛ حيث يتم مقابلة جميع أوامر البيع والشراء⁵ لتشكيل كتاب أوامر، يتم بطريقة إلكترونية عن طريق شاشة

¹ المادة 59 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² المادة 61 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

³ المواد من 64 إلى 66 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁴ راجع تقرير بورصة الجزائر. متوفر على الرابط: <http://www.sgbv.dz/r/> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/09 على الساعة 21:00.

⁵ لم تُعرّف الأوامر في نطاق الأنظمة القانونية المقارنة التي جاءت نصوصها خالية من أي تعريف على غرار المشرع الفرنسي وكذا الأمر بالنسبة للقانون المصري، بيد أن المشرع اللبناني إتخذ منهاجاً مُغايراً عندما أشار إلى بعض أوامر

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

التداول الخاصة بالبورصة، التي يستخدمها العضو لإدخال أوامر الشراء والبيع المُعبّرة عن إرادة صاحبها إلى نظام التداول الإلكتروني، ويُتابع الوسيط تطورات السوق عن طريق ورقة السوق الظاهرة على ألواح الحاسوب أو ما تسمى بشاشة الإستعلام الخاصة بالبورصة التي يستخدمها العضو للإطلاع على المعلومات الفورية للتداول، التي تُبيّن أحسن سعر بالنسبة للشراء والبيع وبيان الكمية الإجمالية للزبائن وغيرهم، وكذا بيان سعر التثبيت والتبادلات المُحتملة¹. أما المرحلة الثانية ما بعد الإفتتاح، تهدف إلى تنفيذ الأوامر داخل المقصورة من قِبَل الوسيط الذين يقتنون الأوراق والسندات لحساب عملائهم حسب السعر والكمية المُتفق عليها، ليتم تدوين تلك العمليات في سجل خاص².

منه، فإن الأمر يتلقاه الوسيط من قبل الزبون، على أن يتضمّن مجموعة من البيانات هي³:

- بيان إتجاه العملية (شراء أو بيع)؛
- تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها؛
- عدد السندات المُزعم تداولها؛
- مُدة صلاحيتها؛

البورصة ضمن النظام الداخلي لبورصة بيروت. أما بالنسبة للقانون العراقي، فقد خلا سوق الأوراق المالية النافذ من أي إشارة إلى تعريف الأوامر؛ إلا أن تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة 2004 تطرقت إلى تعريفها وميّزت بين أوامر البيع والشراء. أما من الناحية الفقهية، هناك من يُعرفها على أنها: "التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسيط كي يتداول له في البورصة أوراقا مالية مُعيّنة ولا يكون لهذا الأمر مفعوله؛ إلا إذا أعطي للشخص المُختص أي الوسيط". كما عرفت أنها: "توكيل أو تفويض أو إذن صادر من العميل إلى السمسار، يتضمن عمليات تداول ورقة مالية في البورصة بقيمة مُحددة، أو هي إعلان المستثمر عن إرادته الصريحة في تداول ورقة مالية أو أكثر من الأوراق المُقيّدة في البورصة، عن طريق شركة السمسرة التي تتلقى منه هذه الأوامر لتنفيذها". ميسم صلاح عبد الحسين-محمد جاسم محمد، عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق، مج21، ع04، 2019، ص198. متوفر على الرابط: <https://scholar.google.com/citations?user=wHBHhAoAAAAJ&hl=en> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/13 الساعة 10:33.

¹ المادة 02 من أسس تقديم المعلومات الفورية للتداول إلى أعضاء بورصة عمان لسنة 2015. متوفر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Bases/ass-tqdy-m-alm-lwmat-alfwryt-lldawl-aly-ada-bwrst-man&ved=2ahUKEwilgtjG0aXrAhUIdxoKHWGVAEQQFjAAegQIARAC&usq=AOvVawIrUNBVqcnTNTID7qqXdb4> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/10 على الساعة 11:32.

² نادية مطلاوي، مرجع سابق، ص72.

³ المادة 92 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

- إشارة أو حد السعر؛

- مراجع صاحب الأوامر؛ وبصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه.

وهي تقريبا ذات البيانات التي جاء بها المشرع التونسي¹، مؤكداً أن مدة الصلاحية هي التاريخ الذي يُصبح فيه الأمر بتجاوزه لاغياً، ويمكن أن تكون مدة الصلاحية يوماً واحداً أو إلى حين أجل مُعيّن أو بدون تحديد الأجل، وفي هذه الحالة يبقى الأمر صالحاً لمدة 365 يوم، ما لم يتم تنفيذه أو إلغائه. ولم يخرج المشرع الأردني عن ذكر هذه البيانات، لاسيما بيان: إسم العميل وإسم الجهة المُصدرة لسندات القرض؛ نوع العملية إن كانت بيع أم شراء؛ عدد الأسناد المُراد بيعها أو شرائها؛ تحديد سعر العملية وتاريخ التفويض ووقته ومدة سريانه².

كما فرضت الممارسات العملية على الأسواق المالية تكوين أنواع عديدة من الأوامر *ordres de bourse*، والتي هي عبارة عن: "تعليمات صادرة من العميل إلى الوسيط لشراء *ordre d'achat* أو بيع *ordre de vente* الأوراق المالية داخل السوق المالي"³، أو هي: "تعليمية يُقدّمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يُبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل"⁴، ويمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع: الأولى تتعلّق بسعر الورقة؛ الثانية تتعلّق بمدة الأوامر؛ أما الثالثة تتعلّق بحجم الأوامر.

فبخصوص تحديد سعر السند الذي سيتم بموجبه إبرام العملية، تضمّن حالاتها النظام رقم 03/97، فمن الممكن أن تخلو أوامر البورصة في التسعيرة المُتواصلة "أمر بسعر السوق" *du l'ordre au prix marché* من أي إشارة إلى السعر، هنا يقع تنفيذه تبعاً للأوامر الموجودة في السوق، وهو أكثر الأوامر شيوعاً وأسهلها تنفيذاً؛ بحيث يُعتمد على السعر السائد في السوق ولا يأخذ وقتاً طويلاً؛ بل يتم في بضع دقائق. أما في التسعيرة الثابتة، لا يتضمّن الأمر "الأفضل سعر" *l'ordre au mieux* أي إشارة إلى السعر، كما لا يُحدّد المشتري أي سعر أقصى ولا يُحدّد البائع أي سعر لمعاملته، ويقع تنفيذ الأمر بالأولية أي بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق، لينتظر

¹ دليل المستثمر في البورصة التونسية، مرجع سابق، ص 06.

² المادة 06 و 08 من تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، مرجع سابق.

³ *Guide ordre de bourse*, commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, novembre 2014. Disponible en ligne sur le site : www.cosob.org consulté le: 12/04/2021.

⁴ المادة 89 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

الوسيط إلى غاية إغتنام الفرصة المثلى لإبرام العملية. أما إذا تم "تحديد سعر" l'ordre à cours limité الذي تُبرم بموجبه الصفقة؛ فإن المكتتب هو الذي يُحدّد السعر الأقصى الذي يقبل بدفعه لشراء السندات أو السعر الأقصى الذي بموجبه يقبل التنازل عن السندات، والوسيط مُلزم بالتنفيذ بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ المُحدّد¹. أما "الأمر لسعر الفتح أو القفل" يكون فيه سعر الإفتتاح هو السعر المفروض في أول جلسة، أما سعر الإقفال هو السعر الذي يتحدّد لنفس السند في آخر جلسة، وفي هذه الحالة قد يُصدر العميل أوامره بالبيع والشراء على أساس إما أول سعر أو آخر سعر، أما "أوامر الإيقاف" أو "إيقاف الخسارة" يتطلّب تنفيذها تحديد سعر الإيقاف من قبل المدخر على غرار الأمر المُحدّد؛ إلا أن الأمر يختلف، فالتنفيذ في أمر الإيقاف يكون عند سعر مُعيّن أو يتعداه صعوداً أو هبوطاً، فيختلف بذلك عند الأمر المُحدّد الذي لا ينفذ إلا عند سعر مُعيّن، مثاله أن يطلب الأمر من العميل أن يبيع له سندات مادام سعرها لم يصل إلى 480 دج، والسعر السائد هو 500 دج، فيبيع له بـ 500 دج كما يبيع له بـ 490 دج، عكس "الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي"؛ حيث يُفوض الأمر الوسيط بإبرام الصفقة بسعر مُقارب هبوطاً وصعوداً².

أما من حيث مدة صلاحية سريان الأمر، تظمّن ذات النظام السابق، فيمكن أن يكون الأمر "المُلغى" صالح لغاية آخر حصة التسعرة للشهر الذي يُرسل خلاله الوسيط في عمليات البورصة، أما إذا كان الأمر منصوص عليه "ليومه" l'ordre de jour فيكون صالح فقط أثناء إجتماع البورصة المالية لإرساله إلى الوسيط، أما "الأمر للتنفيذ" هو الذي لا يتضمّن أي حد لصلاحيته وتُحدّد مدة تقديمه إلى السوق بثلاثة أسابيع، بخلاف الأمر "لمدة محدودة" لا تتجاوز صلاحية سريانه 30 يوم، وفي حال عدم وجود معلومات بخصوص الصلاحية يُعد الأمر "ليومه"³.

فيما يتعلّق بحجم الأوامر، يمكن أن يصدر تنفيذ كل الأمر أو لا شيء l'ordre tout ou rien، بمعنى لا يمكن تنفيذها جزئياً أو يصدر بدون شرط الكمية؛ حيث بمقتضاه تحلّل أقصى كمية للسندات⁴.

5- الآثار المترتبة على نظام التداول الحديث للسندات

¹ المادة 93 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² أنظر في المعنى الغالي بن إبراهيم-محمد عدنان بن ضيف، مرجع سابق، ص132.

³ المادة 94 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

⁴ المادة 95 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

يقوم نظام الإيداع المركزي لسندات القرض على فكرة تجميع هذه الأسناد لدى مركز الإيداع، وبإيداع هذه الأسناد تتحوّل إلى قيود في حساب¹، ويقوم مركز الإيداع بحفظها²، ويتولى الوسطاء الماليون إدارتها بإجراء عمليات الشراء والبيع عليها³، وتنتقل ملكية هذه الأسناد بالتحويل من حساب إلى آخر بموافقة صاحبها⁴، فيؤدي نظام الإيداع إلى الإلغاء المادي للصكوك المُمثلة لسندات الاستحقاق، فبعد أن كانت تتمثّل في صك مطبوع تُصبح عبارة عن قيد حسابي⁵، ويتم تداولها بخصمها من حساب وإضافتها لآخر، على أن يحتفظ أصحابها بذات الحقوق التي كانت مُقرّرة لهم كالحق في العائد والمزايا التي تُقرّها الشركة، والحق في التداول، بالإضافة إلى الحق في تحويلها لأسهم⁶.

ويُرتّب تجريد سندات الاستحقاق من صيغتها المادية تحوّلها من منقولات مُعيّنة بالذات؛ حيث لكل سند رقم وإسم مالك إلى مثليات مُعيّنة بنوعها وعددها⁷، لتُصبح أسناد القرض أشياء

¹ المادة 14 من تعليمية تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها الأردني، يقابلها المادة 13 من النظام رقم 01/03، مرجع سابق.

² المادة 14 فقرة د من تعليمية تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها الأردني، مرجع نفسه.

³ المادة 02 من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت 76 لسنة 2002، مرجع سابق.

⁴ المادة 81 فقرة ج من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت 76 لسنة 2002، يقابلها المادة 11 فقرة 02 من النظام رقم 02/03، مرجع سابق.

⁵ Philippe Merle–Anne Fauchon, op. cit., n°1552, p. 317.

⁶ راجع القانون ع 35 لسنة 2000، يتعلق بإرساء السندات غير المادية. متوفر على الرابط:

https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.cmf.tn/sites/default/files/pdfs/reglementation/textes-referenc/loi_2000-35_210300_ar.pdf&ved=2ahUKEwj105iV0qXrAhUPyIUKHUm2BZsQFjACegQIARAB&usq=AOvVaw3YYa

⁷ ZcN9T IfnHq-v7Mnu8 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/08 على الساعة 22:01. والمادتين 13 و25 من القانون

المصري رقم 93 لسنة 2000، المتعلق بالإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx%3Fpageid%3D114&ved=2ahUKEwjhx->

rV0qXrAhUG4BoKHdZbBZUQFjACegQIARAC&usq=AOvVaw3TcVhkgXq6j9xUqD6TOInP تم الإطلاع

بتاريخ: 2021/02/08 على الساعة 23:23.

⁷ "الأشياء المثلية هي ما تماثلت في أحادها أو أجزائها أو تقاربت؛ بحيث يمكن أن يقوم بعضها مقام بعض عُرفا بلا فرق

يُعتد به، وتقدّر في التعامل بالعدد أو القياس أو الكيل أو الوزن". المادة 56 فقرة أ من القانون المدني الأردني، مرجع

سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

مثلية أو من نمط خاص، فالتداول يجعل الأسناد المودعة تتماثل وتحل محل بعضها إذا كانت من ذات النوع والإصدار والعملية¹.

وكوّن عقد التداول يقوم على تنفيذ إلتزام أساسي مثل سائر العقود العادية ألا وهو تسلّم المبيع ونقل ملكيته بالإضافة إلى دفع ثمنه؛ فإنه يتم بموجب عملية فورية²، ويتم تأدية الإلتزامات فور عقد الصفقة عن طريق الوسيط؛ لأنه من مُستلزمات تنفيذ عقد التداول هو إشتراط وسيط تحت طائلة بطلان العملية، فالزبون حامل السند يضمن الدفع عن طريق توفير التغطية في حسابه المفتوح لدى البنك مُسبقاً قبل أي تحويل لعملية البيع أو الشراء³، على أن يتم تسليم السندات بعد نزع الصفة المادية عنها، عن طريق التحويل الإلكتروني من حساب البائع إلى حساب المشتري، وتكون هذه التسوية آنية فيكون وقت التنفيذ هو وقت نقل الملكية⁴، ففي اليوم الذي يتم فيه تنفيذ أمر الزبون، يُصبح الزبون المشتري مالكا لعدد مُعيّن من السندات ويفقد البائع ملكيته عليها⁵، على أن يتم تثبيت التداولات المُنجزّة بالإجماع في البورصة، ليتم تسوية المعاملات وفق الأشكال المُحدّدة بمقرّر من شركة إدارة بورصة القيم⁶، إما عملية بعملية أو بالمقاصة بينها⁷، وبعد إجتماع المقاصي يتولى الوسطاء القيام بتسجيل أو تحويل السندات والتصديق عليها في شركة إدارة بورصة القيم ضمن الأجل الذي تُحدّده الأخيرة⁸، على أن يتم التسليم الفعلي لها في أجل مُحدّد

¹ المادة 14 من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها الأردني، مرجع سابق. والمادة 08 من القانون المصري رقم 93 لسنة 2000، مرجع سابق.

² نصت المادة 79 من النظام رقم 03/97، على أنه: "إن السعر الرسمي للبورصة هو سوق للدفع في الحال". وعليه، فلا مجال لإعمال العمليات الآجلة في سوق القيم المنقولة بصفة خاصة والبورصة بصفة عامة.

³ نادية مطلاوي، مرجع سابق، ص73. أيضا المادة 06 من التعليمات رقم 03/03، الصادرة في 2003/12/21، المتضمنة نموذج لإتفاقية فتح حساب المُبرمة ما بين فاتح الحساب الحافظ الزبون.

⁴ حسان ظاهر شريف - حمد تقرون - رضوان أنساعد، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، مج15، ع01، 2019، ص122. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/81627> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/15 على الساعة 16:25.

⁵ المادة 130 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

⁶ المادة 134 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁷ المادة 135 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

⁸ المادة 138 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

لاحقا من قبل ذات الجهة¹، فالملكية تنتقل مباشرة من البائع إلى المشتري دون أن تمرّ بالوسيط فور تنفيذ الأمر².

ففي التداول الإلكتروني تنتقل ملكية السند بطرق مختلفة: إما بتدوين إسم المشتري على شهادة السندات، أو بإصدار سندات جديدة بإسم المشتري، أو بإصدار إشعار ملكية بإسم المشتري، وإما بقيد ذلك في حساب السندات يفتح المدخر في البنوك أو في مركز الإيداع أو في شركات تسجيل الأوراق المالية³. ويتم إيداع الصكوك وتحويلها ونقل ملكيتها وإجراء القيود عليها بموجب قيود توثق في حسابات لدى المركز من خلال سجل مالكي الصكوك، الذي يتضمن كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالمالك وسناده⁴، ولا تتم عن طريق تسليم وتسلم الصكوك المادية لتلك الأسناد؛ إنما بموجب نقل الحسابات وإجراء المقاصة⁵ والتسوية⁶ لدى مركز الإيداع؛ بحيث يُمنع التعامل بأسناد القرض المودعة أو إقتضاء الحقوق المترتبة عليها بغير طريق إجراء القيود لدى مركز الإيداع⁷، وأوكل المشرع الجزائري مهمة تسوية المعاملات سواء تمت داخل سوق مُنظم أو خارجه بالتراضي إلى المؤتمن المركزي على السندات⁸، بعد أن تتولى شركة تسيير بورصة القيم تنظيم العملية⁹، على أن يقوم المؤتمن بالتصديق على العمليات وقيدتها في دفاتر حسابية جارية بسندات المؤتمن وكذا حسابات نقدية لدى بنك الجزائر بموجب إتفاق مع المؤتمن المركزي¹⁰. وتتم التسوية

¹ المادة 139 من النظام رقم 03/97، مرجع سابق.

² المادة 130 من النظام رقم 03/97، مرجع نفسه.

³ الغالي بن براهيم - محمد عدنان بن ضيف، مرجع سابق، ص 134.

⁴ المادة 10 من تعليمات تسجيل وإيداع الصكوك وتسويتها، يقابلها المادة 81/أ من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، مرجع سابق.

⁵ عرّفت المادة 02 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، التقاص أنه: "العملية التي يتم بموجبها إحتساب صافي حقوق والتزامات أطراف التداول الناشئة عن أي عقد تداول، وذلك لتسليم الأوراق المالية أو لتسديد أثمانها في التاريخ المُحدّد للتسوية".

⁶ عرّفت المادة 02 من قانون الأوراق المالية الأردني 76 التسوية أنها: "العملية التي يتم بموجبها إتمام أي عقد تداول لنقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي وغير مشروط".

⁷ راجع القانون التونسي رقم 117 لسنة 1994 والمادة 02 من القانون المصري رقم 93 لسنة 2000، يقابلها كذلك المادة 06 من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية الأردني، مرجع سابق.

⁸ المادة 35 من النظام رقم 01/03، مرجع سابق.

⁹ المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

¹⁰ المادة 36 من النظام رقم 01/03، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

حسب الأنظمة المبيّنة لاسيما النظام الفرعي لضبط الأوامر¹ الذي يسمح للوسطاء المتداولين والوسطاء المؤهلين لجمع الأوامر بالإنفاق على الأوامر المُنفّذة داخل البورصة، تحت إشراف المؤتمن المركزي الذي يُخطر المتداولين يوميا بوضعية إشعارهم بالتنفيذ، سواء كانت مقبولة أو قيد التصديق أو مرفوضة². إلى جانب هذا، يوجد أيضا النظام الفرعي لحل العمليات³، الذي يتلقى أوامر التسليم مقابل الدفع التي ترسلها إليه الأسواق المنظمة قانونا وكذا النظم الفرعية للتصديق التي يُسيّرهما المؤتمن المركزي، ويأخذ في الحسبان أيضا مباشرة أوامر تحويل السندات غير المُقيّدة بشرط الدفع النقدي مثل أوامر التحويل الخالصة من النقود بين المشاركين أو أوامر التحويل التي يُصدرها المؤتمن المركزي في إطار معالجة العمليات على السندات التي تُقررها الجهات المُصدرة⁴.

إستنتاجا مما سبق عرضه؛ فإن تحويل القيم المنقولة ذات الدعامات المحسوسة إلى قيود حسابية سوف يُغيّر لا محالة من بعض المصطلحات القانونية، فكلمة صك لا تعني بالضرورة وجود أداة مالية، كونها إختقت وأصبح مدلول الصك عبارة عن قيم منقولة مُقيّدة بحسابات غير مُعيّنة بذاتها؛ وإن كانت التشريعات المُقارنة مازالت تُقرّر التقسيم التقليدي للسندات؛ غير أن هذا التقسيم فقد معناه بعد إلغاء الصكوك المادية⁵.

وترتبيا على هذا التطور؛ فإن بعض الفقه أخذ يُقسّم أسناد القرض إلى أسناد إسمية، وهي الأسناد المعروف مالكوها لدى الشركة المُصدرة، وأسناد مُغفلة⁶ مجهولة الجهة المُصدرة لها

¹ لتفاصيل أكثر راجع المواد من 43 إلى 46 من النظام رقم 01/03، مرجع سابق.

² المادة 44 فقرة 03 من النظام رقم 01/03، مرجع نفسه.

³ لتفاصيل أكثر راجع المواد من 54 إلى 57 من النظام رقم 01/03، مرجع نفسه.

⁴ المادة 54 من النظام رقم 01/03، مرجع نفسه.

⁵ بموجب المادتين 17-18 من النظام رقم 01/03 المتعلق بالمؤتمن المركزي، يتبيّن أن إيداع القيم المنقولة لدى المؤتمن تتم حسب طريقة الإصدار؛ فإذا كانت إسمية تحفظ في قيود حسابية وإن كانت لحاملها تحفظ في الخزائن.

⁶ يُنظر إشكال بالنسبة لإيداع سندات الإستحقاق للحامل التي تقوم على فكرة عدم معرفة صاحب السند؛ حيث نجد أن المشرع الأردني لم يعالج كيفية إيداعها لدى المركز. أما في فرنسا؛ فإن الحسابات المفتوحة لدى السيوفام -شركة الإيداع- تكون بأسماء الوسطاء الماليين ماسكي الحسابات، دون تعيين أسماء الأشخاص المودعين أي مالكي سندات الإستحقاق المُقيّدة في حساب الوسيط، مع بيان مقدار ما يملكه كل منهم. يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 145. أما التشريع المصري أوجد نظام شبيهه لنظام السندات للحامل وهو المالك المسجل والمالك المستفيد؛ حيث يجوز أن تُقيّد

وأصحابها. وتبعاً لذلك؛ فإن كان وصف مالك السند لم يتغيّر بإعتباره دائن، غير أن وسيلة إثبات حقه قد تغيّرت، فبعد أن كانت مُستندا مادياً مطبوعاً يتضمّن جملة من البيانات أصبح مُجرّد قيد في حساب¹، كما إعتبر البعض أن القيد في الحساب يُعدّ شكلاً مُستحدثاً من أشكال الحياة في المنقول سند الملكية التي فرضتها الضرورة العملية. فالحياة في المفهوم القانوني هي: "السيطرة الفعلية من الشخص بنفسه أو بواسطة غيره على شيء أو حق يجوز التعامل فيه مباشرة، أو إكتساب حق عيني عليه"، وهو ذات ما ينطبق على مالك السند الذي يُعطي أوامر البيع والشراء لتنفيذها على الورقة المُقيّدة في حسابه².

6- شروط التداول خارج البورصة

يمكن أن تتم خارج البورصة عمليات تداول السندات المُسعّرة في البورصة، التي تُصدرها الدولة والأشخاص الآخرين التابعين للقانون العام وكذلك شركات الأسهم، وفق إجراء التراضي بين المُتدخلين في السوق³، عن طريق توفير مجموعة من الشروط المُحدّدة بمقتضى النظام رقم 02/04، المُتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المُسعّرة في البورصة والمُحدّد للجهات التي تتداول خارجها، التي تقتصر على الوسطاء في عمليات البورصة والبنوك إضافة إلى المؤسسات المالية⁴، ويجب ألا يقلّ مبلغ الصفقة عن حد أدنى تُحدّده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كما يشترط أن يتم إنجاز الصفقة على أساس القيمة المُسعّرة الأخيرة، يُضاف إليها أو يُقطع منها هامش تُحدّد نسبته القسوى ذات الجهة⁵.

السندات بإسم شخص ويكون لشخص آخر الحقوق الناتجة عنها، وهو ما يمكن الحامل من التعامل في السندات بيعة وشراء داخل البورصة دون الكشف عن هويته، تأكيداً لنص المادة 33 وما يليها من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع المركزي 93 لسنة 2000. متوفر على الرابط: <http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx?pageid=119> تم الإطلاع

بتاريخ: 2021/02/08 على الساعة 19:12.

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 143.

² يوسف محمد المصاروة، مرجع نفسه، ص 146.

³ المادة 01 من الأمر رقم 10/96، مرجع سابق.

⁴ المادة 02 من النظام رقم 02/04، مرجع سابق.

⁵ المادة 03 من النظام رقم 02/04، مرجع نفسه.

من جهة أخرى، يجب أن ينشر المتدخلون في السوق وكذا المؤتمن المركزي على السندات في النشرة التي يُصدرها هذا الأخير كل المعلومات المتعلقة بالعمليات المنجزة على السندات المسعرة، لاسيما بيان الكميات الإجمالية للسندات المُتداولة؛ السعر الأعلى مع الكميات المُتداولة؛ السعر الأدنى مع الكميات المُتداولة وكل معلومة أخرى تُقرّر اللجنة نشرها بموجب مُقرّر في ذات النشرة¹. ويتم تسوية عملية التداول عن طريق ما يسمى "النظام الفرعي للقرن"² الذي يهدف لتقريب التعليمات التماثلية للتسوية والتسليم المتعلقة بالعمليات المُبرمة خارج السوق النظامية³، ولا يتعين عليه التأكيد من مدى الطابع النظامي لمضمون التعليمات ولا من قُدرة المشاركين على إنجاز العمليات التي وصلت إلى علمه عن طريق التعليمات⁴، على أن يقوم بإقرار صنفين من العمليات: عمليات جارية بالتراضي بين المشاركين، وتشمل كل من: العمليات التي تمت في السوق الأولي؛ الإكتتابات في أسهم وحصص من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وإعادة شرائها؛ شراء السندات وبيعها؛ التنازل المؤقت عن السندات؛ إعادة تسليم السندات على إثر المُفاوضات. أما الصنف الثاني، يخصّ العمليات الخاصة التي أنجزت مع بنك الجزائر، سواء العمليات المتعلقة بتدخلات السياسة النقدية أو طلبات السيولة خلال اليوم⁵.

ت - حق إسترداد قيمة السند

يُعدّ حق إسترداد قيمة السند من الحقوق المشتركة ذات الطابع المالي لحملة سندات الاستحقاق⁶ التي لم يُمارس أصحابها حقهم في التحويل بعد⁷؛ بحيث يُثبت لهم الحق في إستيفاء قيمة سنداتهم لمرة واحدة، فيعطي السند لحامله الحق في إسترداد قيمته بإعتباره مُقرضا للشركة ودائنا بالقيمة الإسمية لسنده طبقا للشروط التي تبنتها الشركة في نشرة الإصدار⁸، لاسيما في الزمان والمكان المُتفق عليهما، بالإضافة إلى العُلمة التي يتم بها الإسترداد، دون أن يكون لإرتفاع

¹ المادة 04 من النظام رقم 02/04، مرجع سابق.

² لتفاصيل أكثر راجع المواد من 47 إلى 53 من النظام رقم 01/03، مرجع سابق.

³ المادة 47 فقرة 01 من النظام رقم 01/03، مرجع نفسه.

⁴ المادة 47 فقرة 02 من النظام رقم 01/03، مرجع نفسه.

⁵ المادة 48 من النظام رقم 01/03، مرجع نفسه.

⁶ من الحقوق المشتركة لكل من حملة سندات الاستحقاق البسيطة والمركبة.

⁷ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص110.

⁸ فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة، مرجع سابق، ص414.

قيمة النقود أو إنخفاضها أي أثر¹، حتى لو كانت قيمة الإصدار أقل من القيمة الإسمية له²، ويتم الإسترداد في الموعد المتفق عليه ولا يجوز للشركة تغييره، كما لا يجوز لها أن تدفع قيمته قبل حلول الأجل المتفق عليه³، وليس للحامل أن يطالبها بالدفع المسبق بإعتبار أن الأجل مشروط لغاية الطرفين، خلافا لما تقتضيه أحكام القانون المدني في كؤن الأجل مشروط لمصلحة المدين وحده، فلا يجوز لأحدهما تعديله إلا بموافقة الآخر⁴. غير أنه إذا وُجد شرط صريح في عقد الإصدار يُبيح الإسترداد المُعجّل كحالة فشل الإكتتاب⁵، أو تم الإتفاق بشأن حل الشركة المُصدرة⁶، أو إذا إتّحدت إرادة حملة السندات على الإرجاع المُسبق لقيمة سنداتهم، أو في حال عدم مُوافقة الجمعية العامة غير العادية لحملة السندات على مُقترحات الشركة المُصدرة⁷، أو صدر حكم بإفلاسها⁸، أو حدث إنهيار مالي للشركة وضعفت تأميناتها⁹ وضماناتها ..، جاز لهم إسقاط أجل تلك الديون والمطالبة بها فوراً قبل نهاية المُدّة المُقرّرة لسدادها¹⁰. في مقابل ذلك، لا تستطيع الشركة أن تُجبر مالك السند على الوفاء المُبستر، ولا يجوز لها أن تُؤخّر سداد القرض إلى ما بعد موعد الاستحقاق، وإن لم تقم بسداده في الميعاد المُقرّر يبقى للحامل طلب فوائد التأخّر؛ فإذا تقاعست الشركة المدينة عن الوفاء أو توقفت عن الدفع، يمكن لحامل السند مُقاضاتها للحصول

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 115.

² جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص 72.

³ المادة 715 مكرر 103 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص 317.

⁵ محمد صالح بك، مرجع سابق، ص 377.

⁶ المادة 715 مكرر 104 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁷ المادة 715 مكرر 123 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁸ المادة 246 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁹ حسب المادة 211 فقرة 02-03 من القانون المدني الجزائري؛ فإنه: "يسقط حق المدين في الأجل .. إذا أنقص بفعله إلى حد كبير ما أعطى الدائن من تأمين خاص، ولو كان هذا التأمين قد أعطي بعقد لاحق أو بمقتضى القانون، هذا ما لم يفضل الدائن أن يطالب بتكملة التأمين، أما إذا كان إنقاص التأمين يرجع إلى سبب لا دخل للمدين فيه؛ فإن الأجل يسقط ما لم يُقدّم المدين للدائن ضمانا كافيا. إذا ما لم يُقدّم للدائن ما وعد في العقد بتقديمه من تأمينات".

¹⁰ أحمد محمد محرز، مرجع سابق، ص 94.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

على حقوقه أو طلب إشهار إفلاسها، وتكون قيمة التسديد هي مبدئياً القيمة الإسمية للسند؛ إلا أنه يمكن إدراج تعويض إضافي¹.

ويُعدّ تضارب مقدار الفائدة في السوق السبب الأول المباشر لإستدعاء السندات، فيُصبح من غير المُجدي بالنسبة للشركة الإستمرار بدفع فوائد عالية عليها، حينها تقوم بإستدعائها للتخلص من التكلفة المرتفعة التي تدفعها، على أن تُعيد إصدار سندات جديدة بتكلفة أقل تتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق مستقبلاً، على أن يُضاف إليها أسباب أخرى مثل عدم قدرة الشركة على تحقيق أهداف عملائها².

ولما كان الوفاء بقيمة السندات دفعة واحدة أمر يتعدّر على الشركة؛ فإن الأخيرة عادة ما تشترط الوفاء التدريجي عن طريق إستهلاك عدد منها سنوياً³ بعد مُضي مدة مُعيّنة من تاريخ إصدارها⁴، أو سداد عدد منها في مواعيد مُحدّدة كل عام، مع ضرورة إعلام المُكاتبين بهذه الطريقة التي يصطلح عليها بـ "إستهلاك سندات القرض" أو "إطفاء قيمتها"⁵ كما هو الحال تماماً بالنسبة للأسهم؛ إذ يتم الوفاء سنوياً بعدد من السندات التي تُختار بطريق القرعة، على أن تُلغى ولا يمكن إعادة تداولها⁶، وذهب رأي فقهي آخر إلى القول أنه بإستطاعة الشركة إسترداد السندات بدلا من إتلافها أو إعادة بيعها، دون أن يُعتبر ذلك إصدار لقرض جديد، وعادة ما تستفيد الشركة من عملية الشراء هذه عندما تهبط قيمتها إلى أقل من القيمة الإسمية⁷، كما بإمكان الشركة تسديدها

¹ ج. ريبير-ر. روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 744.

² عبد الرحمان مرعي، إستدعاء السندات إثر خيار الإستدعاء على الهامش بين السندات بخيار وبدون خيار إستدعاء، مجلة جامعة تشرين للبحث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية، مج 39، ع 01، 2017، ص 262.

متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://journal.tishreen.edu.sy/index.php/econlaw/article/view/3714&ved=2ahUKewi9oq->

b16XrAhWnyYUKHSt2AuwQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw0FT_wsIYSzPTvUq5ua_fWi تم الإطلاع بتاريخ:

2020/08/18 على الساعة 11:13.

³ المادة 715 مكرر 83 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 240.

⁵ خالد أحمد سيف الشعراوي، مرجع سابق، ص 209.

⁶ المادة 715 مكرر 102 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁷ فوزي محمد سامي، مرجع سابق، ص 417.

عن طريق الشراء في البورصة¹ بأقل من قيمتها الإسمية، وفي هذه الحالة يجتمع في الشركة صفتا الدائن والمدين وينقضي الدين بإتحاد الذمة². ولما كانت نشرة الإكتتاب في السندات تُبين طرق الوفاء؛ فإنه من الضروري أن تتضمن شروط غير مُرهقة حتى لا يتزعزع مركزها المالي³.

ومثلما تم الإشارة إليه، غالباً ما تُخصّص الشركة جزء من أرباحها السنوية القابلة للتوزيع لإستهلاك سنداتها، وفي غياب ذلك لها أن تستهلكها من الإحتياطي⁴؛ لأنه يلعب دور هام في السياسة المالية للشركة؛ إذ يُعتبر أداة تمويل ذاتي كما يُشكّل ضمان لدائنها ويستعمل لتغطية العجز في ميزانيتها⁵، وإذا لم يتوفّر لديها الإحتياطي، يجوز حينها الوفاء من رأسمالها ولا خطر في ذلك على الدائنين؛ لأن نقصان رأس المال بسبب الإستهلاك يُقابلة نقص مُماثل في مقدار الديون⁶، ومتى إستهلك السند إنقطعت صلة حامله مع الشركة نهائياً، فتتحل الرابطة بين الدائن والمدين ولا يجوز لحامله إسترداد قيمته للمُطالبة بالفوائد التي كانت مُقرّرة له. أما السندات القابلة للتحويل، متى حُوّلت سقط إلتزام الشركة برد قيمتها في التواريخ المُخصّصة لذلك، ولا يسترد المساهم الجديد قيمة سهمه؛ إلا طبقاً للقواعد المُقرّرة لتصفية الشركة أو إستهلاك الأسهم⁷.

ث - حق تحويل السند إلى سهم

يُمكن للشركة بدل أن تعرض على أصحاب السندات إسترجاعها منهم، تعرض عليهم تحويلها إلى أسهم⁸، والحق في طلب تحويل السند إلى سهم يعود لكل حامل شخصياً، ويندرج ضمن الحقوق الفردية المالية، ويتولى إبداء رغبته حسب الشروط والأسس المُعلن عنها في عقد

¹ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 111.

² فوزي محمد سامي، مرجع سابق، ص 416.

³ أحمد محرز، النظام القانوني لشركات المساهمة، مرجع سابق، ص 94.

⁴ محمد فريد العريني، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 318.

⁵ عبد القادر مشرفي، مرجع سابق، ص 43.

⁶ مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 241.

⁷ هاني دويدار، مرجع سابق، ص 740.

⁸ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 279.

الإصدار¹ بعد مُضي المدة المُتفق عليها التي تُحددها الشركة في نشرة الإكتتاب، شريطة ألا تتجاوز الأجل المُحدد لإستهلاك السندات²، ولا يمكن للشركة أن ترفض طلبه مادام مُتفق عليه سلفاً.

ثانياً: حقوق ذات طبيعة حمائية

يحوز الدائن مُقرض شركة المساهمة حقوق أخرى إلى جانب حقوقه المالية، يصطحح عليها بالحقوق غير المالية أو المعنوية أو الإدارية، يستطيع بواسطتها الدراية بالشؤون العامة للشركة المُستقرضة، خاصة أن إستفادته من الحقوق المالية هو رهينة تَمكُّنه من الحقوق غير المالية التي هي أساس تجسيدها والمحافظة عليها. فتقديم حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل مُدخراته للشركة التي يتولى تسييرها جهاز خاص، مهمته إتخاذ القرارات التي تخدم مصلحتها في حين من الممكن أن تُلقى بضلالها على مصلحته ومصلحة باقي الدائنين الآخرين من حملة ذات السندات، هو أمر محفوف بالمخاطر؛ لذا بمقدرتهم صَدَّها عن طريق ممارسة حقوقهم الحمائية التي أوجدها لهم القانون، وعند التمعّن فيها نجدها مُترابطة فيما بينها؛ بحيث منحهم التشريع فُرصة توحيد موقفهم تجاه الشركة عن طريق تكتّلهم داخل نقابة ذات طابع خاص للدفاع عن مصالحهم المُشتركة، لاسيما بعد أن يصل إلى علمهم أن ما إتخذته الشركة من مشاريع قرارات من شأنها التقليل من ضمانهم العام، وهذا عن طريق مُمارستهم حزمة من الحقوق الحمائية كحق الرقابة والإطلاع وفق أشكال مُحدّدة قانوناً، ليخرجوا بأحد القرارين: إما المُصادقة عليها أو التحفظ بشأنها، على أن يبقى باب القضاء مفتوحاً أمامهم لجبر ما مسَّهم من ضرر نتيجة التعسف الحاصل من الشركة.

أ- حق تكوين تكتل

إمعانا في حماية حملة السندات القابلة للتحويل من ضياع حقوقهم نتيجة إختلال إدارة الشركة، إستحدثت فكرة إنشاء جماعة خاصة للمحافظة على مصالحهم المُشتركة وإتخاذ التدابير اللازمة لصيانتها في مواجهة الشركة المُصدرة والغير³، فالحق في تسجيل تنظيم لمالكي أسناد

¹ المادة 715 مكرر 124 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص 308.

³ محمد فريد العريني، مرجع نفسه، ص 319.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

القرض هو في حقيقة الأمر حصيلة مجموعة قروض من مجموعة مُقرضين متساوين في قيمة سنداتهم¹، ويقتضي التساوي في قيمة السندات المساواة في المراكز القانونية لأصحابها²؛ بحيث أن وحدة القرض السندي الذي تُصدره الشركة رغم تعدّد المُكتتبين فيه يقتضي النظر إليه نظرة جماعية من أجل رعاية المصالح المشتركة لأطرافه، ويثبت لكافة حملة الإصدار الواحد بذات الصورة³.

ومن دون أدنى شك، لهذا التنظيم أهمية قصوى بالنسبة لمختلف أطراف علاقة المديونية من شركة ومدخرين؛ لذا منح له المشرع الشخصية المعنوية دون أن تكون له ذمة مالية مستقلة، وإنضمام الحاملين للتكتل أمر إلزامي ومن النظام العام⁴، ويعود على أصحابه بالفائدة ويُسهّل الإجراءات على الشركة، فبدلاً من أن تتعامل مع كل حامل مُنفرداً؛ فإنها تتعامل مع جميع حملة الإصدار الواحد الذين يُصبح في وسعهم مناقشة أمورهم الداخلية وتوحيد موقفهم تجاه الشركة وما تتّخذ من قرارات من شأنها الإضرار بمركزهم القانوني والإنقاص من ضماناتهم حتى يكونوا على دراية تامة بشأن العمليات المُبرمة من طرفها، وإن كان ليس من إختصاصهم التدخّل في إدارة الشركة، غير أنه يثبت لهم حق مناقشة ما تتّخذ من قرارات ضارة أو متأرجحة نحو الإضرار بمصلحتهم؛ لأنهم وضعوا ماليتهم في الشركة ولهم مصلحة داخلها تمتد على مُدة زمنية ليست بالهينة تستدعي الحفاظ عليها، وكأن بالتشريعات حاولت أن تُعيد الكفة إلى التوازن بين المساهمين والمُقرضين، رعاية لمختلف المصالح داخل الشركة، على أن تُسيّر الجماعة وفقاً لما تقتضيه النصوص التشريعية التي تُحيل في عديد أحكامها إلى ما هو معمول به في جمعيات المساهمين.

ب- حق الرقابة

لا يصوغ لأصحاب السندات الإشتراك فعلياً في إدارة أعمال الشركة⁵؛ لكن من باب التوفيق بين مختلف المصالح لهم أن يحضروا جلسات الجمعية العمومية للمساهمين⁶، خصوصاً أن لهم

¹ محمد فوزي سامي، مرجع سابق، ص 417.

² مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 231.

³ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 150.

⁴ نوال فنينخ، مرجع نفسه، ص 148.

⁵ سعيد يوسف البستاني-علي شعلان عواضة، مرجع سابق، ص 330.

⁶ المادة 715 مكرر 91 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

مصلحة في إزدهار الشركة؛ لذلك مُنحت لهم مجموعة من الحقوق كالرقابة على أعمال جهازها الإداري للإطمئنان على مُدخراتهم من العبث الذي من شأنه أن ينتقص حقوقهم سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، كما تُعطى لهم بالمقابل حقوق من طبيعة خاصة بالنظر لصفته المتميزة، كإستشارتهم بخصوص بعض الأعمال التي تنوي الشركة القيام بها، ولو أن جانب من الفقه يراه إشراكا لهم إلى حد ما في حياة الشركة¹، غير أنه لا يمكنهم البقاء مكتوفي الأيدي لقاء سوء إدارتها وما تجرّبه من تصرفات، كالتوزيع الشاذ للأرباح وغيره من التصرفات المُفجرة لهم².

ت- حق الإطلاع

حتى يمارس دائني الشركة من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل حقهم في الرقابة الواعية، يمنحهم القانون -أسوة لما هو معمول به بالنسبة لحملة الأسهم-³، حق الإطلاع الدائم على أهم وثائق الشركة بذات الكيفية المُبيّنة للمساهمين⁴، عن طريق مُمثلهم بوصفه عضو مشارك للأعمال من خارج الجمعية العامة، له مصلحة قائمة تستدعي التعرّف على طبيعة القرارات المُتخذة من أعضائها، فنظريا المُديرون يعملون لحساب المُلاك (المساهمين)؛ إلا أن سلبية أغلب المساهمين تجعل الشركة كأنها ملك الإدارة رغم محاولة بعض المساهمين الإيجابيين التأثير في قراراتها؛ فإن محاولتهم مصيرها الفشل، ويظهر هذا من خلال النتائج غير الناجحة لمُقترحات المساهمين، مما ينعكس على مصالح الدائنين بالدرجة الأولى، فلا يحق لحملة السندات أن يقوموا فُرادي بمراقبة عمليات الشركة أو المُطالبة بالإطلاع على وثائقها⁵؛ إنما يتم ذلك بواسطة مُمثلهم، تجسيدا لصورة الإعلام غير المباشر؛ ولعل الحكمة من منع الإطلاع الفردي تكمن في كُون حملة السندات مُجرّد دائنين عابرين وليسوا بشركاء؛ فإذا مارسوا حق الإطلاع بصفة فردية، من شأن ذلك الإضرار بمصلحة الشركة وتعطيلها عن القيام بأعمالها، خاصة إذا توقّر لديها عنصر الإستعجال ولم يكن هناك مجال للتأخير، كما أنهم يستوفون حقوقهم في جميع الأحوال التي تكون عليها

¹ ج.ريبير- ر.وبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 762.

² محمد صالح بك، مرجع سابق، ص 389.

³ Art. L. 228-69 C.com.fr

⁴ Mohamed Salah, op.cit., p.185.

⁵ كينيث أ.كيم - جون نوفسنجر - ديرك ج.موهر، مرجع سابق، ص 28.

الشركة، فمن غير الضروري إطلاعهم بشكل فردي¹ وهم في أغلبهم ممن يجهلون تحليل القوائم المالية أو ليس لهم دراية كافية عن أساليب ممارسة الشركة لنشاطها؛ لكن هذا لا يحول دون أن يمتد الإطلاع إلى كل ذي مصلحة دون إقصاء²؛ بحيث يتوصلون في مقر الشركة المدينة على أسماء وعناوين الوكلاء³، على أن تُناقش نتائج الرقابة داخل التجمع الخاص بهم⁴، ولو أن المشرع لم يبيّن نوعية الوثائق التي يطلعون عليها، في حين يرى الفقه أنها تتمثل في مشاريع القرارات التي سوف تُعرض في الجمعية بالإضافة إلى التقارير المُقدّمة لها⁵، كما يمكنهم مُطالبه الشركة إمدادهم وبإستمرار بكل المعلومات التي يحتاجون إليها⁶ ولو كانت مُسعّرة أسهمها في البورصة⁷، تحت طائلة عقوبات مالية⁸ وجنائية⁹.

بما أن المشرع أكّد جواز حضور مُمثل جماعة أصحاب سندات الاستحقاق إجتماعات الجمعيات العامة للمساهمين بصفة إستشارية والإطلاع على وثائقها حسب ذات الشروط المُطبقة عليهم¹⁰، فله بذلك حق الإطلاع في مقر الشركة على المعلومات المُبيّنة في المادة 678 من القانون التجاري الجزائري التي تسبق إجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين، والمُتضمنة:

¹ ربيعة بلبية، مرجع سابق، ص 159.

² على سبيل المقارنة؛ فإن القانون التجاري الجزائري منح لحملة سندات المساهمة حق الإطلاع على وثائق الشركة بخلاف حاملي سندات الاستحقاق الذين لا يمكنهم الإطلاع بصفة فردية، كما أن حاملي سندات المساهمة لهم الحق في الإعلام بنفس الشروط المُقررة للمساهمين. المادة 715 مكرر 80 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ المادة 30 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

⁴ عبد السلام ذهني بك، مرجع سابق، ص 534.

⁵ _ Mohamed Salah, op.cit., n°65, p.82.

⁶ المادة 311 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁷ يلعب الإعلام دور محوري بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة؛ إذ يمكن للمدخر من متابعة إستثماراته وممارسة الرقابة الفعلية من خلال نشر المعلومات الدورية، وهو ما يسمى "بمبدأ الإفصاح" الذي يشمل أيضا في مفهومه تعهّد الشركة بتقديم المعلومة بصفة مُستجدة للمدخرين والمساهمين والجهات الرقابية، وفق الأشكال التي إشتراطها النظام رقم 02/2000.

⁸ المادة 683 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁹ المادة 819 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

¹⁰ المادة 715 مكرر 91 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 304 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة الخامسة والعشرون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، والمادة 335 من مجلة الشركات التونسية.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

- أسماء القائمين بالإدارة والمديرين العامين وألقابهم ومواطنهم، أو عند الإقتضاء بيان الشركات الأخرى التي يُمارس فيها هؤلاء الأشخاص أعمال التسيير أو المُديرية أو الإدارة؛
- عند الإقتضاء نص مشروع القرارات التي قَدّمها المساهمون وبيان أسبابها؛
- نص مشاريع القرارات التي قَدّمها مجلس الإدارة أو مجلس المديرين؛
- تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين الذي يُقدّم إلى الجمعية.

أما إذا تضمّن جدول الأعمال تسمية القائمين بالإدارة أو أعضاء مجلس المراقبة أو أعضاء مجلس المديرين أو عزلهم، يجب بيان المعلومات المتعلقة بهم، لاسيما: أسماء المرشحين وسن كل منهم وخبراتهم والنشاطات المهنية التي تولّوها طيلة خمس سنوات الأخيرة، خاصة الوظائف التي يُمارسوها أو مارسوها في شركات أخرى، ومناصب العمل أو الوظائف التي قام بها المرشحون في الشركة، وعدد الأسهم التي يملكونها أو يحملونها فيها.

في حين إذا تعلّق الأمر بجمعية عامة عادية، يجب أن يتم ذكر جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والحصيلة والتقارير الخاص بمندوبي الحسابات المُبين لنتائج الشركة خلال كل سنة مالية من السنوات الخمسة الأخيرة، أو كل سنة مالية مُقفلة منذ إنشاء الشركة أو دمج شركة أخرى في هذه الشركة إذا كان عددها يقلّ عن خمسة. أما إذا تعلّق الأمر بجمعية عامة غير عادية، يُضاف إلى ما سبق تقرير مندوبي الحسابات.

وتوضع الأوراق المُستندية المشار إليها تحت تصرف الدائنين لإطلاعهم الخاص بمركز الشركة قبل إنعقاد الجمعية العامة بخمسة عشرة يوما، دائما من خلال مُمثلهم بدلا من الرقابة الفردية المباشرة من كل حامل سند¹. فصفة الإطلاع تنتقل إلى مُمثل أو مُمثلي الجماعة وهذا أمر منطقي؛ لأن مرد إطلاع المساهم على المعلومات المُتعلقة بالشركة في حقيقة الأمر يعود لتحقيق وظيفة يُمارسها في نفس الوقت داخلها، وهو ما لا يتوفّر في حامل السند.

كما يمكن لممثل حملة السندات طلب نموذج وكالة بالكيفيات المُقرّرة للمساهمين، فتلتزم الشركة بتبليغها له قبل إنعقاد الجمعية العامة بثلاثين يوم، كما يحق له خلال خمسة عشر يوم السابقة لإنعقاد الجمعية العامة العادية أن يطّلع في مقر الشركة على:

¹ المادة 715 مكر 101 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق. بخصوص المشرع الفرنسي:

Art.231 décret n°67-236

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

- تقارير مندوبي الحسابات التي تُرفع إلى الجمعية؛
- جرد جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والحصيلة وقائمة القائمين بالإدارة وبمجلس الإدارة ومجلس المديرين والمراقبة؛
- المبلغ الإجمالي المُصادق على صحته من مندوبي الحسابات والأجور المدفوعة للأشخاص المُحصلين على أعلى أجر¹.

بخصوص المشرع الفرنسي، نجده قد حصر الإطلاع في مهلة خمسة عشر يوم السابقة لإنعقاد الجمعية العامة سواء بالذات أو بواسطة وكيل²، على أن يشمل الإطلاع النصوص واللوائح التي سيتم إقترحها، بالإضافة إلى التقارير التي ستُقدّم للجمعية والتي يمكنه الحصول على نسخة منها، أما فيما يخص الإطلاع على إستجابات ورقة الحضور في الجمعيات العامة التي ينتمي إليها حامل السند؛ فإنها تتم في أي وقت³. ويُمارس الإطلاع في مركز الإيداع المُختار من قبل الجمعية العامة، ويملك كل معني في أي وقت حق الحصول من الشركة المدينة على بيان بعدد سندات الدين المُصدرة وبيان السندات التي لم تُسدّد بعد، وليس مقبولاً أن يُمارس حاملو السندات الرقابة على عمليات الشركة أو المطالبة بتبليغ مُستنداتها على إنفراد⁴.

ولم ينص المشرع على حق الإطلاع الدائم في إطار الأحكام المتعلقة بجمعيات المساهمين التي تم إحالتها إليها، والتي إقتصر الحديث فيها على الإعلام المؤقت المرتبط بنشاط الجمعيات؛ إنما تم ذلك بطريقة غير مباشرة عند رصد العقوبات المُقرّرة ضد رئيس شركة المساهمة والقائمون بإدارتها أو مديروها العامون ضمن المادة 819 الفقرة الرابعة، التي يتبيّن من خلالها أنها تتم داخل مركز الشركة أو بمديرية إدارتها⁵ طوال فترة السنة، فالإطلاع الدائم عكس الإطلاع المؤقت لا

¹ المادة 680 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² ر. ريبير-ج. روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 748.

³ Art. L. 228-69 C.com.fr et Art. 318 loi n°66-537: « tout obligataire a le droit d'obtenir, dans les conditions et délais déterminés par décret en Conseil d'Etat, communication du texte des résolutions qui seront proposées et des rapports qui seront présentés à l'assemblée générale. Il a, à toute époque, le même droit en ce qui concerne les procès-verbaux et les feuilles de présence des assemblées générales de la masse à laquelle il appartient ».

⁴ Art. L. 228-70 C.com.fr

⁵ إن الأحكام العامة المتعلقة بتعيين مقر الشركة تقتضي بأن موطنها يتحدّد بمركزها الرئيسي وهو مركز إدارتها حسب نص المادة 547 من القانون التجاري والمادة 50 من القانون المدني، غير أن المقر الذي تم الإتفاق عليه في القانون

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

يتحدّد بمدة زمنية مُعيّنة، فهو إعلام مُستمر غير مرتبط بزمن مُحدّد يكون محلّه وثائق محاسبية¹، تشمل على الخصوص: حساب الإستغلال العام والجرد وحسابات النتائج والميزانيات ووثائق إدارية تضمّ تقارير مجلس الإدارة²، بالإضافة إلى تقارير مندوب الحسابات وأوراق الحضور ومحاضر الجمعيات للسنوات المالية الأخيرة المُقدّمة للجمعية العامة، ويثبت الإطلاع عليها على مدار السنة.

ويثار في هذا الشأن تساؤل حول الجزاء المُقرّر في حال عدم تمكين حملة السندات من الوثائق الإعلامية السابقة، فلا وجود لنص صريح يرصد الجزاء المُقرّر، ولو أن إحالة الأحكام التنظيمية الخاصة بإعلام حملة السندات إلى المساهمين تُرجع إلى النص القاضي أنه في حال إمتناع الشركة عن تبليغ الوثائق المذكورة في المواد (677-678-680-682) إلى المساهمين (مُمثل كتلة الحملة)، يحق لهم اللجوء إلى القضاء الإستعجالي لطلب الإطلاع إذا رُفض طلبهم هذا من الشركة؛ وإذا لم تمتثل الشركة لطلب القضاء سوف تتعرّض حتما للإكراه المالي³، زيادة على إمكانية المُطالبة ببطلان المداولة⁴، دون سقوط الحق في المطالبة بالعقوبة الجزائية المُمثلة

الأساسي قد يكون في الواقع غير المكان الذي تتم فيه الإدارة، وفي هذه الحالة أعطى المشرع الخيار لجعل إطلاع المساهمين يتم في أحد المكاتب لتفادي التستر وضمن أقصى تنظيم للعملية.

¹ المادة 716 من القانون التجاري، جاء فيها: "عند قفل كل سنة مالية، يضع مجلس الإدارة أو القائمون بالإدارة، جردا بمختلف عناصر الأصول والديون الموجودة في ذلك التاريخ، ويضعون أيضا حساب الإستغلال العام وحساب النتائج والميزانية. ويضعون تقريرا مكتوبا عن حالة الشركة ونشاطها أثناء السنة المالية المنصرمة". والمادة 34 من المرسوم التنفيذي رقم 156/08، المؤرخ في 20 جمادى الأولى عام 1429 الموافق 26 مايو 2008، يتضمن تطبيق أحكام القانون رقم 11/07، المؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق 25 نوفمبر سنة 2007، المتضمن النظام المحاسبي المالي، ج ر ع 27، ص 11.

² رغم الأهمية الواضحة لتقارير التسيير، غير أنه لا يوجد في النصوص القانونية ما يُبيّن مضمونها أو البيانات الأساسية التي يجب أن تتضمنها، مما يجعل محتواها مقتصرًا على ما ترغب هيئة الإدارة في إضهاره، فقد يكون ناقصًا أو غامضًا أو يحتوي معلومات سطحية، مما يقلل من أهميتها وينعكس على مدى فاعلية الرقابة. هند قاسي عبد الله، مرجع سابق، ص 199_200.

³ المادة 683 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ لم يتبنى المشرع نص خاص يقضي ببطلان إنعقاد الجمعية العمومية التي يمنع فيها أصحاب السندات من حقهم المشروع في الإطلاع على الوثائق والمستندات رغم إلزامية النصوص المُحال إليها، مما يعني إمكانية تطبيق نص المادة 733 من القانون التجاري الجزائري.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

في غرامة من 20.000 دج إلى 200.000 دج ضد رئيس شركة المساهمة والقائمون بإدارتها أو مديروها العامون، الذين لم يضعوا تحت تصرف كل مساهم (ممثل حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل) بمركز الشركة أو بمديرية إدارتها، في أجل خمسة عشر يوما السابقة لإنعقاد الجمعية العامة العادية السنوية كل من: الجرد وحساب الإستغلال العام وحساب النتائج والميزانية وقائمة القائمين بالإدارة وكذا تقارير مجلس الإدارة ومدوبي الحسابات المعروضة على الجمعية، بالإضافة إلى نص وبيان الأسباب المتعلقة بالقرارات المقترحة وكل المعلومات الخاصة بالمرشحين لمجلس الإدارة عند الإقتضاء، يُضاف إليها بيان المبلغ الإجمالي مُصادق عليه من طرف مندوبي الحسابات والأجور المدفوعة للأشخاص الذين يتلقون أعلى أجور، بإعتبار أن عدد الأشخاص يتغير بين 05 أو 10 حسب عدد العاملين الذين يتجاوز أو يقلّ عن مائتين من ذوي الأجور، بالإضافة إلى القرارات المقترحة وتقرير مجلس الإدارة، وعند الإقتضاء تقرير مندوبي الحسابات ومشروع الإدماج وذلك خلال خمسة عشر يوما السابقة لإنعقاد الجمعية العامة غير العادية¹. تعقيبًا على هذا القول، يظهر أنه من الضروري مراجعة هذه العقوبات، خصوصا الفراغ المتعلق بحرمان حملة السندات من حقهم في المعلومة، كونهم شريحة لا يُستهان بها داخل الشركة.

ذات الإشكال يُلمس في التشريع المغربي²، الذي رصد عقوبة الغرامة من 4.000 درهم إلى 20.000 درهم ضد أعضاء أجهزة الإدارة أو التدبير أو التسيير لشركة المساهمة، الذين لم يبعثوا إلى كل مساهم (ممثل حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل) قَدَم طلبا للحصول على صيغة توكيل مُطابق لما هو منصوص عليه في النظام الأساسي للشركة، إضافة إلى قائمة بأسماء المتصرفين أو أعضاء مجلس الإدارة الجماعية أو مجلس الرقابة، بالإضافة إلى نص مشاريع التوصيات المُدرجة في جدول الأعمال وبيان أسبابها، وعند الإقتضاء بيان عدد المرشحين لأجهزة الإدارة أو التدبير أو التسيير، وكذا تقارير مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية ومراقبي الحسابات التي ستعرض على أنظار الجمعية، والقوائم التركيبية السنوية إذا تعلق الأمر بالجمعية العامة العادية السنوية، كما يعاقب بعقوبة مضاعفة من 8.000 إلى 40.000 درهم ضد ذات الأعضاء الذين لم يضعوا رهن إشارة كل مساهم (ممثل حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل) خلال أجل خمسة عشر يوما السابقة لعقد الجمعية العامة غير العادية، نص مشاريع التوصيات

¹ المادة 819 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 391 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

المُتَرحَحة ونص تقرير مجلس الإدارة الجماعية وعند الإقتضاء نص تقرير مراقب أو مراقبي الحسابات ونص مشروع الإدماج، بالإضافة إلى لائحة المساهمين التي حصرها في ثلاثين يوماً على أبعد تقدير قبل تاريخ إنعقاد الجمعية المذكورة، تضم الأسماء الشخصية والعائلية وعناوين كل أصحاب الأسهم الإسمية وكل من يملك أسهما لحاملها الذين أبدوا في هذا التاريخ عزمهم على المشاركة في الجمعية وكذا عدد الأسهم التي يملكها كل مساهم معروف لدى الشركة، بالإضافة إلى عدم تقديم الجرد والقوائم التركيبية السنوية وتقرير مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية وتقرير مراقبي الحسابات وأوراق الحضور ومحاضر الجمعيات خلال أي وقت من السنة¹.

ولم يتوانى المشرع الكويتي² تضمين عقوبة الحبس لمدة لا تزيد عن سنة وبغرامة لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تزيد عن عشرة آلاف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين، ضد كل من يمنع مراقب الحسابات أو عضو مجلس المراقبة أو الحارس القضائي أو المصفي أو الأشخاص المُكَلَّفِين بالتفتيش على الشركة من الإطلاع على دفاترها ووثائقها، وكل من يمتنع عن تقديم المعلومات والمستندات والإيضاحات التي طلبوها، دون أن يشمل النص حملة السندات أو مُمَثِّلِيهِمْ صراحة. الحكم نفسه تبناه المشرع البحريني³، مؤكداً على عقوبة الغرامة التي لا تتجاوز خمسة آلاف دينار بحريني ضد كل من إمتنع عمداً من تمكين الشركاء أو المُدققين أو موظفي وزارة التجارة والصناعة الذين يندبهم وزير الصناعة والتجارة أو من لهم حق التفتيش، من الإطلاع على الدفاتر والأوراق التي يكون لهم حق الإطلاع عليها وفق أحكام القانون، ليكون بذلك النص قد أقصى حملة السندات ومن يمثلونهم على غرار النصوص السابقة.

في حين جاءت صياغة المشرع الأردني⁴ أحسن من سابقها؛ حيث أكد على عقوبة الحبس من سنة إلى ثلاث سنوات وبغرامة من ألف إلى عشرة آلاف دينار مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد ينص عليها قانون آخر، ضد من يتعمد حرمان مُدقق الحسابات أو الأشخاص المُكَلَّفِين بالقيام بواجباتهم المُحدَّدة من الإطلاع على دفاتر ووثائق الشركة أو يمتنع عن تقديم المعلومات والإيضاحات اللّازمة لهم، فالأشخاص المُكَلَّفِين بالإعلام والإطلاع يشمل كذلك حملة السندات

¹ المادة 392 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² المادة 304 فقرة 03 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

³ المادة 362 فقرة 10 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁴ المادة 279 فقرة ج من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

ممثلين في وكلائهم. بدوره، جاء المشرع السعودي¹ بنص أشمل لم يحصر فيه الإطلاع لجهات مُعيّنة، وأكد على رصد عقوبة غرامة لا تزيد عن 500.000 ريال ضد كل من أعاق عمداً عمل من لهم حق الإطلاع على أوراق الشركة ومُستندات وحساباتها ووثائقها، أو تسبّب في ذلك، أو منعهم من أداء عملهم.

ث - حق الإعلام والمصادقة

تُعتبر المعلومة من أهم الضمانات التي تحمي الغير المُتعامل مع الشركة التجارية، فهي الوسيلة التي يتم من خلالها الكشف عن كل مُستجدياتها، كما تُعد الآلية التي تضمن توطيد علاقة الثقة والشفافية بينها وبين المكتتبين في سندات المالية، وتُتيح لهم معرفة كل التصرفات التي تُعرّض حقوقهم للخطر، بإعتبار أن الإلتزام بإدلاء المعلومة من مُقتضيات حسن النية في إبرام العقود². وتتوسّع دائرة المعلومات المُتاحة لمجموع المدخرين لكي يتم التوصل إلى سوق كفيّ لرأس المال والوصول إلى السعر العادل لهذه القيم، ليتحوّل الإفصاح الإختياري إلى إفصاح إلزامي³؛ ولعل أهم معلومة يجب على الشركة الإدلاء بها تلك المُتعلقة بوضعها المالي؛ لأنه يُمثّل صمام الأمان والضمان الأمثل لحقوق المُتعاملين معها، خاصة أن هذه الوضعية تتغيّر بتغيّر الوضع الإقتصادي للشركة والوضع الإقتصادي العام⁴، إضافة إلى إعلامهم بالتصرفات التي تنوي القيام بها، ليُتاح لهم المُصادقة عليها أو مُعارضتها. فالمُصادقة أو عدم المُصادقة على القرارات المُتخذة من الشركة داخل جمعيات الحملة هو الجانب التطبيقي للإعلام المباشر، ويثبت لحملة السندات القابلة للتحويل لأسهم دون غيرهم من حملة سندات الاستحقاق الأخرى؛ لأن إمكانية إستمرارهم في الشركة كمساهمين واردة، مما يعني أن حقوقهم تزيد إن صح القول عن باقي حملة السندات من فئات مُغايرة⁵، وتطبق المُصادقة في حالات عديدة لاسيما في حالة إصدار أسهم واجب إكتتابها

¹ المادة الثالثة عشرة بعد المائتين فقرة م من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

² إيمان زكري، مرجع سابق، ص 41.

³ يزيد قادة، دور سياسة الإفصاح والشفافية في تفعيل الحوكمة، مجلة المشكاة في الإقتصاد التنمية والقانون، مج 01، ع 01، يناير 2016، ص 194. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/82327> تم الإطلاع بتاريخ:

2021/04/16 على الساعة 11:32.

⁴ إيمان زكري، مرجع سابق، ص 44.

⁵ نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 211.

بمقابل نقدي، أو إصدار سندات إستحقاق جديدة قابلة للتحويل إلى أسهم، أو في حالة تقرير الجمعية العامة للمساهمين إلغاء الحق التفضيلي للإكتتاب¹.

ج- حق التقاضي

قد تدخل الشركة لأسباب عديدة في صدام مع حملة السندات بمُناسبة تنفيذ ما إلتزمت به من شروط وردت في وثيقة الإصدار²، كعدم مُعاملة الحملة على قدم المساواة وتفضيل بعضهم عن البعض الآخر في دفع الفوائد أو عدم دفعها بالأساس في مواعيدها المُحدّدة³، ومادام صاحب السند دائن للشركة، فله طلب إفلاسها، ويشترك في هذا الطلب مع باقي دائني الشركة الآخرين، على أن يتقاضى حقه قبل المساهم الذي لا يأخذ نصيبه إلا بعد التصفية النهائية إذا بقي شيء من أموال التصفية⁴، وعندما تتقضي التأمينات الضامنة لحقوق أصحاب السندات، تُعتبر عندئذ الديون العائدة إليهم مُستحقة ويحق لهم المُطالبة بها بواسطة الدعاوى العادية⁵ المُنظمة في الشريعة العامة؛ بحيث يُعطي القانون المدني للدائنين حيّزا مُعيّنا في الرقابة على الذمة المالية للمدين وبالتحديد مُمارسة الحقوق والدعاوى التي لا يُمارسها المدين لهم، كطلب إبطال الأعمال التي أجرتها الشركة والمشوبة بغش⁶، عن طريق مُمثل جماعة حاملي السندات دائما، الذي منحه القانون صفة تمثيل ومباشرة ما تقتضيه حماية المصالح المشتركة لأعضائها في حدود ما تتّخذه الجماعة من قرارات في إجتماع صحيح⁷، يُراعى فيه إحترام النصاب والأغلبية المُقرّرة، فيجوز لمُمثل الجماعة إتخاذ جميع التدابير للمحافظة على حقوقهم، كقيد الرهن وقطع التقادم أو التقدّم لتفليسة الشركة إذا كان لذلك وجه؛ لكن هذا لا يعني حرمان المدين من التصرف في أمواله، بشرط

¹ المادة 715 مكرر 123 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² سعيد يوسف البستاني-علي شعلان عواضة، مرجع سابق، ص330.

³ نديم الحمص، الشركات المساهمة في ضوء القانون الوضعي والفقهاء الإسلامي، ط01، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، د ب ن، 2008، ص126.

⁴ عبد السلام ذهني بك، مرجع سابق، د ص.

⁵ سعيد يوسف البستاني-علي شعلان عواضة، مرجع سابق، ص330.

⁶ ر. ريبير-ج. روبلو، المطول في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص762.

⁷ عاشور عبد الجواد، مرجع سابق، ص515.

ألا يلحق ضرراً بجماعة الدائنين¹؛ فإذا حدث العكس، يمكن للممثل رفع الدعوى البوليصية أو الدعوى غير المباشرة أو دعوى الحلول، رغم عدم تطرق المشرع بشكل واضح لهذه المسألة².

الفرع الثاني

حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في ظل المتغيرات القانونية التي تطرأ على الشركة المصدرة

تقرض طبيعة النشاط التجاري على الشركة أن تقوم بتغيير أو أكثر لمسايرة المستجدات التي تطرأ عليها، لاسيما من حيث إعادة هيكلتها بالتزامن مع طرحها سندات الاستحقاق القابلة للتحويل والإكتتاب فيها، مما يؤثر بشكل أو بآخر على مركز حملة هذه السندات، خصوصا إذا فرضت الضرورة على الشركة أن تندمج في شركة أخرى أو تنفصل عنها، فمن المؤكد أن تتبع هذه العملية عدة تغييرات؛ ولعل التغيير الجوهرى الذي يهم حملة السندات ذلك المتعلق برأسمالها الذي يقتضى الحال المحافظة على ثباته³، كونه يُشكّل ضمانا أساسيا لهؤلاء الحملة؛ لأنهم يستوفون قيمة قروضهم حتى لو إقتضى الأمر الإقتطاع منه، غير أن هذا الأمر لا يُشكّل خطرا على الشركة؛

¹ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 199.

² إذا كان أصحاب السندات البسيطة والمركبة ينطبق عليهم هذا القول في حالة التسوية القضائية والإفلاس؛ فإن أصحاب قسيما الإكتتاب بالأسهم صفتهم لا تمنحهم الحق في إعلان إفلاس الشركة، كما أنهم لا ينضمون لجماعة الدائنين، فهم ليسو كذلك.

³ يقصد بمبدأ ثبات رأسمال الشركة، تحديد رأسمالها ابتداء بمبلغ مُعيّن من النقود لا يمكن تغييره لا زيادة ولا نقصانا؛ إلا بإتباع إجراءات مُعيّنة ينص عليها القانون حماية لحقوق الأغيار والمساهمين، فلا بُد من بقاء رأس المال ثابتا تجاه من تعاملت معهم الشركة؛ لذا فإن للدائن حق معارضة أي ممارسة من شأنها إضعاف رأس المال بإستثناء ما يجيزه القانون من تخفيض أو زيادة. ليفهم أن الحاجة التجارية للإستثمار والدخول في علاقات دائنية ومديونية هي التي كرسّت هذا المبدأ وليس فقط نصوص القوانين، فحاجة الشركة إلى موارد هو ما يفرض عليها ربط مثل هذه العلاقات، فيحصل تضارب للمصالح بين دائني الشركة والشركاء، وخير ضمان للحد من هذا التضارب هو مبدأ ثبات رأسمال الشركة. علي فوزي إبراهيم الموسوي، الإعتبار الشخصي في الشركة المساهمة (دراسة في قانون الشركات العراقي)، مجلة العلوم القانونية، مج 25، ع 02، 2010، ص 319_320. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.iasj.net/iasj%3Ffunc%3Dfulltext%26ald%3D41501&ved=2ahUKEwirqbnU2KXrAhUBuRoKHVJDBikQFjAAegQIARAB&usq=AOvVaw2dVgA0dy>

3yJZUi80shlhub تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/06 على الساعة 22:03.

لأنه يُتبع بنقص مُماثل في مقدار الديون بقدر ما نقص من رأس المال؛ لكن يمكن للشركة إبرام تصرفات أخرى من شأنها أن تُشكّل خطراً عليهم، الأمر الذي يستدعي مُراعاتها وفرض رقابة عليها، وهو ما تبنته القوانين المختلفة التي رصدت لحملة السندات حق مُعارضة هذه القرارات؛ إذا تبيّن لهم أنها مُجحفة في حقهم.

وتتغيّر وضعية حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تبعاً لتغيّر وضعية الشركة المُصدرة التي يمكنها أن تُعيد هيكلة ماليتها *restructuration financière*، إما عن طريق إنفصالها وتفكّك ذمتها المالية التي تُقدمها إلى شركات جديدة¹، أو عن طريق إنضمامها إلى شركة أخرى، لتتقضي تبعاً لذلك وتبقى الشركة الثانية قائمة ومحافظة على كيائها، أو عن طريق إدماجها مع شركة مُغايرة فتظهر في مظهر جديد²، مما يستوجب إعلامهم للموافقة على الإجراءات التي تنوي الشركة المُصدرة القيام بها³. كذلك الأمر في حالة حلّها المُسبق الذي من شأنه أن يُعيق حملة السندات عن إستيفاء الفوائد المُقرّرة لهم، مما يُشكّل هروباً للشركة عن أداء إلتزاماتها والتملّص منها تحت غطاء قانوني مشروع، وحتى إذا خضعت للإفلاس والتسوية القضائية، يبقى ذات الإشكال مطروح حول مصير حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم إذا يبقوا مُحافظين على مراكزهم القانونية ذاتها، أم تتخلى الشركة بمظهرها الجديد عن إلتزاماتها السابقة تجاههم بحُجة غياب أغلب الأحكام التنظيمية المُفصلة في هذا الشأن؟.

أولاً: إندماج أو إنفصال الشركة المُصدرة

نشاط الشركة داخل الحقل التنافسي تتحكّم فيه ظروف تُؤثر على المنشأة بشكل مباشر قد تصل إلى حد أن تفرض عليها تعزيز مكانتها داخل السوق عن طريق إضافة ذمتها إلى ذمم منشآت أخرى أو العكس، فقد لا تتأقلم مع مُعطيات السوق لتُقسّم ذمتها إلى وحدات مُصغّرة.

¹ المادة 744 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 744 فقرة 02 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

³ Cass. com., 13 juin 1995, n° 94-21003 et 9421436, Bull. 1995 IV, n°181, p. 168 ; Rev. sociétés 1995, p. 756.

Voir **Tanguy Allain**, cours de droit spécial des sociétés licence 3, université de CERGY-PONTOISE faculté de droit, année universitaire 2016-2017, p. 05. Disponible en ligne sur le site :

[https://www.google.com/search?q=cour+de+monsieur+tanguy+allain+séance+5+site:www.droitucp.fr&client=](https://www.google.com/search?q=cour+de+monsieur+tanguy+allain+séance+5+site:www.droitucp.fr&client=ms-android-)

[samsung&prmd=nvi&sxsrf=ALeKk02tVyh0irqzs7e41_zc3vVY939SGA:1601900342024&sa=X&ved=2ahUKEwjo5ufmt53sAhW3UBUIHT0uCEsQvbADegQICxAN&biw=360&bih=615](https://www.google.com/search?q=cour+de+monsieur+tanguy+allain+séance+5+site:www.droitucp.fr&client=ms-android-samsung&prmd=nvi&sxsrf=ALeKk02tVyh0irqzs7e41_zc3vVY939SGA:1601900342024&sa=X&ved=2ahUKEwjo5ufmt53sAhW3UBUIHT0uCEsQvbADegQICxAN&biw=360&bih=615) consulter le : 05/10/2020

إن أصل مصطلح الاندماج ليس قانوني؛ إنما مأخوذ من مفردات علوم الفيزياء التي تعني إنحلال الأجسام الصلبة في المواد السائلة تحت تأثير الحرارة؛ حيث تؤدي إلى تغيير بنية الأجسام مع المحافظة على وجودها في شكل آخر¹. ويختلف معنى الاندماج la fusion عند رجال الإقتصاد عنه عند رجال القانون؛ إذ يتسع نطاقه من وجهة نظر الإقتصاديين في كونه: "كل عملية تكثّل أو تجمع للمشروعات الإقتصادية أو كل عملية تؤدي إلى خلق إدارة إقتصادية تُعد من قبيل الاندماج"، فالعبرة عندهم هي تجميع رؤوس الأموال والوسائل المادية والفنية وكذا الإدارية لأجل توفير الدعم المالي ورفع القدرة التنافسية لهذه المشروعات². أما عند القانونيين، فمعناه محصور في: "تلك العملية التي تتوحد بمقتضاها شركتان أو أكثر لتكوين شركة واحدة أوسع؛ حيث يُعتبر سبب من أسباب إنقضاء الشركات، فتُحل الشركة حلا مبسّرا dissolution anticipée وتزول شخصيتها الاعتبارية، ويتم تحويل مساهمها أو شركائها إلى الشركة الدامجة التي تتلقى أصول وخصوم الشركة المندمجة دون تصفية كحصة عينية في رأس المال"³.

ويتحقّق الاندماج بطريقتين: الأولى، تقوم من خلالها شركة موجودة بإمتصاص شركة أو عدة شركات أخرى في حالة إقتصادية ميثوس منها، وهو ما يُدعى بالاندماج عن طريق الإمتصاص أو الضم fusion par absorption ou annexion، كما يُسمى الاندماج عن طريق الإبتلاع أو الذوبان؛ بحيث تندمج شركة أو عدة شركات في شركة أخرى قائمة؛ إذ تقتضي الشركة المندمجة نهائيا société absorbée، وتبقى الشركة المُستوعبة أو الماصة absorbante société قائمة ومُتمتعة بشخصيتها المعنوية. أما الطريقة الثانية، هي الاندماج عن طريق المزج أو الإنشاء fusion par création d'une nouvelle société؛ بحيث يُمكن لشركتين أو أكثر

¹ _ «Le terme fusion n'est pas d'origine juridique. Il a été emprunté au vocabulaire de la physique. Dans son sens propre, il désigne le passage d'un corps solide à l'état liquide sous l'action du feu. Sous l'influence de cette force extérieure, l'apparence du corps change mais sa substance n'est pas altérée. Il existe toujours mais sous une autre forme ». Abdelkarim Osman, La fusion des sociétés commerciales en droit français et syrien (étude comparative), thèse doctorat droit, université Rennes 1, France 2015. p 10.

² _ سامي بن حملة، مفهوم إندماج الشركات التجارية في القانون التجاري، مجلة العلوم الإنسانية، مج18، ع02، ديسمبر 2007، ص250. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/3751> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/16 على الساعة 00:05.

³ _ محمد مزاولي، مسؤولية الشخص الاعتباري الجزائرية في حالة انفصال أو إندماج الشركات -دراسة مقارنة-، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، مج04، ع01، جانفي 2017، ص145. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/9345> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/13 على الساعة 10:03.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

أن تتدمجان لأجل إنشاء شركة جديدة، مما يؤدي إلى إنقضاء الشركات المندمجة من أجل قيام شركة جديدة بمجموع رأسمال هذه الشركات، وتتمتع بشخصية معنوية مُتميزة ومختلفة عن الشركات المندمجة¹. من ناحية أخرى، يُعتبر الإندماج بغض النظر عن طريقته وسيلة فعّالة يمكن اللجوء إليها لإنقاذ الشركات من الصعوبات الاقتصادية التي قد تُواجهها وإبعادها عن خطر الإفلاس والتصفية²، وللشركة ولو في مرحلة التصفية أن تندمج في شركة أخرى وتساهم في تأسيس شركة جديدة بطريقة الدمج³.

أما الانفصال *la scission* هو: "تجزئة الذمة المالية لشركة موجودة إلى عدة أجزاء، لتتكوّن على أساسها شركات جديدة ثم تقوم بالإندماج فيما بينها أو مع شركات أخرى موجودة سواء بطريق الضم أو المزج"⁴، أو هو: "تفكيك ذات معنوية واحدة إلى عدة ذوات معنوية، بواسطة تقاسم عناصر الذمة المالية للشركة المنقسمة بين الشركات الوليدة، قصد تحقيق إحدى الغايات التالية: مُسايرة التغييرات الاقتصادية على الصعيدين الداخلي والخارجي؛ توفير رأسمال يُساعد على مزيد من الإستثمار والتشغيل والإنتاج؛ تطوير أساليب العمل والتوزيع؛ الحصول على تقنيات جديدة وتحسين جودة المنتج؛ كسب فُدرّة أكبر على التصدير والمنافسة؛ دعم الثقة في المؤسسة لدى الأطراف المُتعاملة معها؛ خلق وتدعيم مواطن الشغل"⁵.

وتتجسّم حماية الغير في إطار الإنقسام⁶ والإندماج⁷ من خلال إقرار مبدأ احتفاظ الدائنين بنفس الحقوق والضمانات التي كانت لهم قبل إبرام هذه التصرفات، بواسطة تضامن الشركات الوليدة في أداء الديون السابقة، عن طريق ضم ذممها المالية لتُشكّل ضمانا عاما لدائنيها، دون أن

¹ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 215.

² أسامة نائل المحيسن، مرجع سابق، ص 65.

³ المادة 744 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 255 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁴ سامي بن حملة، مرجع سابق، ص 252.

⁵ الفصل 409 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁶ الفصل 431 من مجلة الشركات التونسية، يقابله المادة 760 من القانون التجاري الجزائري بالنسبة للانفصال، والمادة 756 بالنسبة للإندماج، مرجع سابق.

⁷ المادة 756 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

يترتب على هذا الحلول تجديدا بالنسبة لهم¹. ويشمل هذا التضامن ديون السندات التي حلت في تاريخ الإنقسام ولم يقع خلاصها وتلك التي لم تحل بعد، ما عدا الديون الناشئة بعد الإشهار التي يتعامل أصحابها مع الشركات الجديدة مباشرة، وتستمر هذه المسؤولية التضامنية إلى غاية تاريخ إعلان الإنقسام طبق القانون، إحتراماً لنظرية الظاهر وحماية لحسن النية وحثاً للشركات على أن تكون أوضاعها شفافة من خلال إتمام موجبات الإشهار².

إن المُتصفح لأحكام القانون التجاري الجزائري لاسيما المواد المُنظمة لعمليتي الإندماج والإنقسام³، يلمس النقص الفادح في تنظيم المسائل الدقيقة ذات الأهمية القصوى لدائني الشركة من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، الذين لا يبقى أمامهم سوى التمسك بما هو وارد في الأحكام العامة المُطبقة على سائر الدائنين، الأمر الذي سيُتضح حالاً.

أ- تأثير شكل الشركة الجديدة على ممارسة حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل

لا تغيير يُذكر على حقوق حملة السندات إذا تمت عمليتي الإندماج أو الإنقسام في مُنشآت ذات نفس الشكل القانوني؛ بل وإن كان الشكل الجديد يمنحهم ضمانات إضافية سيسبقون منها ولو كانت حقوقهم أو ديونهم قد نشأت قبل ذلك⁴، غير أنه يتجلى تأثير الشكل القانوني للشركة المُصدرة بشكل واضح إذا تحققت هاتين العمليتين بين شركات ذات شكل قانوني مختلف⁵، كأن

¹ لأن التجديد عملية تتمثل في إنقضاء دين بسبب إنشاء دين جديد حسب المادة 224 من القانون المدني الجزائري؛ فإن تجديد الدين المُبرم بين الدائن وأحد المدينين المتضامنين يؤدي إلى تحرير المدينين الآخرين؛ إلا إذا إحتفظ الدائن بحقه في الرجوع ضدهم.

² دليل الشركات التجارية الصادر عن وزارة العدل وحقوق الإنسان التونسية، مرجع سابق، ص 164.

³ قَرَّب الفقه المغربي مفهوم الإندماج والإنقسام بالرابطة الزوجية؛ حيث إعتبر الأستاذ علي فالي الإندماج بكونه الزواج بين الشركات، وإعتبر الأستاذ عز الدين بنستي الإنقسام بمثابة طلاق يضع حدًا بين مقولتين.

⁴ ومثاله، أن تتخذ الشركة شكلاً جديداً يكون فيه الشركاء متضامنين في قضاء ديونها، فيحق لحامل السند دائن الشركة مُطالبية الشركاء بأداء دينه بالتضامن. دليل الشركات التجارية الصادر عن وزارة العدل وحقوق الإنسان التونسية، مرجع سابق، ص 149.

⁵ لم يحصر المشرع الجزائري الإندماج في الشركات التي لها نفس الشكل القانوني؛ إنما فتح المجال أمام مختلف أشكال الشركات. المادة 745 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

تكون الشركة المُصدرة مساهمة وتتحوّل إلى شكل آخر مختلف كلياً عن نظامها القانوني القديم، حينها تخضع الشركة الجديدة إلى نصوص تنظيمية مُغايرة خصوصاً من حيث نظام الحصص - ليس أسهم - وإمكانية تداولها من عدمه¹، بإعتبار أن التداول من أهم الخصائص المُميزة لشركة المساهمة والأوراق المالية الصادرة عنها، إضافة لكون عمليتي الاندماج والانفصال يترتب عنهما إنحلال الشركة المنقضية دون الحاجة إلى تصفيته²، وهو ما يجعل حقوق دائنيها على المحك. وعليه، حاول التشريع الجزائري شأنه شأن سائر التشريعات³ المقارنة الإبقاء على ذات المراكز التي كانت مُقرّرة لحملة هذه السندات، وإتخاذ التدابير اللّازمة لصيانتها بموجب حكم عام يُطبّق على سندات الاستحقاق بما فيها السندات القابلة للتحويل، عن طريق منحه سلطة التداول في القرار لجمعيتهم العامة لاسيما فيما يتعلّق بتنفيذ عقد القرض أو تعديل كل عناصره أو بعضها، فجماعة حملة سندات الاستحقاق عن طريق وكيلها تبحث عن ضرورة إستيفاء أعضائها الفوائد المُقرّرة لهم في المواعيد المُتفق عليها، وضمان مُمارسة خيار التحويل المُتضمن في نشرة الإصدار. ومخافة ضياع هذه الحقوق وغيرها، يتصدى الحملة لقرارات الشركة بأساليب أوجدها القانون سوف تظهر مدى نجاعتها.

ألزم المشرع الجزائري⁴ على غرار باقي التشريعات الأخرى⁵، الشركة الدامجة الجديدة الحلول محل الشركة المصدرة أو المنقضية في قضاء ديون دائنيها، مما يؤدي إلى نقل عبئ المسؤولية عن إلتزامات وديون الشركة المندمجة إلى الشركة الدامجة، حفاظاً على حقوقهم من الضياع وسهراً

¹ - كأن تكون من شركات الأشخاص التي لها نظام الحصص بدل الأسهم ولا تقبل التنازل عنها دون قيود قانونية، عكس ما هو مُقرّر بالنسبة لأسهم وسندات المساهمة التي تقبل التداول بكل حرية كقاعدة عامة، ما لم ترد قيود قانونية أو إتفاقية عكس ذلك، شرط ألا تحجب عنها خاصية التداول بشكل مبالغ فيه. أو تكون من شركات الأسهم؛ لكنها لا تستوفي الشروط القانونية لإصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم مثلما هو منصوص عليه في القانون.

² - المادة 224 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ - المادة 715 مكرر 98 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 308 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 127 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁴ - تنص المادة 756 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، على: "تُصبح الشركة مدينة لدائني الشركة المدمجة في محل ومكان تلك دون أن يُرتّب على هذا الحلول تجديد بالنسبة لهم".

⁵ - راجع المادة 222 من قانون الشركات الأردني، يقابلها المادة 262 من قانون الشركات الكويتي، والمادة 319 من قانون الشركات البحريني، والفصل 411 فقرة 02 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

على حُسن تنفيذ الإلتزامات السابقة. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى قد تتأثر حقوق الدائنين إيجاباً بهذه العملية؛ بحيث يمكن أن يزيد الإندماج من ضمانهم العام، كما يمكن أن يحدث العكس فيُعَرِّضهم لمخاطر عديدة إذا كانت خصوم الشركة الجديدة تزيد عن أصولها¹، وإستثناء عن مبدأ نسبية أثر العقد في القانون المدني القاضي بأن العقد لا يضر أو ينفع إلا أطرافه المُتعاقد، تم مراعاة حقوق الدائنين من حملة سندات الاستحقاق الذين سبق لهم التعامل مع هذه الشركة المُتغيِّرة بالإندماج أو الانفصال، مع الأخذ بالحسبان أن حقوقهم ذات طبيعة خاصة نوعاً ما، الأمر الذي يستدعي التساؤل بشأن مدى تأثير الشكل القانوني للشركة الناتجة عن الإندماج والانفصال على حلولها محل الشركة المنقضية في تسوية إلتزاماتها قَبْل دائنيها من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل؟.

لا توجد إجابة صريحة لذلك لا في القانون التجاري الجزائري ولا في غيره من القوانين المُقارنة محل الدراسة، فالتمعّن في الإشكال يقتضي التمييز بين الحالة التي تكون فيها الشركة الجديدة شركة أسهم كالمساهمة أو التوصية بالأسهم والعكس؛ حيث أن المنطق القانوني يقتضي إذا كانت مُجرّد شركة أسهم لا تتغيّر وضعيتها الحملة، وتُصبح شركة المساهمة -أو توصية بالأسهم- الجديدة مسئولة على وجه الإلزام في مُواجهة الدائنين من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الذين إكتتبوا في الشركة المُنقضية، سواء إنقضت بسبب الانفصال² أو الإدماج³. بالتالي، يبقى حامل سند الاستحقاق في ذات الوضعية التي كان عليها سابقاً، فيتمسك بشروط العقد ذاتها لاسيما بحقه في التحوّل إلى شريك مساهم بالكيفية المُنتَق عليها داخل نفس فترات التحويل، إضافة إلى حقه في الفائدة الدورية بطبيعة الحال، بذلك يبقى الإلتزام الأصلي قائماً في مواجهة الشركة الجديدة دون أي تعديل في طبيعته أو سببه أو أوصافه ولا ضماناته التي كان يتمتّع بها حامل الورقة قبل قرار التغيير الهيكلي؛ لأن تغيير المدين نتيجة الإندماج لا يُعتبر تجديداً للإلتزام؛ إنما

¹ عملاً بأحكام الشريعة العامة، يمكن لحملة السندات الدفع بدعوى عدم نفاذ تصرفات الشركة المدين الضارة بهم، وهو ذات ما يتقرّر لحملة السندات في الشركة الجديدة الذين يمكنهم الإحتجاج ضد دخول دائنين آخرين عن طريق إقامة دعوى إبطال تصرف الشركة المُتمثّل في الإندماج إذا ما وقع عن طريق الغش وقصد منه الإضرار بهم.

² تنص المادة 760 من القانون التجاري الجزائري على أنه: "تكون الشركات المُستفيدة من الحصص الناتجة عن الانفصال مدينة بالتضامن تجاه دائني الشركة المنفصلة في المحل والمكان، دون أن يترتّب عن هذا الحلول تجديد بالنسبة لهم".

³ المادة 756 من القانون التجاري الجزائري السالفة الذكر.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

يُعد انتقالاً شاملاً للذمة المالية من الشركة المضمومة إلى الشركة الضامنة¹، وتسري الحماية المُقرّرة لهم في ظل الشركة الجديدة التي تمتع عن إبرام جميع العمليات المحظورة على الشركة المُصدرة بالموازاة مع إصدارها هذا النوع من السندات، ليمتد المنع إلى فترة ما قبل تحوّلهم إلى مساهمين داخل الشركة في مظهرها الجديد.

غير أنه حتى في هذه الحالة، من شأن عملية تحويل السندات إلى أسهم إثارة إشكال مُحاسبي يتعلّق بعدد الأسهم التي يكتتبون فيها مقابل السندات التي يملكونها؛ لأن تحديد أسس ومناهج تقييم الشركات يُعد من أصعب الأمور في عملية التحويل؛ حيث يجب تحديد الوزن الإقتصادي لكل شركة، مما يتطلّب تقييمها جيداً حتى يتم التوصل إلى الحقيقة الإقتصادية التي هي عليها والتعرّف على نسبة تبادل عادلة للأسهم والسندات، ولا جواب لهذا الإشكال في التشريع الجزائري، سوى ما تضمنته الأحكام المتعلقة بسندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم التي تُعالج ذات المسألة؛ حيث أكد من خلالها المشرع على شروط التصحيح، كأن تكون الأسهم المُكْتتب فيها مسجلة في السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة، بالإضافة لأن ينص عقد الإصدار على شروط التصحيح وفق كفاءات الحساب التي تُحددها السلطة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تحت رقابتها الكاملة²، كما يتوجّب على مجلس إدارة الشركة دراسة القوانين المتعلقة بمبلغ رأسمال الشركة وبعدهم الأسهم الذي تشكّله، ويُحدّد عدد الأسهم التي يُكْتتب بها³ عن طريق تصحيح عدد الأسهم التي قامت الشركة بإصدارها، والتي تمنح لحملتها حق الإكتتاب فيها بنسبة تبديل أسهم الشركة المُصدرة إلى الشركة المُمتصة أو الجديدة⁴؛ لذا تقتضي الضرورة أعمال هذا الحكم قصد سد الفراغ التشريعي، تأكيداً لقول الفقه كذلك بالنسبة لحالة انفصال الشركة المُصدرة، حينها يكون لحملة هذه السندات حق تحويل سنداتهم إلى أسهم في الشركة المُستفيدة من التقسيم، خلال

¹ _عبد القادر صديقي، اندماج شركات المساهمة كآلية للتركيز الإقتصادي، مجلة قانون الأعمال، د ع، 13 يونيو 2019،

د ص. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.droitentreprise.com/%3Fp%3D16900%26page%3D2&ved=2ahUKEwiRxO3h2qXrAhUU3IUKHUFpD4cQFjABegQIAhAB&usg=AOvVaw1NSnl0>

[Z3F6oMQ5_WoL4IEq](#) تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/20 على الساعة 00:01.

² _المادة 715 مكرر 128 فقرة 04 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ _المادة 715 مكرر 128 فقرة 05 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ _المادة 715 مكرر 129 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

المدة المنصوص عليها في عقد الإصدار، دائماً مع مراعاة نسب تبادل الأسهم في الشركات المستفيدة¹، وعند الإقتضاء يُعتد بزيادة رأس المال المُحقَّقة من طرف الشركة المُصدرة قبل الإندماج، ومن طرف الشركة المُدمجة أو الجديدة بعد العملية².

على نظير ذلك، المشرع الكويتي³ والبحريني⁴ والمغربي⁵ تباعاً، تضمنوا ذات الحكم صراحة فيما يتعلّق بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل، مؤكدين أنه إذا كانت شركات المساهمة الداخلة في الإندماج قد أصدرت سندات وصكوك قابلة للتحويل، يكون لحملة هذه السندات طلب تحويلها إلى أسهم خلال الفترة المُقرّرة في عقد إصدارها، وتُحدّد أسس التحويل عن طريق تحديد نسبة التبادل أو نسبة القسط المُبيّنة في نظام الإصدار، على ضوء النسبة الواردة في إتفاق الإندماج الخاص بإبدال أسهم الشركة مُصدرة السندات بأسهم في الشركة الدامجة أو الشركة الجديدة. ونحن بدورنا ندعو المشرع الجزائري إلى تبني ذات الحكم صراحة في المواد المُتعلقة بالسندات القابلة للتحويل، بدل القصور التشريعي الذي يُحيط بها، أو إدراجها في النصوص المُتعلقة بالإندماج مادام أن ذات الحكم يسري على العديد من الأوراق المالية، بدل تكرارها على كل نوع منها في كل مرة.

¹ _خليل فيكتور تادرس، تقسيم الشركة من الوجهة القانونية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص128.

² _نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص224.

بخصوص المشرع الفرنسي:

_ Art. 197 loi n°66-537

³ _المادة 260 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁴ _المادة 318 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁵ _المادة 323 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق. لم يكن المشرع المغربي قبل صدور قانون شركات المساهمة ينظم الإندماج إلا جزئياً من خلال الفصول 44 إلى 48 من القانون التجاري الملغى لسنة 1913، التي كانت توطر عمليات الإندماج المتعلقة بشركات التضامن والتوصية، بالإضافة إلى إشارة مقتضبة بموجب ظهير 11 غشت 1922 المطبق لقانون 26 يوليوز 1867 الفرنسي بالمغرب، وكذا الفصل 754 من قانون الإلتزامات والعقود. بعدها تدخل المشرع المغربي من أجل تنظيم عمليات الإندماج على مرحلتين؛ الأولى تمت بواسطة قانون شركة المساهمة الذي جاء بتنظيم شامل ضمن الباب الثاني بمقتضى المواد من 222 إلى 229 وبين الأحكام الخاصة بشركة المساهمة التي خصّص لها المواد من 230 إلى 240، وفي المرحلة الثانية تم التدخل بالقانون رقم 78.12 المُغيّر والمتمم لقانون شركة المساهمة، الذي عمّم بعض القواعد المُتعلقة بالمراقبة والإعلام الخاصة بالإندماج الذي تم بين شركات المساهمة وغيرها من الشركات من خلال المادة 226 مكرر.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

أما الحالة الثانية الممكن توقعها، هي التي تكون فيها الشركة الجديدة ذات شكل قانوني آخر وليست مساهمة ولا شركة أسهم؛ بل شركة أشخاص تقوم على الإعتبار الشخصي بدل الإعتبار المالي ولا تتداول حصص الشركاء فيها، مما يُشكّل تناقض كُلي في الأحكام المُطبقة عليهما، كونهما هذا الأمر من شأنه القضاء على جوهر سند الاستحقاق القابل للتحويل؛ لأنه ما من حكم يُبيح ممارسة هذا الخيار في ظل الشكل الجديد للشركة. ولأن دائماً الوضعية لم يُنظمها المشرع الجزائري وباقي التشريعات محل الدراسة¹، فما هذا إلا إهدار صارخ لحقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وتجاهل لصفاتهم كمساهمين مُحتملين؛ لذا ما عليهم سوى تسوية وضعيتهم مع الشركة المُصدرة قبل أن تُعيد هيكلتها عن طريق تفعيل خيار التحويل حتى يصبحوا شركاء في الشركة بمظهرها الجديد، أو يسترجعوا قيمة قرضهم -التسديد المُعجل- قبل أن تُغيّر الشركة مظهرها الذي ألقوه لاسيما إذا وُجد إتفاق يقضي بذلك²، ولا تتم هذه العملية إلا بموجب إعلان تُنظمه شركة المساهمة المُصدرة، وحبذا لو يكن بموجب رسالة مضمونة الوصول لتقادي جهل بعض حملة السندات بالإخطار فتضيع حقوقهم³، وهو الحكم الذي تبناه المشرع المغربي، مؤكداً

¹ في إطار التشريع المصري، لم يتناول قانون شركات المساهمة الجديد رقم 159 لسنة 1981 حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم في حالة حل الشركة قبل موعدها بسبب الإندماج أو غيره من الأسباب؛ لكنه نص في اللائحة التنفيذية للقانون أنه لا يمكن للشركة أن ترد إلى حملة السندات قيمة سنداتهم قبل إنتهاء المدة المُقرّرة للقرض ما لم ينص قرار إصدار السندات ونشرة الإكتتاب خلاف ذلك، كما يحق لدائني الشركة من حملة السندات أن يطلبوا قيمة سنداتهم قبل حلول مواعيد إستحقاقها، ويمكن للشركة أن تعرض عليهم ذلك في حال حل الشركة لأسباب أخرى. وهو ما أكدته المادة 185 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، بقولها: "رد قيمة السندات قبل المدة المُقرّرة للقرض: لا يجوز للشركة أن ترد إلى حملة السندات قيمة سنداتهم قبل إنتهاء المدة المُقرّرة للقرض، ما لم ينص قرار إصدار السندات ونشرة الإكتتاب فيها على غير ذلك. ومع ذلك؛ فإنه في حالة حل الشركة قبل موعدها - لغير سبب الإندماج في شركة أخرى أو تقسيمها إلى أكثر من شركة - يكون لحملة السندات أن يطلبوا أداء قيمة سنداتهم قبل إنتهاء المدة المُقرّرة للقرض، كما يجوز للشركة أن تعرض عليهم ذلك".

² المادة 756 فقرة 06 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ "يتضمّن الإعلان البيانات التالية:

- الإسم التجاري للشركة وعنوانها وعلامتها التجارية وشكلها وقيمة رأسمالها ورقمها في السجل التجاري، وذلك بالنسبة لكل شركة من الشركات المعنية؛

- إسم الشركة الجديدة وعنوانها وشكلها ومركزها الرئيسي وقيمة رأسمال الشركات التي إنضمت إلى عملية الإندماج، وقيمة الزيادة في رأسمال الشركة السابقة على الإندماج؛

- تقييم الأصول والخصوم المنتظر تحويلها إلى الشركات الجديدة أو الدامجة؛

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

على وجوب نشر عرض إرجاع قيمة السندات في جريدة رسمية ولمرتين في جريدتين مُخَوَّلَ لهما نشر الإعلانات القانونية، على ألا يقلّ الأجل بين النشر الأول والثاني عن عشرة أيام¹، وإذا كانت سندات القرض إسمية يتم إعلام أصحابها برسالة مضمونة، أما إذا كانت كل سندات الإصدار الواحد إسمية تستغني الشركة عن النشر السابق². وفي حالة إرجاع قيمة السندات بناء على مُجَرَّد طلب، تُصبح الشركة الضامنة مدينة لحاملي سندات القرض التي أصدرتها الشركة المضمومة، وكل حامل سند قرض يحتفظ بصفته في الشركة الضامنة وفق الشروط المُحدّدة في عقد الإندماج، ما لم يطلب إرجاع قيمة سنده داخل أجل ثلاثة أشهر ابتداء من تاريخ آخر إجراء للنشر أو من تاريخ توجيه الرسالة المضمومة³، دون أن يسقط حقهم في الاعتراض على قرار الإندماج أو الانفصال بطبيعة الحال، الذي يُمارسوه حسب ما يتقرّر في النصوص القانونية إذا رفضوا الحلول السابقة.

المشرع البحريني⁴ بدوره، أخضع مشروع الإندماج لموافقة هيئة حملة السندات بأغلبية من يمثلون 3/2 من إجمالي سندات القرض؛ إلا إذا قامت الشركة بإجراء تسوية للدين تُوافق عليها ذات الهيئة بذات الأغلبية. وإذا لم تُوافق أو تعذّر إنعقادها، على مُمثل الجماعة تقديم اعتراضه خلال أجل شهرين، وكان المشرع المغربي قد حذا حذوه، وأكد على ضرورة عرض مشروع الإندماج على الجمعية العامة غير العادية لحاملي السندات⁵، وإذا لم تُوافق هذه الجمعية على المشروع أو لم تستطع التداول بشكل صحيح، يُمكن لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية الإستغناء عن

- العلاقة التي يتم على أساسها تبادل الحقوق؛

- المبلغ المنتظر من مكافئة الإندماج؛

- تاريخ صدور المشروع، وكذلك تاريخ ومكان الإيداع". **نجاة دهيمي**، المسؤولية القانونية للشركات التجارية في حالتها الانفصال والإندماج، أطروحة دكتوراه في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أدرار، 2021/2020، ص 71.

¹ المادة 236 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² المادة 236 فقرة 03 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

³ **عبد القادر صديقي**، مرجع سابق، د ص.

⁴ المادة 317 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁵ المادة 323 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

الموافقة¹، ويتم نشر الإستغناء في جريدة مُرخص لها نشر الإعلانات القانونية التي تم فيها الإعلام بتوجيه الدعوة لإنعقاد الجمعية، وإذا كانت الشركة تدعو الجمهور للإكتتاب، يُنشر القرار في الجريدة الرسمية وعندها يحتفظ حاملو سندات القرض بصفتهم في الشركة الضامنة²، وحسنا فعل المشرع المغربي عندما بيّن نوع الجمعية.

وعلى الجانب الآخر، جاء المشرع الفرنسي في القانون المُنظّم للشركات التجارية والنصوص المنظمة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل بحلول أكثر نجاعة؛ حيث أكد على ضرورة عرض كل اقتراح من شأنه تعديل عقد القرض على الجمعية العامة غير العادية لحملة سندات الشركة المندمجة قصد إبداء رأيها³؛ فإذا وافقت الجمعية على مشروع الإندماج، تُصبح الشركة الدامجة - الجديدة - مدينة بقيمة السندات بذات الشروط المُحدّدة سلفاً⁴، ويسري القرار الصادر بالأغلبية ضد كل من حملة السندات الراضين لهذا المشروع أو المُتخلفين عن الحضور الذين لا يمكنهم مُطالبته الشركة بتعجيل وفاء قيمة سنداتهم أو الطعن في قرار الإندماج⁵، أما في حال لم يفضي إجتماع الجمعية العامة غير العادية لحملة السندات إلى موافقة صريحة كحالة عدم إكمال النصاب القانوني مثلاً أو رأت أنه لا يصل لتطلعات أعضائها، فما على الشركة المندمجة إذا أرادت السير في إجراءات الإندماج سوى تعجيل صرف قيمة السندات خلال ثلاث أشهر التالية لوقوعه⁶، وإذا مرّت هذه المُدة دون أن تقوم الشركة المندمجة بعرض الوفاء الفوري بقيمة هذه السندات؛ فإن قرار

¹ المادة 241 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² عبد القادر صديقي، مرجع سابق، د ص.

³ على عكس السندات العادية التي جعل عرض مشروع الإندماج عليها أمراً إختيارياً؛ حيث يجوز للشركة المندمجة الإستغناء عن هذا الإجراء في خضم عرض الوفاء الفوري بقيمة هذه السندات. نجاة دهيمي، مرجع سابق، ص 72.

⁴ Art.197 loi n°66-537

⁵ خليل فيكتور تادرس، تقسيم الشركة من الوجهة القانونية، مرجع سابق، ص 579.

⁶ Art.20 Décret-loi 1935-10-30 du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires:

« l'assemblée délibère également :

- A) A la modification de la forme de la société ;
- B) A la fusion de la société avec une autre société ;
- C) A l'émission d'obligations comportant un droit de préférence par rapport à la créance des obligataires composant la masse.

A défaut d'approbation de ces propositions par l'assemblée des obligataires, la société débitrice ne peut passer outre qu'en remboursant les obligations des porteurs qui en feraient la demande au plus tard dans les trois mois à partir de la date à laquelle la modification de la forme de la société, la fusion de celle-ci ou la constitution de garanties particulières est devenue définitive, sans préjudice du droit résultant pour les porteurs des dispositions des articles L.141-21 et L.141-22 du code de commerce ».

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

الإندماج يكون مُعرّض للبطلان¹. كما يُمكن لمجلس إدارة الشركة المُندمجة أن يُقرّر الإستمرار في إجراءات الإندماج رغم رفض الجمعية العامة غير العادية لحملة السندات هذا المُقترح، في هذه الحالة تُقرّر الشركة عن طريق جهازها الإداري نشر القرار الصادر في هذا الشأن وفقاً لما يقتضيه القانون، وتحل الشركة الدامجة محل المندمجة في الوفاء بقيمة القرض، كما يحق لحملة السندات الإعتراض على الإندماج جماعة أمام المحكمة المُختصة بواسطة ممثلهم²، وفي الحالة التي تتعدّد فيها جمعيات حملة سندات القرض بتعدّد الإصدارات، فكل واحدة تُقدّم إعتراضها مُنفردة³.

وقصد تسوية وضعية الدائنين دائماً، يمكن للشركة المندمجة أن تقوم بعرض الوفاء الفوري لقيمة السندات لمن يرغب في إستردادها قبل حلول موعد إستحقاقها⁴، بعد نشره في نشرة الإعلانات القانونية الوجوبية *bulletins des annonces légales obligatoires*، وكذا في صحيفتين من الصحف المُعتمدة لتلقي الإعلانات القانونية *journaux d'annonces légales* التي تصدر في مركز الشركة، ويُعتبر الإشهار إجراء حمائي بما أنه يهدف إلى تعريف الغير بأحوال الشركة وما يطرأ عليها من تغيير، ويُعيّن أصحاب السندات إذا كانت إسمية بخطابات موصى عليها دون الحاجة إلى إتباع إجراءات النشر المُقدّمة⁵، على أن يُبدي الحملة رغبتهم على أقصى تقدير خلال ثلاثة أشهر التالية لآخر إجراء من إجراءات نشر عرض الوفاء الفوري بقيمة السندات أو التالية

¹ وقد أخذ المشرع الفرنسي هذا الحكم بمقتضى النص 02/321، والذي كان فيه شيء من إجبار الشركة المندمجة على وفاء قيمة السندات إذا رفضت الجمعية العامة لحملة السندات مشروع الإندماج؛ ثم عدّلت بمقتضى المادة 01/321 التي أضيفت بموجب المرسوم رقم 734/67 الصادر في 28 سبتمبر 1967.

² Art. L. 321-1 loi n°66-537

³ خليل فيكتور تادرس، تقسيم الشركة من الوجهة القانونية، مرجع سابق، ص 580.

⁴ Art. 380 loi n°66-537 : « le projet de fusion est soumis aux assemblées d'obligataires des sociétés absorbées, à moins que le remboursement des titres sur simple demande de leur part ne soit offert auxdits obligataires. L'offre de remboursement est soumise à publicité, dont les modalités sont fixées par décret. lorsqu'il y a lieu à remboursement sur simple demande, la société absorbante devient débitrice des obligataires de la société absorbée ».

⁵ Art. 263 décret n°67-236 : « l'offre de remboursement des titres sur simple demande des obligataires prévue aux articles 380, alinéa 1^{er}, et Art.384 alinéa 1^{er}, de la loi sur les sociétés commerciales L.236-18 du code de commerce est publiée au bulletin des annonces légales obligatoires, et à deux reprises, dans deux journaux d'annonces légales du département du siège sociale. Le délai entre les deux insertions est de dix jours au moins. Les titulaires d'obligations nominatives sont informés de l'offre de remboursement, par lettre simple ou recommandées. Si toute les obligations sont nominatives, la publicité prévue à l'alinéa précédent est facultative ».

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

لإرسال الخطابات الموصى عليها على حسب الأحوال¹، أما حملة السندات الذين لم يطلبوا الإسترداد خلال المدة المُعيّنة، يحتفظون بصفتهم في الشركة الدامجة بالشروط التي يُحدّدها عقد الإندماج². كما لا تسري الأحكام المُتقدمة على حملة سندات الشركة الدامجة، فلا يستوجب القانون الفرنسي ضرورة عرض مشروع الإندماج على الجمعية العامة لحملة سندات الشركة الدامجة؛ لكن يجوز لهم الاعتراض ضد الإندماج أمام القضاء عن طريق مُمثل الجماعة كسائر الدائنين العاديين للشركة إذا كان من المُمكن أن ينقص من الضمان المُقرّر لهم³، غير أنه إذا تعدّدت إصدارات الشركة وتجنّباً لإرهاقها، يُمكنها أن تعرض مشروع الإندماج على إحدى طوائف حملة سندات الإصدار الواحد وتعرض الوفاء بقيمة السندات على طائفة أخرى.

على سبيل المقارنة مع التشريع الفرنسي، لم يستوجب المشرع المصري في معرض حديثه عن حقوق حملة السندات في حالة الإندماج ضرورة عرض مشروع الإندماج عليهم، غير أنه أكد على إعطاءهم خيار الإسترداد، ليبقى تعجيل الوفاء بقيمة السندات مسألة إختيارية للشركة المُندمجة، لها أن تُقدّرها حسب الظروف ولا يُجبرها القانون على التسديد⁴، كما لم تُعالج اللائحة

¹ Art. 264 décret n° 67-236 : « le délai prévu à l'article 380, alinéa 3, de la loi sur la sociétés commerciales est de trois mois à compter de la dernière formalité de publicité ou de l'envoi de la lettre simple ou recommandée, prévue l'article précédent ».

² Art. L. 380-2 loi n°66-537 : « Tout obligataire qui n'a pas demandé le remboursement dans le délai fixé par décret conserve sa qualité dans la société absorbante aux conditions fixées par le contrat de fusion ».

³ Art. 381 n°66-537 : « la société absorbante est débitrice des créanciers non obligataires de la société absorbée au lieu et place de celle-ci, sans que cette substitution emporte novation à leur égard.

Les créanciers non obligataires des sociétés participant à l'opération de fusion et dont la créance est antérieure à la publicité donnée au projet de fusion peuvent former opposition à celui-ci dans le délai fixé par décret. Une décision de justice rejette l'opposition ou ordonne,

soit le remboursement des créances, soit la constitution de garanties si la société absorbante en offre et si elles sont jugées suffisantes.

A défaut de remboursement des créances ou de constitution des garanties ordonnées, la fusion est inopposable à ce créancier.

L'opposition formée par un créancier n'a pas pour effet d'interdire la poursuite des opérations de fusion.

Les dispositions du présent article ne mettent pas obstacle à l'application des conversions autorisant le créancier à exiger le remboursement immédiat de sa créance en cas de fusion de la société débitrice avec une autre société ».

⁴ حسب المادة 297 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، فإنه: "يجوز للشركة المندمجة أن تعرض على حملة سنداتها بكتاب مُسجل مصحوب بعلم الوصول إسترداد قيمة سنداتهم وفوائدهم حتى تاريخ السداد، بمجرد طلبهم ذلك وعلى حملة السندات أن يطلبوا الإسترداد خلال ثلاثة أشهر من تاريخ إخطارهم بالإختيار المُتاح لهم في هذا الشأن. وتصبح الشركة التي يتم الإندماج فيها مدينة بقيمة هذه السندات وفوائدها من تاريخ تمام الإندماج؛ فإذا لم يبد حملة سندات

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

حالة عدم قيام الشركة المندمجة بعرض مشروع إندماجها على دائنيها الآخرين - وهو ذات الفراغ المُلتمس في القانون الجزائري-، فإعتبر بعض الفقه المصري أنه لا مناصه إزاء سكوت المشرع من إعتبارهم كسائر الدائنين العاديين الذين يبقى لهم حق الإعتراض¹، فمركزهم يستوي بمركز دائني الشركة، ومن حقهم الإعتراض على الإندماج عن طريق تطبيق القواعد العامة بموجب دعوى إبطال التصرفات، متى ثبت أن الإندماج قد وقع بطريق الغش وقُصد منه الإضرار بحقوقهم وإضعاف ضمانهم العام، كذلك الأمر بالنسبة لحاملي سندات القرض في الشركة الدامجة، فرغم وضعيتهم كدائنين لها، لم يمنح لهم المشرع المغربي² الحق في عرض مشروع الإندماج على أنظار جمعياتهم؛ إلا أنه وبالنظر إلى المخاطر التي من الممكن أن تنتج عن ضم مدينهم الأصلي من طرف شركة لا يعرفون عنها شيء، منح القانون لجمعيتهم العامة العادية إمكانية توكيل مُمثلي الكتلة لتقديم التعرض على قرار الإندماج، وبهذا لا يُمكن للدائنين من حملة سندات القرض في الشركة الدامجة ممارسة حق التعرض بشكل فردي³.

ب- معارضة إندماج أو انفصال الشركة المصدرة

الشركة المندمجة كلهم أو بعضهم رغبتهم في الإسترداد خلال المدة السابقة، إكتفوا بالضمانات والأولويات المقررة لهم في مواجهة الشركة الدامجة، وذلك في الحدود المقررة في عقد الإندماج.

¹ أكدت المادة 298 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 على: "حقوق الدائنين من غير حملة السندات:

تعتبر الشركة الدامجة المدين بالنسبة لكافة ديون الشركات المندمجة بمجرد تمام إجراءات الإندماج. ويجوز لكل دائن نشأ حقه في مواجهة الشركة المندمجة قبل تمام إجراءات الإندماج أن يطلب من المحكمة المختصة تقرير ضمانات له في مواجهة الشركة الدامجة، وذلك إذا كانت هناك إعتبارات جدية تُبرر ذلك. فإذا لم يتقرر تعجيل الوفاء بالدين أو تنشأ له ضمانات كافية، كانت موجودات الشركة المندمجة ضامنة للوفاء بقيمة الدين وفوائده. ولا تحول الأحكام المُتقدمة دون تطبيق ما يرد في سندات إنشاء هذه الديون من شروط تقضى بتعجيلها في حالة قيام الشركة بالإندماج في غيرها".

² المادة 238 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ بإعمال القواعد العامة بالنسبة لُحجية الأحكام وأثرها الذي لا يتعدى أطراف النزاع وموضوعه؛ ولأن هذا النوع من الدين له ذات الصفات والخصائص، فلو تقدّم أكثر من دائن بمعارضة مشروع الإندماج أو الانفصال أو معارضة مشروع التخفيض، سواء قدّم الدائنون معارضة واحدة أو قدّم كل منهم معارضة منفردة؛ فإن وحدة الدين ومقداره وضماناته تجعل منه دين مماثل في طبيعته، فيفصل القضاء في معارضتهم بحكم واحد، مما يعني إستفادة الدائنين الذين أسكوا عن التعرض من أثر الحكم المتضمن الأداء الفوري لمبلغ الدين. أنظر في المعنى وردة سالم، حماية الغير في إطار شركة المساهمة، مرجع سابق، ص 261_262.

إذا آلت الذمة المالية للشركة المُصدرة إلى ذمة الشركة الدامجة، أو إذا تفككت ذمة الشركة الواحدة إلى رؤوس أموال عدة، من شأن هذا الأمر أن يُقلل من الضمان الممنوح لدائنيها زيادة على مُزاحمة الدائنين الأوليين للشركات المُدمجة أو المستفيدة، فمن حقهم ممارسة الرخصة التي منحها لهم النصوص التشريعية، والمُتمثلة في حق مُعارضة ذلك القرار *droit d'opposition* بالمحكمة التي يقع في دائرة إختصاصها المقر الإجماعي للشركة المدينة¹، وهو ما تبناه التشريع السعودي² دون بيان تفاصيله، عكس المشرع التونسي³ والكويتي⁴ والأردني⁵ والجزائري تبعاً، اللذين إشتروا أن تتم المُعارضة سواء بالنسبة لحالة الإندماج⁶ أو الانفصال⁷ دائماً عن طريق وكيل الجماعة خلال مدة ثلاثين يوم، إبتداء من تاريخ نشر مشروع الإندماج المُصادق عليه، أما المشرع البحريني⁸ ضاعف مدة المُعارضة، فجعلها ستين يوم تبدأ من تاريخ نشر الإعلان بخطاب مُسجل يعلم الوصول.

ووسّع المشرع الأردني من دائرة المعارضين، لتشمل كل من المساهمين وحملة السندات وكل من له مصلحة من دائني الشركات الدامجة والمندمجة، على أن يُرفع الإعتراض خلال ثلاثين يوم

¹ ورده سالمى، حماية الغير في إطار شركة المساهمة، مرجع سابق، ص 256.

² المادة 193 من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

³ راجع المادة 419 بخصوص الإندماج والمادة 431 بخصوص الإنقسام، التي أكدت أنه يتبع ذات الإجراء المذكور في الحالة السابقة.

⁴ المادة 258 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁵ المادة 234 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁶ حسب المادة 756 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري؛ فإنه: "يجوز لدائني الشركة الذين شاركوا في عملية الإندماج وكان دينهم سابقاً لنشر مشروع الإندماج، أن يقدموا معارضة ضد هذا الأخير في أجل 30 يوماً إبتداء من النشر المنصوص عليه في المادة 748". بالتالي؛ فإن المصطلح المستعمل "مشروع" يشكّل لبس، فما المقصود بهذا المشروع؟ وما هو شكله القانوني؟ هل يقصد به المشروع الأولي المُعد من طرف مجلس الإدارة والمعروض على محافظ الحسابات، أم هو المشروع النهائي الذي إتّقت بموجبه كل من الشركتان الدامجة والمندمجة حول تفاصيل العملية؟ وهل نشر مشروع العقد في الصحف المعتمدة لتلقي الإكتابات القانونية يكفي لكي يحتج به على الغير؟ أم يجب إيداعه بالمركز الوطني للسجل التجاري ونشره في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية حتى يسري على الغير؟.

⁷ المادة 761 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري: ".. وفي هذه الحالة يجوز لدائني الشركة المنفصلة أن يقوموا بالمعارضة في الانفصال حسب الشروط وتحت الأثار المنصوص عليها في الفقرة الثانية من المادة 756 وما بعدها".

⁸ المادة 315 فقرة 02 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

إلى الوزير الذي يُحيله إلى المراقب للبت في أسبابه، وإذا لم يتم تسوية الوضعية خلال ثلاثين يوماً التالية لإحالتها، عندها يحق للمُعترض اللجوء إلى المحكمة. وأكد المشرع التونسي¹ على غرار الأردني² أن أثر الإعتراض المُقام أمام القضاء لا يوقف قرار الإندماج، فلا تمنع المُعارضة من إتمامه ولا تُحدّ من آثاره؛ إلا إذا رأت المحكمة عكس ذلك، بخلاف المشرع الكويتي³ الذي إعتبر قرار المُعارضة موقف، ما لم يتنازل الدائن عن مُعارضته، أو تُرفض بموجب حكم نهائي، أو تقوم الشركة بوفاء الدين إذا كان حالاً، أو بتقديم ضمانات كافية للوفاء إذا كان آجلاً.

وكان المشرع الأردني⁴ قد بيّن الحالات التي يتم فيها اللجوء إلى الطعن في الإندماج، وحصرها في أربع نقط هي:

- إذا تبين أن هناك عيوب تُبطل عقد الإندماج، أو كان هناك نقص جوهرى واضح في تقدير حقوق المساهمين؛
- إذا كان الإندماج ينطوي على تعسف في إستعمال الحق، أو كان هدفه تحقيق مصلحة شخصية مباشرة لمجلس إدارة الشركات الداخلة في الإندماج أو لأغلبية الشركاء في أي منهما على حساب حقوق الأقلية؛
- إذا قام الإندماج على التضليل والإحتيال أو ترتّب عليه أضرار بالدائنين؛
- إذا أدى الإندماج إلى إحتكار، أو سبقه إحتكار وتبين أنه ألحق أضراراً بالمصلحة الإقتصادية العامة.

وما يهم أكثر هو الحالة الثالثة التي تقوم على إلحاق الضرر بالدائنين، ففي حال تم إحترام شروط المُعارضة، يصدر القاضي أمره بعد التأكد من وجود تهديد جديّ لحقوق الدائنين من عدمه، ويأمر إما بتسديد مبلغ القرض -الخلاص الفوري- أو إنشاء ضمانات كافية للجماعة⁵؛ وإلا لن

¹ المادة 420 فقرة 03 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

² المادة 234 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

³ المادة 258 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁴ المادة 235 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁵ تثير الصياغة التي جاءت في الفقرة 03 من نص المادة 756 من القانون التجاري الجزائري نوع من اللبس، فقد يفهم من عبارة "تسديد الديون" إمهال الشركة وقت كافي للوفاء، غير أن الغرض من الصياغة هو تعجيل الوفاء بالديون غير حالة الأجل؛ لأن الأمر بالوفاء يُعدّ بمثابة إسقاط أجل الوفاء، فالصياغة التي إستعملها المشرع الفرنسي والمغربي "الوفاء الفوري

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

يكون القرار نافذا في حقهم¹، فيمكنه مثلا أن يلزم الشركة بتقديم كفيل مليء -غير مُعسر-، أو ضمان عند أول طلب، أو حتى الأمر بتأمين مبلغ ما، أو إيداعه تحت يد الغير تحسبا لأي خطر خصوصا بالنسبة للديون التي إقتربت مواعيد سدادها²، ففي حال لم تحترم الشركة أمر القاضي لا يمكنها الإحتجاج بالعمليتين على الدائنين الذين يبقى لهم التنفيذ عليها وفق الأحكام العامة للتنفيذ، ليحافظوا بذلك على مركزهم كمساهمين مُحتملين في الشركة. أما إذا رُفضت المُعارضة لعدم وجود سبب جدي، يظل القرض السندي قائما ويُصبح أصحاب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل دائنين في مواجهة الشركة المُدمجة³ أو المُقسمة؛ لأن الشركة المُستفيدة من التقسيم تختلف عن الشركة المُنقسمة إختلاف عام فيما لها من حقوق وما عليها من إلتزامات؛ فإنه من المُقرّر أن حق الدائنين في إقتضاء ديونهم لدى الشركة المُنقسمة ينتقل بقوة القانون إلى الشركة المُستفيدة، ولا يجوز إجراء أي تعديل على الديون المُستحقة دون موافقة الدائن، وتحوّل الديون إلى الحالة التي تكون عليها وقت إجراء التقسيم⁴.

في مقابل هذا، لم يتعرّض المشرع المغربي لإجراءات المُعارضة إلا بمناسبة حديثه عن سندات القرض، وفي حالة إرجاع قيمة السندات بناء على طلب الحملة الذين يولكون مُمثلي كتلتهم لتقديم التعرّض على هذه العملية، وفق ذات الشروط التي يتقدّم بها الدائنون العاديون⁵، لتُصبح

للدیون" أدق. كما تشير إشكال آخر بخصوص إقتصارها على ذكر الحالة التي تُقدّم فيها الشركة الماصة ضمانات لدائنيها، فمن هي الشركة التي تلتزم بتقديم ضمانات لدائنيها في حال تكتلت الشركتان من أجل خلق شركة جديدة (إندماج بالمزج)، فهل تلتزم الشركة الناجمة عن هذا الإندماج بتقديم ضمانات لدائنيها السابقين وهي في طور التأسيس؟ لا إجابة عن الإشكال في التشريع الجزائري ولا الفرنسي ولا المغربي. لتفاصيل أكثر راجع ورده سالمی، حماية الغير في إطار شركة المساهمة، مرجع سابق، ص ص 261_262.

¹ المادة 756 فقرة 04 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² دليل الشركات التجارية الصادر عن وزارة العدل وحقوق الإنسان التونسية، مرجع سابق، ص 157. في حين رأى بعض الباحثين الجزائريين أن القاضي لا يملك أي سلطة كي يفرض على الشركة تقديم ضمانات معينة أو يجبرها على زيادة الضمانات المعروضة، فقط يمكنه أن يُقدّر مدى كفاية الضمانات من عدمها. ورده سالمی، حماية الغير في إطار شركة المساهمة، مرجع سابق، ص 262.

³ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص ص 220_221.

⁴ خليل فيكتور تادرس، تقسيم الشركة من الوجهة القانونية، مرجع سابق، ص 156.

⁵ عبد القادر صديقي، مرجع سابق، د ص.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

الشركة الضامنة الجديدة مدينة لهم بقيمة السندات بدل الشركة المُصدرة¹، أما بالنسبة لباقي المُقرضين الذين لم يطلبوا الإرجاع خلال مدة ثلاثة أشهر من تاريخ آخر إجراء للنشر أو من تاريخ توجيه الرسالة المضمومة، يبقوا مُحققين بصفتهم في الشركة الضامنة حسب ما يُحدده عقد الإندماج²، الأمر ذاته ينطبق على حالة الانفصال أيضاً³، وهذه الإجراءات لا يستفيد منها حملة سندات الشركة الضامنة أو المُحوّل إليها⁴، ويمكن لممثل جماعة حملة السندات التعرّض على مشروع الإندماج والانفصال خلال ثلاثين يوم، ابتداء من تاريخ إيداع المشروع في كتابة ضبط المحكمة التي يوجد بدائرتها المقر الإجتماعي للشركة، أو من نشر القرار في صحيفة الإعلانات القانونية⁵، ولا يكون للإعتراض أثر موقف لعملية الإندماج⁶. وحفاظاً على حقوق الدائنين وبعد التأكد من صحة إعتراضهم، تأمر المحكمة الشركة الضامنة إما بإرجاع الديون أو تقديم ضمانات كافية لفائدة حملة السندات وإلا فلا يُحتجّ بالإندماج عليهم⁷، كما يصوغ لهم التنفيذ على أصول الشركة ولو إنتقلت إلى الشركة الدامجة⁸.

كما وسّع المشرع الجزائري نوعاً ما من الصعاب التي من الممكن أن يقع فيها حملة السندات جزاءً بطئ الإجراءات، وأعطاهم إمكانية المطالبة بالتسديد المُعجل لديونهم إذا تضمنت ذلك إتفاقية مُبرمة بينهم وبين الشركة، ففي هذه الحالة يتوجّه الحملة بفحوى الإتفاقية إلى الشركة الجديدة المدينة بقيمة السندات قصد إقتضائها، على أن يحتفظ البقية بصفتهم كحملة سندات قابلة للتحويل⁹.

وفي حال إذا لم تُحترم موجبات الإندماج، وبالنظر إلى الصبغة العقدية لهذه العملية؛ فإن الجزء الطبيعي الذي يترتب على الإخلال بالموجبات القانونية هو البطلان، سواء لعدم إحترام

¹ المادة 236 فقرة 04 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² المادة 236 فقرة 05 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

³ المادة 237 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

⁴ المادة 238 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

⁵ المادة 239 فقرة 02، وكذا المادة 226 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

⁶ المادة 239 فقرة 03 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

⁷ المادة 239 فقرة 04 و 05 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

⁸ ورده سالم، حماية المساهم في إطار شركة المساهمة، مرجع سابق، ص 264.

⁹ المادة 756 فقرة 06 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

شكليات المداولة أو لغياب الإشهار القانوني أو لعدم مشروعية السبب المؤدي لإعادة الهيكلة الذي يدفع إلى خرق قواعد المنافسة النزيهة، كأن يُفضي الإندماج إلى إتفاق غير مشروع أو إلى تركيز أقمي أو عمودي أو إلى موضع هيمنة، فيبطل وفق مقتضيات أحكام القانون المتعلق بالمنافسة والأسعار¹، وتخضع دعوى البطلان إلى الأحكام العامة لدعاوى البطلان عموماً؛ عدا ما ورد به نص خاص في قانون الشركات، وعادة ما تمنح المحكمة في النوع الأول من البطلان أجل للتصحيح؛ لأن أثره نسبي ويهم أشخاص مُحددين²، على ألا يمتد أثر البطلان إلى العقود والمعاملات التي أبرمتها الشركة والمُتولدة عن الإندماج خلال فترة وجودها³، وتبقى الشركة ومُسيروها مسؤولين بالتضامن بينهم في أداء ما ينجم عنها من ديون والتزامات، كما يتحمل المسирون الذين تسببوا في بطلان الإلتزام بتعويض كل من لحقه ضرر جزاء البطلان⁴.

وباعتبار أن بطلان الإندماج يمكن أن ينجم عنه خلل يمسّ بالنظام العام الإقتصادي، فقد خوّل الفصل 425 من مجلة الشركات التونسية حق طلب التصريح به لكل شخص طبيعي أو معنوي له مصلحة في ذلك، وكذا من الجهات المعنية بشؤون الشركات التجارية، مع مراعاة ميعاد تقادم الدعوى المُحدّد بثلاث سنوات من تاريخ ترسيم الشركة الجديدة بالسجل التجاري، أو بداية من إتمام أعمال الإشهار وفقاً للفصل 16 من ذات المجلة.

ثانياً: حالة الحل المُسبق للشركة المصدرة

حل الشركة⁵ معناه أن الرابطة القانونية التي كانت تجمع الشركاء انحلت، والبناء الذي شيّده الجميع ينهار، كما أن الشخصية المعنوية للشركة بدأت تضعف لحد أن تختفي تماماً، الأمر الذي

¹ الفصل 426 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

² دليل الشركات التجارية الصادر عن وزارة العدل وحقوق الانسان التونسية، مرجع سابق، ص 159.

³ كما تجدر الإشارة إلى أن تاريخ التحقيق النهائي لعملية الإندماج هو تاريخ قيد الشركة بالسجل التجاري إذا تم الإندماج بطريق المزج. أما إذا كان الإندماج بطريق الضم، فيكون تاريخ تحقيق الإندماج هو تاريخ قبول تقدير الحصص العينية وزيادة رأس المال من طرف الجمعية العامة غير العادية للشركة الدامجة وتعديل العقد الأساسي لها. نجاة دهيمي، مرجع سابق، ص 71.

⁴ الفصل 427 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁵ يمكن للشركة أن تتوقّف عن نشاطها دون اللجوء إلى الحل، وهو ما يطلق عليه "شركة في حالة سبات" société en sommeil.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

يتوَدَّ عنه إعتبار أن ذمتها المالية لم يبق لها صاحب فتشاع، ما يقتضي تصفيته لسد حقوق دائنيها وإقتسام الصافي بين الشركاء¹، ويُجيز القانون التجاري الجزائري على غرار باقي التشريعات² تطبيق الأحكام العامة لإنحلال عقد الشركة على شركة المساهمة بإعتبارها نموذجاً من عقود الشركات، على أن التطبيق يتم بما لا يتعارض مع خصوصيتها³.

بإعتبار حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم دائنين للشركة المصدرة بقيمة سنداتهم وما يزيد عنها من فوائد مستحقة وغير مدفوعة؛ فإن من شأن حقوقهم أن تتأثر نتيجة تحوّل الشركة مدينهم إلى قالب قانوني آخر؛ حيث تتوقف عن دفع الفوائد المقررة لهم دون سابق إنذار، كما أنه بعد تحويلها تدخل في مرحلة التصفية، لتبقى شخصيتها القانونية قائمة لأغراض

¹ _ Yves Guyon, op.cit., n° 209, p.209.

² _عالجها المشرع الجزائري في القانون المدني كالتالي: إنقضاءها بإنهاء ميعادها أو بتحقيق غايتها (المادة 437)، أو بهلاك جميع مالها أو بجزء كبير منه (المادة 438)، أو بحكم قضائي بناء على سبب مشروع (المادة 441)، يضاف إليها الأسباب الخاصة التي نظمها المشرع في القانون التجاري، كحالة حلها بناء على قرار من الشركاء في جمعيتهم العامة غير العادية (المادة 715 مكرر 18)، أو إنخفاض أصلها الصافي عن الربع (المادة 715 مكرر 20)، أو إنخفاض رأسمالها عن الحد الأدنى القانوني دون تصحيحه داخل أجل سنة واحدة (المادة 594)، أو إنخفاض عدد الشركاء عن الحد الأدنى القانوني كذلك (المادة 715 مكرر 19 والمادة 592 فقرة 02). وعليه؛ إذا تحقّق سبب أو أكثر من هذه الأسباب، يتم إتخاذ قرار الحل المسبق الذي يتبعه القيام بتصفيته بقوة القانون -ما عدا الإندماج والإفصا؛ إذ تتحل الشركة دون القيام بتصفيته- وقد عالج المشرع أحكامه من المواد (765 إلى 777)، مروراً بقسمتها موجوداتها بين الشركاء بعد إستيفاء دائني الشركة كامل حقوقهم.

أما عن الأسباب الخاصة في قانون شركات المساهمة المغربي، راجع المواد (من 357 إلى 360)، وبخصوص الأسباب العامة راجع المواد (من 1051 إلى 1054) من القانون الإلتزامات المغربي، يقابلها المواد (من 526 إلى 530) من القانون المدني المصري، كما يقابلها المادة (601) من القانون المدني الأردني، والفصول (من 1318 إلى 1030) من الأمر المؤرخ في 15 ديسمبر 1906، الرائد الرسمي ملحق ع 100، الصادر بتاريخ 15 ديسمبر 1906 المنقح، يتضمن مجلة الإلتزامات والعقود التونسية، الصادرة بموجب الأمر المؤرخ في 15 ديسمبر 1906، منشور بالرائد الرسمي ملحق ع 100. متوفر على الرابط: <https://wrcati.cawtar.org/preview.php?type=law&ID=268> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/17 على الساعة 12:22. والمواد (من 475 إلى 479) من المرسوم بقانون رقم 19 لسنة 2001، المتعلق بالقانون المدني البحريني. متوفر على الرابط: <https://www.bahrain.bh/wps/wcm/connect/ac0588de-d621-4033-9a47-28b4f74b043e/civilLawAR.pdf?MOD=AJPERES> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/17 على الساعة 16:16.

³ _Yves Guyon, op.cit., n°466, p.480.

التصفية فقط¹، فللشركة أملاك تعرضها للبيع ولها دائنون ينتظرون الدفع، كما لها ديون في علاقات تعاقدية أخرى تسترجعها، مما يقتضي ضرورة بقاء شخصيتها المعنوية لتسوية هذه الوضعيات المختلفة²؛ لكن حملة السندات القابلة للتحويل ليسوا بدائنين عاديين يسهل على الشركة تسديد حقوقهم؛ إنما مركزهم قريب من مركز المساهمين، مما يعني أن ممارسة حقوقهم خلال هذه المرحلة يتعارض مع الضوابط الموضوعية التي تحكم إجراءات التصفية، وطلب التسديد المُعجل لقيمة القرض في حالة الحل المسبق يتبعه سقوط حُر خيار التحويل؛ لأنه ليس من مُقتضيات التصفية، فلا يتمكنون من المشاركة في فائض التصفية؛ لأنهم إكتفوا جبرا بمركزهم كمساهمين إحتمايين فقط ولم يمارسوا خيار التحويل، مما يُسبب لهم ضررا يستوجب إلحاقه برفع دعوى تعويض من طرف مُمثل الجماعة، خاصة إذا تزامن الحل المُسبق للشركة المُصدرة مع إنتعاش سوق الأسهم³. ولم تُعالج النصوص القانونية هذه المسألة، مما يعني إمكانية تطبيق الحكم العام بشأن الصلاحية الممنوحة لجماعة حملة السندات التي تقبل التطبيق على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم لاسيما فيما يخص طلب التسديد المُسبق، ما لم تقترحه الشركة من تلقاء نفسها مباشرة⁴.

ثالثا: تحوّل الشركة المصدرة

يقصد بتحوّل أو تحويل الشركة: "تغيير شكلها القانوني إلى شكل آخر، مع الحفاظ على شخصيتها القانونية دون إنقضائها"⁵، مما ينجم عنه تعديل قانونها الأساسي¹. وعليه، فإن عملية التحوّل تمرّ بعدة مراحل كالتالي²:

¹ المادة 362 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، يقابلها المادة 326 فقرة 01 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

² Yves Guyon, op. cit., n°212, pp.211_212.

³ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 229.

⁴ المادة 715 مكرر 104 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ ولو أن المشرع الجزائري لم يصرح بذلك في القانون التجاري عكس المشرع الفرنسي، غير أنه على الصعيد الجبائي؛ فإن نص المادة 196 فقرة 05 من قانون الضريبة المباشرة والرسوم المماثلة أكد على أن تحويل شركة المساهمة إلى أحد شركات الأشخاص يؤدي إلى توقّف نشاطها، مما يعني أنها تفقد شخصيتها المعنوية لتنشأ شركة جديدة؛ لأن تحويل شكل الشركة في القانون الجبائي يؤدي إلى تغيير النظام الضريبي الذي تخضع له الشركات التجارية؛ حيث أن كل نوع منها له

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها

- إتخاذ قرار التحويل؛
- فحص الشروط التي تُرخص التحويل بناء على القانون الأساسي أو التشريع؛
- إختيار نوع الشركة الجديدة؛
- تبني قانون أساسي جديد؛
- المثول الوجوبي أمام الموثق والقيام بالإشهار المفروض.

بعد إستقراء الشروط الخاصة بالعملية التي جاءت بها النصوص القانونية، يلاحظ أن المشرع المغربي³ قد إشتراط أن يكون قد مرّ على إنشاء الشركة مدة لا تقلّ عن سنة، أعدت خلالها قوائم تركيبية للسنة المالية ووافق عليها المساهمون. في حين لم يُبيّن المشرع السعودي ذلك، أما المشرع الجزائري⁴ والبحريني⁵ والتونسي⁶ والأردني⁷ والكويتي⁸ تباعاً، أكدوا على أن تتخذ شركة المساهمة مُصدرة سندات الاستحقاق خيار التحويل إذا كان قد مرّ على إنشائها سنتان على الأقلّ أعدت خلالهما ميزانية السنتين الماليّتين الأولىّتين وأثبتت موافقة المساهمين عليها. ولأن تحويل شركة المساهمة يترتّب عليه تعديل قانونها الأساسي؛ فإنه من الضروري أن يُتخذ هذا القرار بناء على تقرير مندوب الحسابات الذي يشهد أن الأصول تساوي على الأقلّ رأسمال الشركة⁹. وزيادة على هذه الشروط التي أحاطتها التشريعات بالعملية، فقد نص المشرع الجزائري على ضرورة موافقة

نظام جبائي خاص. لتفاصيل أكثر راجع الأمر رقم 101/76، المؤرخ في 09 ديسمبر 1976، المتضمن قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، ج ر ع 22، ديسمبر 1976، ص1432. وبخصوص موقف المشرع الفرنسي، راجع:

_Art. L. 210-6 c.com.fr

¹_Claude Penhoat, droit des sociétés (études des cas et corrigés) épreuve n° 01 du DECF, groupe revue fiduciaire, Paris, 2002, p.40.

²_Tayeb Belloula, op.cit., p.71.

³_المادة 216 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴_المادة 715 مكرر 15 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵_المادة 305 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁶_الفصل 433 فقرة 02 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁷_المادة 216 فقرة أ من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁸_المادة 250 فقرة 01 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁹_المادة 715 مكرر 16 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

جمعيات أصحاب السندات على مشروع التحويل¹، وهو ذات ما ذهب إليه المشرع البحريني² والمغربي³ والكويتي⁴، هذا الأخير إشتراط موافقة أغلبية 3/2 من حملة السندات، وإذا تعذر إنعقاد الجماعة أو تم إنعقادها وفق الأشكال القانونية ولم تحترم الشركة مُعارضتهم، يمكنهم رفع الأمر للمحكمة خلال ثلاثين يوم من تاريخ نشر التحويل، ولا يترتب على الدعوى وقف إجراء التحويل، وتقضي المحكمة برفض الاعتراض أو إلزام الشركة المُتحوّلة بتسديد قيمة السندات وفق شروط الإصدار، أو إلزام الشركة المُصدرة بضرورة تقديم ضمانات كافية. بدوره، قانون الشركات الأردني⁵ رأى أن يتم طلب الموافقة الخطية على قرار التحويل من الدائنين الذين يملكون 3/2 من قيمة ديون الشركة، كما بيّن الحالات التي يتم فيها تحويل أي نوع من الشركات سواء شركة مساهمة خاصة أو توصية بالأسهم وحتى مسؤولية محدودة إلى مساهمة عامة أو خاصة، وحسنا فعل حتى لا يدع أدنى شك بخصوص الإجراءات المُتّبعة⁶، وما يلاحظ على هذه الإجراءات أنه ربطها بموافقة الوزارة الوصية على التحويل، داخل أجل ثلاثين يوم من تاريخ تقديم الطلب الذي يُثبت فيه الموافقة الخطية من الدائنين عليه. وبعد موافقته على التحويل، يُنشر القرار في صحيفتين يوميتين على الأقل لمرتين مُتتاليتين على نفقة الشركة، ويُثبت لكل من له مصلحة حق الاعتراض خلال ثلاثين يوم لدى الوزارة الوصية مُدعم بأسباب مُبرّرة، وإذا لم تتم تسوية الوضعية خلال نفس المُدة اللاحقة للاعتراض، يتم الطعن في القرار لدى المحكمة العليا خلال ثلاثين يوم الموالية⁷، رغم أنه خصّ بالذكر أصحاب السندات دون بيان نوعها، مما يعني أن النص قابل للتطبيق على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم.

ولأن التحويل قوامه التغيير في الشكل القانوني للشركة المُصدرة إلى شكل شركة ذات تنظيم قانوني مُغاير بالتزامن مع عدم تسوية وضعية الديون التي نشأت في ظل شكلها القانوني السابق،

¹ المادة 715 مكرر 16 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 309 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

³ المادة 219 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ المادة 254 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁵ المادة 216 فقرة ج من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁶ المادة 217 و218 من قانون الشركات الأردني، مرجع نفسه.

⁷ المادة 219 من قانون الشركات الأردني، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

ما من شأنه أن يُسبب ضرر للدائنين من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم الذين تكون حقوقهم على المحك.

إن القراءة المُتمعّنة في النصوص السابقة الذكر، تدفع إلى التساؤل حول مصير قرار تحويل السندات إلى أسهم في مواجهة الشركة المصدرة؟ وكيف يمكن لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم أن يحموا حقوقهم في ظل هذا التغيير الذي طرأ عليها، لاسيما من حيث إستمرارهم في تلقّي الفائدة المُتّفق عليها من عدمه وكذا ممارستهم لحق التحويل؟ أمام سكوت المشرع الجزائري عن تنظيم المسألة بنص خاص، وعدم فرضه إعطاء أسباب وجيهة للتحويل التي غالبا ما تكون إقتصادية، الأمر الذي يُعتبر نوع من التجاهل لحقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، بإعتبارهم مُجرّد مُعاملين عابرين لا سُلطة لهم داخل الشركة، فلا يبقى سوى التخمين مثلما وقع بشأن إدماج الشركة المُصدرة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل في إحدى شركات الحصص، يصدق ذات القول أيضا في حال ما تحوّلت الشركة المُصدرة إلى شركة ذات تنظيم مُغاير كليا، فلا يسري عليها الأحكام المُتعلقة بإصدار السندات ولا مجال لتحويل السندات إلى أسهم؛ لأنها من الممكن أن تكون شركة حصص وليس أسهم.

دائما وأمام سكوت التشريعات عن التوضيح، لا بد من التفريق بين إحتمالية المُصادقة أو رفض المُصادقة؛ فإذا وافق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل جماعة على قرار تحويل شركة المساهمة مُصدرة السندات إلى نظام قانوني آخر؛ فإن القرار سيسري عليهم دون شك، غير أن الأمر ليس بهذه البساطة؛ إذ تقود هذه الموافقة للبحث في شكل الشركة المُحوّل إليها، وذات الإشكال المطروح في الإندماج يُعاد تكراره، فإذا حوّلت الشركة المُصدرة إلى إحدى شركات الأسهم لا مُفارقة كبيرة تحصل؛ لأن الأخيرة رخص لها القانون بإصدار هذا النوع من الأوراق المالية، حينها يُحافظ حملة السندات على ذات المراكز القانونية التي كانوا عليها سابقا، يتقاضون فوائدهم بذات الأشكال، ويبقى حقهم في ممارسة خيار التحويل قائما ولا يسقط.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

أما إذا حُوّلت الشركة المصدرة إلى شركات أشخاص¹ أو إلى شركة مختلطة²، فلا تسمح الأنظمة لهذا النوع من المنشآت أن تُصدر أسهم وسندات، وإن كان تقاضي الفائدة لا يُشكّل مشكل عويص؛ إذ يمكن للشركة القديمة دفع قيمتها، غير أنه لا يُتصوّر تجزئة الإلتزام من طرف واحد، فممارسة التحويل داخل هذه الأشكال القانونية الجديدة غير وارد؛ لذا يبقى حملة السندات مُخيرين بين التنازل عن حق التحويل إذا أرادوا الإستمرار فيها، لتحوّل هذه السندات من سندات هجينة مُركبة إلى سندات مساهمة عادية، أو ممارسة التحويل قبل أن تُقدّم الشركة على التحوّل إلى شركة أخرى إذا أرادوا المُواصلة داخلها، وإن كان إجبارهم على التحويل المُسبق من شأنه أن يُكبّدهم خسائر أو الأصح لا يرقى إلى مستوى تطلعاتهم، خصوصا إذا صادف حالة تدهور السوق؛ لذا فإن مُطالبتهم القضائية بجبر الضرر تبقى ممكنة جدا في هذه الحالة أيضا، دائما في إنتظار الحلول التشريعية الفعّالة.

أما إذا تم رفض مشروع التحويل، فما على الشركة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل والراغبة في تغيير قالبها القانوني سوى سلوك أحد الإتجاهين؛ إما التراجع عن قرار التحويل ومُسايرة جماعة الحملة في قرارهم، حينها يكون مشروع التحويل كأن لم يكن، أو تُواصل السير في التحويل دون الإكتراث للرفض الصادر من الجماعة الذي سوف يؤثر على أهم ميزة لسند الاستحقاق وهي القابلية للتحويل التي سوف تسقط في هذه الحالة، لتبرز ذروة تناقض المصالح بين حملة السندات القابلة للتحويل والشركة، هذه الأخيرة التي من الضروري أن تُحافظ على شكلها حفاظا على حقوق دائئيتها، ما لم تستدعي الضرورة القصوى تحويلها تفاديا لشبح الإفلاس، فإعمال عقد الشركة خير من إهماله؛ ولأن التحويل يتم بناء على قرار مندوب الحساب، فمن شأن هذا القرار التقليل من إمكانية تحايل الشركة على دائئيتها؛ لأن دور مندوب الحسابات هو الحفاظ على الصالح العام داخل الشركة مثلما سبق بيانه في هذه الدراسة. وعلى أي حال، فالتعويض يبقى

¹ لعل هذا هو السبب الذي جعل المشرع يؤكد بالإستدلال على نص المادة 715 مكرر 17 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري على ضرورة الموافقة الجماعية على التحوّل إلى هذا النوع من الشركات، وما يترتب عنه من تغيير في طبيعة مسؤوليتهم من محدودة إلى تضامنية غير محدودة.

² حسب الفقرة 03 من نص المادة 715 من القانون التجاري الجزائري؛ فإن التحويل إلى شركة ذات مسؤولية محدودة يتم وفقا للشروط المُقرّرة لتعديل القانون الأساسي الخاص بهذا النوع من الشركات، أي من الشركاء الذين يمثلون ثلاثة أرباع رأسمال الشركة، ما لم يقضي عقد التأسيس خلاف ذلك. المادة 586 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

مكفول لجماعة حملة السندات الذين يمكنهم طرق باب القضاء مُجددا للمُطالبة بتعويض عادل دائما عن طريق وكيلهم، يُراعى فيه فرصتهم الضائعة في التحوّل لمساهمين وما ينتج عنه من آثار.

وعلى سبيل المقارنة، إشتراط المشرع البحريني¹ شرط أكثر صرامة، فقبل أن تتحوّل شركة المساهمة مُصدرة السندات إلى شكل آخر، عليها القيام بتسديد قيمة سنداتنا قبل موافقة وزارة التجارة والصناعة على تحوّلها، وما لوحظ أن النص جاء مُلزما ولم يُتَح خيار آخر للشركة. ويبدو أن المشرع التونسي² قد حسم الجدل بإشتراطه على الشركة خفية الإسم (المساهمة) أن تُغيّر شكلها لتصبح مقارضة بأسهم (توصية بالأسهم) أو شركة ذات مسؤولية محدودة لا غير، مما يمكن معه تجنّب العديد من التساؤلات السابقة، كما عاد وأكد أنه لا يؤثر تغيير شكل الشركة على مسؤولية الشركاء الذين يبقوا مُلزمين بديونها بذات الصفة التي كانت قبل تغيير شكلها³.

وأكد المشرع الكويتي⁴ على سقوط حق الدائن إذا لم يعترض على قرار التحويل خلال ثلاثين يوم من تاريخ نشر القرار في الجريدة الرسمية، ويترتب على إعتراضه إستمرار إلتزام الشركاء المتضامين في مواجهته لغاية الفصل في إعتراضه. أما المشرع الفرنسي فلم يختلف عن نظيره الجزائري، وأوجب على الشركة إستشارتهم مع ضرورة مُصادقتهم على مشروع التحويل⁵؛ فإذا رفضوا المُصادقة يتم التسديد جماعة في هذه الحالة⁶ خلال ثلاثة أشهر التي تلي اليوم الذي نُشر فيه قرار الرفض⁷. وعن مقدار ما يتحصّل عليه حامل السند، أكد المشرع البحريني¹ على أن يكون

¹ المادة 311 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

² الفصل 433 فقرة 02 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

³ الفصل 437 من مجلة الشركات التونسية، مرجع نفسه.

⁴ المادة 252 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁵ Art. L. 237-2 loi n°66-537 : « la transformation est soumise, le cas échéant, à l'approbation des assemblées d'obligataires et de l'assemblée des porteurs de parts bénéficiaires ou de parts parts de fondateur. La décision de transformation est soumise à publicité, dont les modalités sont fixées par décret ».

⁶ Art. 321 loi n° 66-537 : « A défaut d'approbation par l'assemblée générale extraordinaire, des propositions visées aux 1, 3 et 4 de l'article 313, la société débitrice peut passer outre, en offrant de rembourser les obligations dans le délai fixé par décret. La décision du conseil d'administration, du directoire ou des gérants de passer outre est publiée dans les conditions fixées par décret, qui détermine également le délai pendant lequel le remboursement doit être demandé ».

⁷ Art. L. 228-72 C.com.fr

لكل شريك في حالة التحوّل عدد من الحصص أو الأسهم في الشركة التي تم التحوّل إليها يُعادل قيمة الحصص أو الأسهم التي كانت له قبل التحوّل؛ وإلاّ وجب تكملتها نقداً.

أمام هذه التقلبات في الأفكار التي تُشكّل ضياع للمكاتب في السندات القابلة للتحويل؛ حيث يجد نفسه أمام إلزامية قبول قرارات تتناقض مع تطلعاته دون سابق إنذار، فمن الممكن جداً أن يكون رفض مشروع التحويل هو قراره النهائي؛ لأن مشروع الشركة الجديد لا يرقى لطموحه المالي، أو بالأحرى لا يرقى لتطلعات أغلبية حملة السندات، فما على الدائن في هذه الحالة سوى طلب التخرج من الشركة.²

رابعاً: التسوية القضائية وإفلاس الشركة المصدرة

من مظاهر حماية الدائنين وحماية الشركة في حد ذاتها ثم المصالح الإقتصادية والإجتماعية المرتبطة بها، هو إقرار نظام التسوية القضائية عن طريق تصحيح وترشيد أوضاع الشركة المالية ومنع التنفيذ على أموالها³، كونها حسنة النية سيئة الحظ⁴؛ إذ تندرج هذه التسوية ضمن محاولة تأمين استمرار إستغلال المقاول، الذي من شأنه أن يُفضي إلى نتائج مُرضية لدائنيها الذين يبحثون عن الوفاء السريع والكامل بكل الطرق⁵، ولو إقتضى الأمر إستبدال الطاقم المُشرف على تسييرها⁶ أو وقف بعض فروع نشاطها⁷، فلا يُمكن تغليس الشركة مباشرة دون المرور بإجراءات

¹ المادة 110 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

² المادة 187 فقرة 02 من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

³ نسرين شريقي، الإفلاس والتسوية القضائية، ط01، دار بلقيس، الجزائر، 2013، ص14.

⁴ Le règlement judiciaire est applicable au commerçant honnête mais mal-chanceux. **J.vatin**, droit commercial (lycées techniques classe de 1^{er} économique), Foucher, Paris, 1965, p.163.

⁵ **Yves Guyon**, Droit des affaires, tom 2, Entreprises en difficultés - Redressement judiciaire - Failite, 4^{ème} édition, Economica, Paris, 1993, n°1005, p.11.

⁶ تثار في هذه النقطة مسألة إمتداد الإفلاس إلى مسيري الشركة، فالقاعدة أن حكم الإفلاس يسري على شركة المساهمة مصدرة السندات فقط؛ لأن مسيرها لا يكسبون صفة التاجر ولا يلتزمون شخصياً بديونها، غير أن الإستثناء هو إمتداد آثاره إلى مسيرها سواء كان قانوني أو واقعي؛ ظاهري أو باطني؛ مأجوراً كان أم لا؛ إذا ما باشر تصرفات في أموال الشركة وكأنها أمواله الخاصة، أو إذا باشر تعسفاً لمصلحته بإستغلال خاسر لا يمكن أن يؤدي إلا لتوقّف الشركة عن الدفع. المادة 224 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁷ **أحمد الفروجي**، صعوبات المقاول والمساخر القضائية الكفيلة بمعالجتها (دراسة تحليلية نقدية لنظام صعوبات المقاول المغربي في ضوء القانون المقارن والإجتهد القضائي)، ط01، سلسلة الدراسات القانونية، الرباط، 2000، ص11.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

التسوية القضائية كمبدأ عام؛ حيث يتم الصلح بينها وبين جماعة الدائنين بعد الموافقة عليه حسب الأغلبية المُتطلّبة قانوناً¹، تحت إشراف ومراقبة القضاء، على أن يتم الإتفاق بين جماعة حملة السندات القابلة للتحويل مُمثّلين في وكيلهم والشركة المدينة لهم بالإتفاق على مضمون الصلح عن طريق تظمينه ما يشاءون من شروط²، دون المساس بطبيعة الديون أو الإخلال بمبدأ المساواة بينهم، ومثال ذلك، الإتفاق على تقسيط دفع الديون أو/و منح آجال وفاء جديدة للشركة³، ومتى تم الإتفاق النهائي، لا يمكنهم مطالبة الشركة بالوفاء قبل حلول المواعيد المُقرّرة، كما يمكنهم الإتفاق مع الشركة على التخفيض من نسبة الديون بالتساوي بينهم بدل منح آجال جديدة، ولا مجال للتججّج بالتخفيض للتفرقة بين أنواع السندات⁴، كما يمكنهم التوصل إلى إتفاق بشأن الوفاء عند يُسر الشركة بعد أن تتحسنّ أمورها المادية وتكون حينها ذمتها المالية قادرة على الوفاء بالحد الأقصى لإلتزاماتها في مواجهتهم⁵، على أن يتم التصويت على الصلح من ممثل الجماعة والشركة، تحت رئاسة القاضي المُنتدب بالموافقة المزدوجة، العديدة والديون⁶.

ففي الحالة التي يفشل فيها الصلح لأسباب مختلفة كالتدليس أو إخفاء الأموال أو المُبالغة في تضخيم الديون وإن إكتشفت بعد التصديق على الصلح⁷ أو الفسخ⁸؛ فإنه يُتبع مباشرة بنظام الإفلاس⁹، بإعتباره آلية يستطيع من خلالها الدائن إستيفاء دينه عن طريق التنفيذ على أموال

¹ المادة 318 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² Dans le concordat simple, les créanciers accordent au débiteur : soit une remise partielle de dettes ; soit des délais de une paiement (atermoirement) ; soit à la fois une remise partielle de dettes et des délais de paiement. Dans le concordat par abandon d'actif : le débiteur fait abandon de tout ou partie de ses biens en échange de sa libération totale. L'administrateur liquide les biens abandonnés à la masse et en partage le produit entre les créanciers. Le concordat par abandon d'actif est une solution intermédiaire entre le concordat simple et l'union ». **J.vatin**, op.cit., p.185.

³ **Yves Guyon**, entreprises en difficultés - redressement judiciaire - failite ,op.cit., n°1084, p.95.

⁴ المادة 334 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ المادة 334 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁶ المادة 318 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁷ المادة 341 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁸ المادة 340 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁹ يرتبط نظام الإفلاس بنظام التسوية القضائية، فيقال التسوية القضائية والإفلاس، ونظام إنقاذ المدين من الإفلاس هو نظام جديد نوعا ما، أحدث تغييرا جوهريا في مبادئ وأسس الإفلاس؛ لذا دأبت العديد من القوانين للأخذ بهذا النظام للتخفيف من شبح الإفلاس كالمشرع الأمريكي الذي تبناه بموجب قانون الإفلاس لسنة 1978 ضمن الفصل الحادي عشر تحت عنوان إعادة الهيكلة Reorganisation، والقانون الفرنسي بموجب القانون رقم 845 لسنة 2005 المسمى بقانون إنقاذ

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

مدينه. فالهدف الأساسي لنظام الإفلاس هو حماية الأنشطة التجارية¹، كما أن مفهومه القانوني مُتلازم مع نظام الائتمان بشكل كبير مما يُشكّل حجر الزاوية في بناء إقتصاد فعّال²، كونه يرمي إلى تصفية أموال المدين تصفية جماعية وتقسيمها بين الدائنين قسمة غرماء مادامت مراكزهم القانونية متساوية³، مما ينتج عنه إقصاء التاجر من الساحة التجارية.

بما أن القانون ينظر إلى حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل نظرة جماعية نتيجة وحدة قرضهم الذي يجعلهم في نفس المركز بالنسبة للإصدار الواحد؛ فإذا تعددت الإصدارات يتم النظر إلى إذا كانت مُتضمنة تأمينات أم لا، عندها يُعاملون على أساس طبيعة دينهم إن كان ممتاز أم عادي. وبغض النظر عن تعدد الإصدارات؛ فإن أنظمة الإفلاس تهدف إلى حفظ حقوق الدائنين من حملة هذا النوع من السندات وغيرهم من أصحاب المصالح، تعزيزاً للثقة في المعاملات التجارية والمالية، مما يُشجّع أنشطة الإقراض والتمويل التي تُسهم بدورها في تنشيط الإقتصاد بجلب القيمة المُضافة له⁴.

يشترط في إفلاس شركة المساهمة، صدور حكم في حقها بإعتبارها مدين تاجر مُتوقّف عن دفع ما عليه من ديون تجاه دائنيه من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل سواء الفوائد المُقرّرة

المشاريع المتعثرة La loi de sauvegarde des entreprises، بالإضافة إلى القانون التونسي تضمنه في قانون إنقاذ المؤسسات التي تمر بصعوبات إقتصادية رقم 34 لسنة 1995 المعدل سنة 1999 و2003، وغيرها من الأنظمة التي تبنته كقانون الأونسيتال النموذجي بشأن الإعسار عبر الحدود، بإعتباره الملاذ الوحيد للحفاظ على المشاريع وإبقائها في حالة إزدهار، وإنقاذها من الصعوبات والتعثرات التي تعثرها، من خلال الوقوف على أسباب تعثرها ومعالجة هذه الأسباب عن طريق إتخاذ التدابير الفنية والقانونية المتناسبة وخطورة ما تواجهه تلك المقاولات من صعوبات لمواصلتها نشاطها والمحافظة على الوفاء بديونها". آزاد شكور صالح-ريبر حسين يوسف، نظام إنقاذ التاجر من الإفلاس (تعريفه ومقارنته بنظام الصلح الوافي من الإفلاس) -دراسة مقارنة-، مجلة معالم للدراسات القانونية والسياسية، ع05، ديسمبر 2018، ص05. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/73165> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 الساعة 17:54.

¹ _ J.vatin, op.cit., p.165.

² _ آزاد شكور صالح-ريبر حسين يوسف، مرجع سابق، ص01.

³ غير أن هذه المساواة ليست مطلقة، كوّن المشرع ميّز بين الدائنين الممتازين والعاديين، فأعطى للدائنين الممتازين الحق في التنفيذ على أموال مدينهم التي يقع عليها إمتيازهم، في حين يُقسّم ما تبقى بين الدائنين العاديين قسمة غرماء.

⁴ _يناس خلف الخالدي، مشروع نظام الإفلاس السعودي بين القبول والرفض -دراسة نقدية-، مجلة العلوم القانونية والسياسية، مج08، ع02، جوان 2017، ص11. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/46670> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 الساعة 18:55.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

لهم أو قيمة سنداتهم¹، ويشهر إفلاسها مادام توقفت عن الدفع أي عجزت عن سداد ديونها في مواعيد إستحقاقها دون النظر إلى كونها مُعسرة أو مُيسرة؛ لأن التاجر قد يكون مُعسرا ولا يُشهر إفلاسه²؛ لأنه يستطيع تدبير أموره عن طريق الإقتراض أو بيع جزء من أصوله لسداد دينه، وعلى نقيضه، قد يكون مُيسرا ويشهر إفلاسه؛ لأنه لا يملك السيولة الكافية لدفع مديونيته عند حلول آجالها³، غير أن المشرع التونسي والمغربي إشتراطا إضافة إلى التوقف عن الدفع أن تكون الشركة في وضعية صعبة وميؤوس منها، وتتجسد الصعوبة في عدم دفع المقابلة ما عليها من ديون ووجودها في مرحلة وسط بين تعرضها لصعوبات أخف تتمثل في وجود وقائع من شأنها الإخلال بإستمرارية إستغلالها، وبين تعرضها لصعوبات أقوى تتمثل في إختلال وضعيتها بشكل لا رجعة فيه *situation irrémédiablement compromise*، مما يجعلها غير قابلة للإصلاح بالمرّة. منه، فالصعوبات المُتمثلة في عدم الدفع تُعتبر نتاجا لتفاقم الوضع بالنسبة للمقابلة التي لم تخضع للوقاية الداخلية أو الخارجية ضد الوقائع التي أخلت بإستمرارية إستغلالها⁴، وأدت إلى صدور حكم شهر إفلاسها⁵، بالكيفيات المُحددة قانونا⁶، وينتج عن هذا الحكم وضع الشركة في مركز جديد⁷؛ حيث تُغَل يدها عن إدارة أموالها والتصرف فيها سواء الحاضرة أو المستقبلية⁸، وأي تصرف

¹ المادة 215 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² Il ne faut pas confondre cessation des paiement et insolvabilité : une personne est insolvable lorsque son passif est supérieur à son actif. Une personne solvable peut cesser ses paiements faute de disponibilités. **R. vergnaud**, *precis de droit commercial*, édition conforme aux nouveaux programmes, paris, p.172.

³ المحكمة التجارية (طنجة)، ملف ع 14/19/03، الصادر بتاريخ: 2005/02/29. متوفر على الرابط:

<http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/01 على الساعة

16:03.

⁴ **أحمد الفروجي**، مرجع سابق، ص 117.

⁵ المادة 225 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶ المادة 228 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁷ **J.vatin**, *op.cit.*, p.164.

⁸ المادة 244 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها الفصل 486 من القانون ع 129 لسنة 1959، المؤرخ في 02 ربيع

الثاني 1379 الموافق لـ 05 أكتوبر 1959، يتعلق بإدراج القانون التجاري التونسي، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية ع

56 الصادر في 03 و 06 و 10 و 13 نوفمبر 1959، معدل بالقانون ع 36 لسنة 2016، المؤرخ في 29 أفريل 2016

والقانون ع 71 لسنة 2016، المؤرخ في 30 سبتمبر 2016. متوفر على الرابط:

<http://www.legislation.tn/recherche/codes-en-vigueur> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/18 على الساعة 21:00.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

مخالف منها بعد الغل يُعتبر كأن لم يكن¹، ويتولى الوكيل المتصرف القضائي أو السنديك syndic مثلما إصطلح عليه المشرع المغربي ممارسة حقوق الشركة وإقامة الدعاوى بشأن ذمتها المالية طيلة فترة التصفية القضائية²، فتتعدم أهليتها للتداعي بمجرد النطق بحكم التصفية³، كما تأمر المحكمة عند الإقتضاء بإتخاذ كافة التدابير التحفظية للمحافظة على حقوقهم حتى يردّ اعتبارها، ما لم توجد أحكام مخالفة⁴.

من آثار إشهار إفلاس الشركة المدينة التي تُصَب مباشرة في مصلحة دائئيتها، هو سقوط آجال ديونها لزوال الثقة عنها، بإعتبار أن أساس منح الأجل للوفاء يقوم على الثقة والإئتمان⁵، وخوفا من قيامها بتصرفات من شأنها الإضرار بهم كالإخلال بمبدأ المساواة بينهم، وكذا حماية للدائنين أنفسهم من بعضهم البعض ضد التزامهم في التنفيذ⁶، لاسيما في الدعاوى الفردية⁷، وإن كان هذا غير وارد؛ لأن مباشرة الدعاوى يتم من مُمثل جماعة حملة السندات، مما يعود بالصالح العام على الجماعة ككل وليس على رافع الدعوى لوحده⁸، على أن تكون كل تصرفات الشركة المفلسة غير نافذة في مواجهتهم بعد صدور حكم شهر الإفلاس، كما أنه بمُجرد صدور الحكم

¹ _cour de cassation-chambre civile, section commerciale 10 octobre 1956. Voir **R.vergnaud**, op.cit., p.195.

² بمجرد صدور حكم شهر إفلاس الشركة المدين، يتكثّل دائئونها داخل هيئة تسمى بجماعة الدائنين créanciers التي تنشأ بقوة القانون ويمثلها الوكيل المتصرف القضائي.

³ _المحكمة التجارية (مكناس)، ملف ع 2/5/6، الصادر بتاريخ 2007/05/14. متوفر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/20 على الساعة 17:03.

⁴ _المادة 234 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها الفصل 482 من القانون التجاري التونسي، مرجع سابق.

⁵ _المادة 246 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 404 من القانون المدني الأردني، والمادة 254 فقرة أ من القانون المدني البحريني، مرجع سابق. وجميع الديون تسقط آجالها سواء كانت ديون تجارية أو مدنية، سواء كانت عادية أو مضمونة ويستوي أن تكون الآجال إتفاقية قضائية أو قانونية، وإذا كانت هذه النقود مَقومة بعملة غير عملة المكان الذي صدر فيه الحكم بالتسوية القضائية أو الإفلاس، فيجوز تحويلها بالنسبة لجماعة الدائنين إلى عملة ذلك المكان تبعاً لسعر الصرف في تاريخ الحكم.

⁶ _المادة 245 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁷ _**R. vergnaud**, op.cit., p.169.

⁸ _المادة 190 من القانون المدني الجزائري، جاء فيها: "يعتبر الدائن في إستعماله حقوق مدينه نائباً عن هذا المدين، وكل ما ينتج عن إستعمال هذه الحقوق يدخل في أموال المدين ويكون ضمناً لجميع دائئيه".

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

بشهر الإفلاس أو التسوية القضائية، يُقيد رهن¹ من وكيل التقلية لصالح جماعة الدائنين على جميع أموال الشركة الحاضرة والمستقبلية، كضمان لإستيفاء حقوقهم من الأموال المحجوزة لهم بالأولوية على جميع من نشأت لهم حقوق لاحقة لحكم شهر الإفلاس²، ويبقى هذا التأمين قائماً ولا يسقط³. وما يزيد من تدعيم مركزهم، هو الغاية من إشهار الإفلاس التي تهدف إلى إعلام الكافة ومنعهم من التعامل مع الشركة المفلسة، حفاظاً على أموالها لصالح جماعة دائنيها⁴.

تتكوّن الجماعة من الدائنين العاديين وأصحاب الإمتياز العام الذين نشأت ديونهم قبل الحكم⁵، أما الدائنون المرتهنون وأصحاب الإمتياز الخاص فلا يدخلون ضمن الجماعة إلا على سبيل التذكير أو المراجعة فقط؛ لأن حقوقهم مؤمنة بضمانات خاصة تُعطيهم حق إستيفائها من الأموال التي يقع عليها الرهن أو الإمتياز أو التخصيص، وبموجب هذه الضمانات يوقف هذا المال لأجلهم ويحق لهم التنفيذ عليه دون أن يكون لحكم شهر الإفلاس أي أثر. وفي حال عدم كفاية أموال الشركة لسداد جميع ديونهم؛ فإنهم يدخلون فيما تبقى لهم من دين ضمن جماعة الدائنين ويخضعون لقسمة الغرماء⁶. بالتالي، إذا كان قرض حملة السندات مؤمن بموجب تأمين خاص أي كانوا يحوزون على إمتياز خاص أو كانوا دائنين مرتهنين رهن حيازي أو عقاري على أموال الشركة قبل الحكم بإفلاسها؛ فإنهم يُستثنون من قاعدة وقف الدعاوى الشخصية⁷، بإعتبار

¹ _ «le syndic ou l'administrateur est tenu de faire inscrire au bureau des hypothèques compétent, au nom de la masse, une hupothèque sur les immeubles du débiteur et sur ceux qu'il acquerra par la suite, l'ypothèque qui résulte du jugement déclaratif. Il est rare qu'un débiteur en état de cessation des paiements n'ait pas déjà hypothéqué ses immeubles. Cependant, il faut observer que l'ypothèque légale porte également sur les immeubles qu'il acquiert postérieurement à la date du jugement déclaratif. L'inscription assure en outre une garantie aux créanciers qui accordent un concordat au débiteur et leur donne un droit de préférence sur les nouveaux créanciers de celui-ci. L'hypothèque légale instituée par la loi peut donc, dans certains cas, être très efficace ». **J.vatin**, op.cit., p.180. « si la loi suspend les poursuites individuelles, elle confère à la masse des créanciers un droit réel sur le patrimoine du débiteur, une hypothèque sur ses immeubles. Le syndic ou l'administrateur est tenu de prendre inscription hypothécaire, au nom de la masse, sur les immeubles du débiteur et sur ceux qu'il acquerra par la suite au fur et à mesure des acquisitions. En fait, cette hypothèque légale rend peu de services, car il est rare qu'un débiteur qui a des immeubles soit mis en faillite sans avoir déjà hypothéqué lesdits immeubles ». **R. vergnaud**, op.cit., p.188.

²_المادة 254 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³_cour de cassation-chambre civile, section commerciale 30 octobre 1962. Voir **R. vergnaud**, op.cit., p.195.

⁴_الفصل 485 من المجلة التجارية التونسية، مرجع سابق.

⁵_ولا يعتبر ضمن جماعة الدائنين، الدائنون الجدد الذين نشأت حقوقهم بعد الحكم بشهر الإفلاس.

⁶_نسرين شريقي، مرجع سابق، ص50.

⁷_المادة 245 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

أن التأمين يُعطيه الأولوية في إستيفاء أموالهم من التصفية، وهنا قد خالف التشريع الجزائري التطور الذي عرفه التشريع الفرنسي الذي تبناه التشريع المغربي بدوره؛ حيث أن المشرع الفرنسي وسّع من نطاق وقف الدعاوى الفردية، فلم يُفرّق بين الدائن العادي وصاحب الإمتياز الخاص وأصحاب الرهون الحيازية والرهنون دون إنتقال الحيازة والرهنون الرسمية على عقارات، بالرغم من أنهم يتمتعون بحق الأسبقية أو حق التتبع، وما الغاية إلا خلق ظروف تساهم في نهوض التاجر شخص طبيعي كان أو معنوي من الصعوبات المالية التي يمرّ بها، كما لم يتم التفرقة بين طبيعة الدين إذا كان تجاري أو مدني تطبيقاً لمبدأ وحدة الذمة المالية للمدين، فضلاً أنه عند إستقراء المادة 22-622 من القانون التجاري الفرنسي، يلاحظ أنه نص على وقف كل الدعاوى القضائية التي محلها الوفاء بدين مُعيّن ورفعت قبل صدور الحكم بالإفلاس، ومنع رفع كل دعوى قضائية محلها إجبار المدين على الوفاء بدين مُعيّن¹.

أما من حيث الإجراءات المُتبعة، يفرض المشرع الجزائري على دائني الشركة -وهو ما ينطبق على حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل- سواء الذين ضمّنت الشركة إكتاباتهم بضمانات خاصة أو لا، التصريح عن طريق مُمثلهم² بديونهم المُتعلقة بأصل قيمة السند غير المُسترد أو بفوائده الثابتة على ذمة الشركة خلال مدة شهر³ حتى لو كانت مؤجلة الأداء، على إعتبار أن الإفلاس القانوني يؤدي إلى إسقاط آجال الديون⁴، ويتم التصريح بالديون من المُمثل القانوني للجماعة، ومن هنا تظهر أهمية التمثيل بدلاً من أن يُصرّح كل حامل سند بدينه منفرداً⁵،

¹ -أمنية لطروش، ضمانات حقوق الدائنين المرتهنين في نظام الإفلاس الجزائري، مجلة القانون العقاري والبيئة، مج08، ع01، 2020، ص91. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/107349> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/01 على الساعة 11:08.

² - Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1449, p.733.

³ -المادة 281 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ -المادة 246 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ -وإذا عجز وكيل الجماعة عن تمثيل الدائنين في مرحلة التسوية القضائية والإفلاس، فلا تتوقّف الإجراءات عند هذا الحد؛ إنما يتم تعيين وكيل قضائي لتمثيل الجماعة في المرحلة اللاحقة (المادة 715 مكرر 107 من القانون التجاري الجزائري)، على أن يخطر القاضي المنتدب بسائر الإجراءات وإشهارها وتعليق تواريخ التقويت والتنازل المتفق عليها. المحكمة التجارية (مكناس)، ملف ع 9/2007، الصادر بتاريخ: 2001/09/09. متوفر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة 23:01.

الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى خرق الأجل القانونية من بعضهم فتسقط ديونهم؛ إلا إذا أثبتوا أن لا يد لهم في هذا، حينها يبقى لهم المشاركة في توزيع الأرباح والحصص اللاحقة فقط. وفي هذا الشأن دائما، أكد المشرع التونسي أن الحكم بالتفليس يُرتَّب سقوط الأجل بالنسبة للمدين دون الكفلاء والمتضامنين معه حتى لو كان ذلك لفائدة الدائنين المؤثقة ديونهم¹، بهدف تحديد خصومهم بصورة واضحة عن طريق التحقق من صحة وجود ديون أخرى من عدمها، كإجراء إلزامي يرمي للمحافظة على حقوقهم المالية، وقضت المحكمة التجارية بالمغرب أن الدين المضمون بالتصريح والتحديد من طرف القاضي المنتدب في إطار مساطر صعوبات المقاول هو الدين المُحدّد بتاريخ فتح المسطرة، أما الديون اللاحقة فلا تحتاج أصلا إلى تصريح، وتكون مشمولة بالإمّتياز في حالة التسوية القضائية².

كما يتعيّن على المحكمة أن تُحدّد تاريخ قريب لأول جلسة للنظر في طلب وكيل الجماعة، مع الأمر بإستدعاء مُمثل الشركة للجلسة والأمر في ذات الوقت بوضع الأختام على أموالها أو إتخاذ أي إجراء تحفظي لغاية الفصل في الموضوع³، وفي الحالة التي يُبطل فيها شهر إفلاس الشركة، كأن يرفع حملة السندات دعواهم من غير ذي صفة، أو الحالة التي تدفع فيها الشركة ببطلان إجراءات الدعوى أو إخفاءها لأموالها وغيره، فلا يعني هذا ضياع حقوقهم؛ إنما يجوز للمحكمة إستثناء أن تتخذ إجراءات الإفلاس، مما يُشكّل خروجاً عن الأصل العام الذي لا يُعطي للمحكمة حق الفصل فيما لم يطلب منها⁴، والإستثناء هذا يُضاف إلى مواطن الحماية المُقرّرة لهم خلال هذه المراحل الأخيرة من حياة الشركة. كما أن الحكم الصادر من المحكمة يكون مُعجّل النفاذ رغم المعارضة والإستئناف، والغرض من النفاذ المُعجّل هو الحفاظ على أموال الشركة المفلسة ومنعها من التصرف فيها، حماية للمساواة بين دائنيها⁵.

¹ الفصل 493 من المجلة التجارية التونسية، مرجع سابق.

² محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف 31 ع 5/2007، الصادر بتاريخ: 2010/05/05. متوفر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة 12:09.

³ أنظر في المعنى نسرين شريقي، مرجع سابق، ص 35_34.

⁴ المادة 216 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ المادة 227 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

وكان المشرع المغربي قد عالج هذه الإجراءات ضمن الباب الأول من مُدونة التجارة المُسمى بشروط إفتتاح المسطرة من القسم الثالث المُسمى بمسطرة الإنقاذ، وتهدف مسطرة الإنقاذ إلى تمكين المقاول من تجاوز صعوباتها لضمان إستمرارية نشاطها¹، ويتم سداد الديون الناشئة بصفة قانونية بعد صدور حكم فتح مسطرة الإنقاذ المُتعلقة بحاجيات سير المسطرة أو بنشاط المقاول، كما يتعيّن على رئيس المقاول بمُجرد فتح مسطرة الإنقاذ أن يقوم بجرد عام لأموال الشركة يُبيّن فيه الضمانات الممنوحة لدائنيها²، كما يمكن للدائنين إذا رأوا تَعُنت من الشركة أو قيامها بتصرفات غير سوية أن يطلبوا فسخ المُخطّط³، حينها إذا تم تحويل مسطرة الإنقاذ إلى تسوية قضائية، يُصرّح الدائنون الخاضعون للمُخطّط بديونهم وضماناتهم مع خصم المبالغ التي إستوفوها⁴، ويمكن حينها فتح التسوية القضائية بمقال إفتتاحي لأحد الدائنين كيفما كانت طبيعة دينه⁵، وتقضي المحكمة بالتسوية القضائية إذا تبيّن لها أن وضعية المقاول ليست مُختلفة بشكل لا رجعة فيه؛ وإلا فتقضي بالتصفية القضائية⁶. كما يسهر القاضي المنتدب على السير السريع لمسطرة صعوبة المقاول وحماية المصالح المتواجدة، على أن يقوم السنديك بعملية تسيير ومساعدة رئيس المقاول في حالة التسوية القضائية، فالتصريح بالدين يُعتبر بمثابة طلب قضائي عن طريق الوكيل المتصرف القضائي -السنديك- للقاضي المنتدب قصد التحقيق في الديون المُصرّح بها، والقاضي المنتدب بمثابة جهاز قضائي يعمل على مراقبة تصريحات المدينين شكلا وجوهرا، ويصدر أمره بقبولها أو رفضها⁷.

¹ المادة 560 من مدونة التجارة المغربية، مرجع سابق.

² المادة 562 من مدونة التجارة المغربية، مرجع نفسه.

³ المادة 573 فقرة 01 من مدونة التجارة المغربية، مرجع نفسه.

⁴ المادة 602 من مدونة التجارة المغربية، مرجع نفسه.

⁵ المادة 563 من مدونة التجارة المغربية، مرجع نفسه.

⁶ المادة 590 من مدونة التجارة المغربية، مرجع نفسه.

⁷ محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 53/2009، الصادر بتاريخ: 2010/03/17. متوفر على الرابط:

<http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة

على غرار المشرع الجزائري، يُرَخَّص المشرع المغربي¹ للوكيل المتصرف القضائي التحقيق في الديون بمعية وكيل التفليسة وبمساعدة المراقبين، بعد إستدعاء الشركة المدينة قانونا برسالة موصى عليها مع طلب العلم بالوصول²، غير أنه إذا لاحظ وكيل التفليسة أثناء التحقيق أن الديون المُصَرَّح بها محل شك، فله أن يعرض على جماعة الدائنين مُمثلين في وكيلهم إذا كان إصدارهم مضمون بضمان خاص إما قبول الديون المشكوك فيها أو رفضها، على أن يُجيب ممثلهم كتابيا خلال ثمانية أيام³، وبمجرد الإنتهاء من التحقيق الذي لا يتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ الحكم بإشهار الإفلاس أو التسوية، يتم إيداع الكشف لدى كتابة ضبط المحكمة الذي يقوم فورا بإخطار الدائنين من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل عن طريق مُمثلهم، بإيداع ذلك الكشف عن طريق نشره في واحدة أو أكثر من الصحف المُعتمدة لنشر الإعلانات القانونية، بالإضافة إلى النشرة الرسمية للإعلانات القانونية التي تتضمن عدد جريدة الإعلانات القانونية التي جرى بها النشر الأول⁴. وإذا كان من بينهم من رُفضت ديونهم أو كانت محل نزاع، فيتم تبليغهم بموجب رسالة موصى عليها خلال خمسة عشر يوم لإخبارهم بقرار الرفض قصد إبداء ملاحظاتهم كتابيا⁵، ويُتصوّر هذا الطرح في حالة الإصدار الواحد الذي تكون فيه شروط التسديد مختلفة مثلا، على ألا تؤدي هذه الشروط إلى إخلال المساواة بينهم بطبيعة الحال. ما تجب الإشارة إليه؛ أن المشرع الجزائري⁶ قد أعطى للدائنين مُمثلين في وكيلهم حق الطعن في قرارات القاضي المُنتدب، عن طريق رفعه دعوى مُعارضة خلال عشرة أيام من حصول الإيداع، على أن تفصل فيها المحكمة في أول جلسة، وحسنا فعل المشرع بمنح الدائنين حق الطعن في الإجراءات التي قد تكون مُتسفة في حقهم.

¹ محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 55/08-47/08، الصادر بتاريخ: 2010/03/31. متوفر على الرابط:

<http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة

10:50.

² المادة 282 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ المادة 282 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ المادة 284 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ المادة 284 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁶ المادة 237 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

أما بخصوص إمكانية متابعة إجراءات التحويل بعد تقرير الصلح أو التسوية، فكان الجواب عند المشرع المغربي، الذي أكد أنه عندما تكون الشركة مُصدرة سندات القرض القابلة للتحويل لأسهم موضوع المسطرة المُتَّبعة لمعالجة صعوبات المقاول، يُفتح الأجل المُقرَّر لتحويل تلك السندات إلى أسهم بمُجرّد صدور الحكم المُحدّد لمُخطط إستمرار المقاول، ويمكن إنجاز التحويل بقبول كل حامل من حاملي سندات القرض وفق الشروط الواردة في ذلك المُخطط¹، على عكس النص الجزائري الذي أُفرغ من ذكر حُكم مُماثل.

ولأن دخول الشركة مرحلة الموت التجاري ومباشرتها إجراءات الإفلاس يؤدي لا محالة إلى القضاء على مركزها التجاري تبعا لتدهور قيمة أسهمها في السوق، مما يتبعه سقوط حُر خيار تحويل السندات إلى أسهم الذي كان مُقرَّر في عقد الإصدار لفائدة حملة هذا النوع من الأدوات المالية، وهو ما يعني ضياع حقوقهم التي يمكن جبرها عن طريق رفعهم دعوى تعويض من وكيلهم أمام القضاء المُختص.

كما يطرح سؤال آخر بخصوص آثار الإفلاس على الدائنين إذا كان يؤدي إلى وقف سريان الفوائد *la cessation du cours des intérêts* التي كانوا يتقاضونها؟ عند التمهيص في نصوص القانون التجاري الجزائري نجد أنها تخلوا من هذا الحكم؛ لذا فإنه يصوغ لجماعة حملة السندات الدائنين الإنضمام للتقليسة بأصل ديونهم المُستحقة لغاية صدور الحكم بشهر الإفلاس، ما لم تكن هذه الفوائد مضمونة بتأمينات خاصة مثلما سبق قوله، أما الفوائد السارية بعد الحكم بشهر الإفلاس تبقى الشركة المفلسة مُلزَمة بها ويمكن للحملة المُطالب بها بعد إنتهاء التقليسة؛ لأنها لا تسري في حق جماعة الدائنين الآخرين. بخصوص هذا الشأن دائما، نصّ المشرع المصري على أن الحكم بشهر الإفلاس يؤدي إلى وقف سريان فوائد الديون العادية، أما الديون الممتازة مهما كان سبب إمتيازها تبقى سارية؛ لأن أصحابها يتحصلون عليها من المبالغ المُخصّصة لدفع ديونهم وليس من أموال التقليسة²، وفي هذا الرأي شيء من الصواب، ذات الحكم تبناه المشرعان الفرنسي³

¹ المادة 324 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² نسرين شريقي، مرجع سابق، ص 79.

³ « le jugement qui prononce la faillite ou le règlement judiciaire rend exigibles, à l'égard du débiteur, les dettes non échues. Les dettes à terme deviennent donc exigibles. En outre, le cours des intérêts cesse. Cette règle ne s'applique qu'aux créanciers autres que ceux dont la créance est garantie par un privilège spéciale, par un nantissement ou par une hypothèque. Le cours des intérêt ne cesse pas pour ces créances, mais les intérêts ne

والتونسي¹ أيضا، كما أكد المشرع المغربي² ودعمه القضاء³ على توقّف سريان الفوائد القانونية والإتفاقية وكذا فوائد التأخير والزيادة؛ ثم تُستأنف من جديد إبتداء من تاريخ الحكم المُحدّد لمُخطط الإنقاذ، أو الحكم المُحدّد لمُخطط الإستمرارية⁴.

خامسا: تصفية الشركة المصدرة

تصفية الشركة التجارية⁵ هي: "مجموع العمليات التي تتمثل في سداد ديونها بالإعتماد على العناصر النشطة لها، وتقاسم الباقي إن وُجد بين الشركاء بما يتناسب مع بداية الرهانات، وتتم هذه العملية ضمن إطار قانوني واضح المعالم يبدأ في التبلور مع تعيين المصفي المُكلّف بمهمة إستكمال عمليات التصفية في إطار الصلاحيات المنوطة به، مع إخضاعه للمسؤولية في حال عدم الإمتثال للمتطلبات القانونية"⁶. فالتصفية كإجراء قانوني، تهدف أساسا إلى تسوية حقوق الشركة وإلتزاماتها وتصفية موجوداتها⁷ جماعيا. من أجل ذلك، سنّت الأنظمة المقارنة عدة إجراءات قصد الحفاظ على أموال الشركة منذ بداية عملية التصفية لغاية نهايتها، ضمنا لحظوظ الغير في إسترجاع حقوقهم⁸.

pourront etre réclámés que sur les sommes provenant du produit de la réalisation des biens affectés au privilège, au nantissement ou à l'hypothèque ». **J.vatin**, op.cit., p.179.

¹ الفصل 492 من المجلة التجارية التونسية، مرجع سابق.

² المادة 659 من مدونة التجارة المغربية، مرجع سابق.

³ المحكمة التجارية (فاس)، ملف ع 110/00/4، الصادر بتاريخ: 2001/01/10. متوفر على الرابط:

<http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة

.13:00

⁴ المادة 660 من مدونة التجارة المغربية، مرجع سابق.

⁵ حسب المادة 766 من القانون التجاري، تكون الشركة في حالة تصفية منذ حلّها مهما كان السبب، يقابلها المادة الثالثة بعد المائتين من نظام الشركات السعودي، والمادة 278 من قانون الشركات الكويتي، والمادة 619 من مدونة التجارة المغربية، والمادة 539 من المجلة التجارية التونسية، مرجع سابق.

⁶ **Ali Nenni**, op.cit., p.33.

⁷ المادة 261 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁸ عالجه المشرع البحريني في المادة 481 من القانون المدني وما يليها، يقابلها المادة 1331 من القانون المدني التونسي، والمادة 606 من القانون المدني الأردني، والمادة 1064 من قانون الإلتزامات والعقود المغربي، مرجع سابق.

فإذا كانت التصفية تؤدي إلى فقدان الهياكل الإجتماعية للشركة سلطاتها؛ فإن في إحتفاظ الشركة التجارية بخصائصها الجوهرية بعد دخولها هذه المرحلة يستمر حتى قسمة أموالها، حفاظا على حقوق دائئنها لاسيما المحافظة على الضمان العام المقرر لهم، لكي يتمكّن الغير سواء كانوا دائئين للشركة أو دائئين للشركاء من طلب إفلاسها في حال توقفت عن دفع ديونها خلال هذه المرحلة، كما يمكن لهؤلاء الدائئين الحصول على ما لهم من حقوق ضمن أموال الشركة دون مزاحمة الدائئين الشخصيين لها¹، فلو فرضنا أن الشخصية المعنوية للشركة تنتهي بحلها، حينها يصبح الشركاء مالكين لأموالها على الشيوع، مما يتوجب على دائئنها مُخاصمتهم؛ لأن الشركة دائئهم أصبحت مُجرّدة من الشخصية المعنوية ولا مُتابعات قضائية ضدها، فيُصبح الشركاء في موضع المُطالبات الشخصية من دائئنها؛ إذ لا يوجد أدنى شك من خلق أوضاع قانونية غير مُستقرة، لذلك كان أفضل الحلول للمحافظة على إستقرار المراكز القانونية التي خلّفتها الشركة المُنقضية، هو الإعتراف والإقرار لها بالشخصية المعنوية طيلة التصفية لغاية إتمامها².

ولأن إستمرارية الشركة في إستغلال نشاطها يتضمّن حظوظا لدائئنها، إتفقت التشريعات المختلفة على ضرورة مواصلة المصفي إجراءات التصفية بدل توقّفها مرة واحدة³، خاصة أنها قد تمتد لفترة طويلة من الزمن⁴، على ألا يُباشِر المصفي نشاطات جديدة⁵. فأجاز المشرع الجزائري تدخّل كل من يهّمه الأمر في تعيينه سواء ممن تربطه علاقة داخلية أو خارجية بالشركة، فلا مانع بالتالي من تسمية المصفي من جانب جماعة حملة السندات عن طريق ممثلهم حتى يُباشِر إختصاصه⁶، ما لم يتفق الشركاء سلفا على تعيينه، عكس ما هو عليه الحال بالنسبة للتشريع

¹ إيمان زكري، مرجع سابق، ص434.

² أحمد محمود المساعدة، أثر التصفية على الشخصية المعنوية للشركة المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، ع08، جانفي 2016، ص18. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/6460> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/19 على الساعة 15:17.

³ ومن مستلزمات هذه المرحلة، ضرورة مواصلة مهام مندوب الحسابات أيضا لما بعد مباشرة مهام التصفية. المادة 780 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ المادة 792 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ المادة 535 فقرة 01 من القانون المدني المصري، يقابلها المادة 1074 من قانون الإلتزامات والعقود المغربي، والمادة 484 من القانون المدني البحريني، مرجع سابق.

⁶ المادة 445 فقرة 02 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

البحريني¹ والسعودي²، اللذان حصرا تعيينه من قبل الشركاء في جمعيتهم غير العادية بالإضافة إلى المحكمة إذا تم حلّ الشركة بحكم قضائي³. وأكد المشرع المغربي على ضرورة إحاطة المصفي كل حملة سندات القرض الإسمية بوثيقة تعيينه عن طريق رسالة عادية⁴، حتى يُتابعوا عن كثب إجراءات التصفية، كما أكد أيضا على مسؤوليته تجاه الشركة والغير عن عواقب الأخطاء المُحدثة للأضرار المُرتكبة منه أثناء مزاولته مهامه⁵. ومهما تكن طريقة تسمية المصفي⁶؛ فإنه يجوز لكل من له مصلحة مُعارضة تعيينه⁷، كما يقع عليه إلتزام بالشفافية التامة عن كل عمليات التنازل عن موجودات الشركة التي يقوم بها أثناء تأدية مهامه والتي لا تكون نافذة إلا بتدخّل القضاء الذي يُرخص بذلك⁸، خاصة أن التنازل عن أموال الشركة المدينة لحملة السندات خلال هذه المرحلة الحاسمة من حياتها⁹ له أهمية كبيرة، سواء تم التنازل للمصفي أو لغيره¹⁰، كما يسمح للغير

¹ المادة 328 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

² المادة 205 من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

³ على سبيل المقارنة؛ إذا تعلّق الأمر ببنك أو مؤسسة مالية، فتعيين المصفي يعود إلى اللجنة المصرفية المنشأة بموجب القانون المتعلق بالقرض والنقد.

⁴ المادة 363 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁵ المادة 371 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

⁶ ينبغي أن يتضمّن أمر التعيين البيانات التالية: عنوان الشركة أو إسمها، متبوعا عند الإقتضاء برمزاها (sigle)؛ نوع الشركة متبوعا بعبارة "في حالة التصفية"؛ مبلغ رأسمالها؛ عنوان مقرها الإجماعي؛ رقم قيدها في السجل التجاري؛ سبب التصفية؛ إسم المصفين ولقبهم وموطنهم؛ حدود صلاحيتهم عند الإقتضاء. كما يذكر في نفس البيان، بالإضافة إلى ما تقدّم: تعيين المكان الذي تُوجّه إليه المراسلات والمكان الخاص بالعقود والأوراق المتصلة بالتصفية؛ المحكمة التي يتم لدى كتابتها إيداع العقود والأوراق المتصلة بالتصفية، وينشر أمر تعيين المصفي مهما كان شكله، في أجل شهر في جريدة مختصة بتلقي الإعلانات القانونية في الولاية التي يوجد بها المقر الإجماعي. لتفاصيل أكثر راجع:

_Tayeb Belloula, op. cit., p.103.

⁷ المادة 783 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁸ المادة 770 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁹ غير أن ما يلاحظ بشأن حظر التنازل لكل من له صفة في هذه الحالة الذي جاء به المشرع أنه غير كافي؛ حيث لا أثر له في حال تم الإلتفاق بالإجماع بين الشركاء على شروط الإحالة والتنازل عن أموال الشركة، كما لم يبيّن المشرع إجراءات التنازل عن أموال الشركة الموجودة في حالة تصفية. إيمان زكري، مرجع سابق، ص440.

¹⁰ راجع المادة 771 من القانون التجاري الجزائري. وفي ذات الشأن، لم يبيّن المشرع مدة الحظر وجزاء مخالفته عكس المشرع الفرنسي الذي جعله يمسّ كل من المسير القانوني والفعلي وكل المراقبين، سواء تم التنازل بطريقة مباشرة أو غير

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

بالتدخل لمراقبة أعمال التصفية في حال بدر أي إهمال من القائم بها، ويتجسد ذلك في حق الدائن استدعاء الجمعية العامة قصد متابعة عمليات التصفية، مما يضمن أقصى فعالية حفاظا على أموال الشركة من أي إهمال¹، في حين يحق لهيئة مالكي سندات الاستحقاق أن تطعن في أي قرار أو إجراء يتخذه المصفي أثناء فترة التصفية إذا كان من شأنه أن يضرّ بهم²؛ لذا يشترط في أعماله ألا تخرج عن تحقيق الأصول وسداد الإلتزامات وتوزيع الرصيد المتاح. وعليه، نجد القانون قد ألزم المصفي إستيفاء ما للشركة من حقوق لدى الغير في شكل أعمال تمهيدية حتى يُتمّ عملية الجرد، فيتخذ بذلك جميع الإجراءات اللازمة لإستيفاء هذه الحقوق سواء كان مصدرها عقد أم فعل ضار³، كما يلتزم بالحفاظ على أموال الشركة⁴ قبل التصرف فيها بقسمتها، والبدء بتسديد ما عليها من ديون ثم توزيع ما تبقى على الشركاء⁵.

في ذات السياق، وقصد ضمان حماية موجودات الشركة خلال هذه المرحلة، أجمع قانون الشركات الأردني⁶ التصرفات التي يُمنع على الشركات القيام بها تحت التصفية في نص واحد، لما

مباشرة أو قام به الشخص بنفسه أو عن طريق وسيط لمدة 05 سنوات، ليستمر المنع كل القيم المنقولة التي تصدرها الشركة.

_Art. L. 642-3 C.com.fr

¹ المادة 787 من القانون التجاري الجزائري، وهو ذات الحكم الذي جاء به المشرع الفرنسي:

_Art. L. 237-23 C.com.fr

² المواد 262-263-270 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

³ المادة 788 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 331 فقرة 01 من قانون الشركات البحريني، والمادة 208 من نظام الشركات السعودي، والمادة 484 من القانون المدني البحريني، مرجع سابق.

⁴ المادة 789 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ إيمان زكري، مرجع سابق، ص 435.

⁶ صيغت المادة 255 من قانون الشركات الأردني كالتالي: "الحالات الممنوع للشركات القيام بها تحت التصفية وإلقاء الحجز عليها وواجبات مأمور الإجراء وبيع موجوداتها:
أ- يعتبر باطلا:

1. كل تصرف بأموال شركة المساهمة العامة الموجودة تحت التصفية وحقوقها وأي تداول بأسهمها ونقل ملكيتها؛
2. أي تغيير أو تعديل في إلتزامات رئيس وأعضاء مجلس الإدارة الموجودة تحت التصفية أو في إلتزامات الغير تجاهها؛

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

فيها من إنقاص لحقوق دائنيها الذين يقوم المصفي بدعوتهم إلى إجتماعات عامة للتحقق من مطالبهم وسماع اقتراحاتهم¹، عكس المشرع الجزائري الذي جاء بنصوص مُتفرقة تضمن حماية الدائنين أثناء هذه المرحلة.

بما أن جوهر عملية التصفية هو تسوية المركز القانوني للشركة ووضع حساب ختامي يُبرز خصومها وأصولها، خلال مدة معلومة لا تتجاوز ثلاث سنوات ما عدا حالة التمديد المُبرّر²؛ فإن السؤال يُطرح بشأن ديون حملة سندات الاستحقاق التي لم تحن مواعيد إستحقاقها بعد، فما مصيرها؟ ما يلاحظ هو عدم أخذ المشرع الأردني ولا المصري ولا الجزائري بمبدأ سقوط آجال الديون في حالة مباشرة تصفية الشركة إختيارياً؛ لذا ما على المصفي سوى أن يدفع الديون التي حلت آجال إستحقاقها، في حين أنه لا يكون لمالكي سندات الاستحقاق الذين لم تحن مواعيد إستحقاقها بعد المطالبة بقيمة دينهم، كما لا يستطيع المصفي جبرهم على الوفاء المُبستر؛ لأنه كما سبق قوله قد تقرّر أجل القرض لغاية الطرفين معاً، غير أن هذا لا يمنع إقامة إتفاق بين مالكي سندات الاستحقاق والمصفي حول طريقة سداد قيمة سنداتهم، خصوصاً أنهم عادة ما يُشكلون أغلبية الدائنين³، وكل إتفاق مُبرم يُلزم طرفيه لاسيما الدائنين مادام قد تقرّر من هيئتهم العامة بغالبيتهم المُطلقة⁴، وهو ذات الحكم الذي ذهب صوبه المشرع المصري⁵.

3. أي حجز على أموال الشركة وموجوداتها وأي تصرف آخر أو تنفيذ على تلك الأموال والموجودات بعد صدور القرار بتصفية الشركة؛

4. جميع عقود الرهن أو التأمين على أموال الشركة وموجوداتها أو الإجراءات الأخرى التي تُرتب إلتزامات أو إمتيازات على أموال الشركة وموجوداتها إذا تمت خلال الأشهر الثلاثة السابقة على قرار تصفية الشركة؛ إلا إذا ثبت أن الشركة قادرة على الوفاء بجميع ديونها بعد إنتها التصفية، ولا يسري هذا البطلان إلا على المبلغ الذي يزيد على ما دفع للشركة بموجب تلك العقود وقت إنشائها أو بعد ذلك مع الفوائد القانونية؛

5. كل تحويل أموال الشركة تحت التصفية وموجوداتها أو التنازل عنها أو إجراء أي تصرف بها بطريق التدليس لتفضيل بعض دائني الشركة على غيرهم..".

¹ المادة 270 فقرة 04 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

² Tayeb Belloula, op. cit., p.101.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص260.

⁴ المادة 262 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁵ على سبيل المقارنة، المشرع الإنجليزي أخذ برأي مُغاير؛ بحيث جعل قرار تصفية الشركة مسقطاً لآجال الديون غير المستحقة بعد، وعلى الدائنين إثبات دينهم في أموال التصفية، كما ألزم المصفي حين تأكده من أحقية الدين أن يخصم ما

أما عن قسمة أموال الشركة؛ فإنه بخلاف الإفلاس والتسوية لا يوجد نظام الدفع الجماعي في التصفية؛ إنما يتم التسديد كلما تقدّم الدائنون للمُطالبة بدينهم، وعلى المصفي مراعاة الترتيب الوارد في القانون المدني¹؛ حيث تُخصم الديون من أموال الشركة ثم تُطرح المبالغ التي لم يحلّ أجلها بعد والديون المتنازع عليها²، وأخيراً تُردّ القروض والمصاريف التي باشرها أحد المساهمين لصالح الشركة³ بين الشركاء، بعد إستيفاء الدائنين من حملة سندات الاستحقاق بما فيها القابلة للتحويل دينهم بالأولوية على الشركاء المساهمين⁴؛ لأنهم لا يغدون أن يكونوا سوى دائنين ذوي مرتبة أخيرة. أما إذا كانوا قد مارسوا خيار التحويل؛ فإن ما يسري على الشركاء المساهمين يسري عليهم، حينها يأخذون مبالغ تُعادل قيمة الحصة التي قدّموها في رأسمال الشركة إذا بقي شيء توجّب قسمته⁵.

المطلب الثاني

واجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

مثلاً يمنح عقد الإكتتاب في سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم مجموعة حقوق للمُكتتب فيه؛ فإنه بالمقابل يُرتّب عليه مجموعة إلتزامات يتعهّد بأدائها بحسن نية قصد ضمان نجاح تنفيذ عقد الإصدار، وما يُلاحظ على هذه الإلتزامات أنها لا تخرج عن طائفة الإلتزامات الإعتيادية المُتعارف عليها في العقود الكلاسيكية، فحامل سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم مُلزم بأداء حُزمة من الواجبات المالية والمعنوية، أساسها إما إلتزام بأداء أو إلتزام بمنع.

مقداره 05 % من الفوائد عن الفترة ما بين الإعلان وتاريخ إستحقاق دفع الدين. يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص260.

¹ _ Yves Guyon, entreprises en difficultés - redressement judiciaire - faillite ,op.cit., n°1340, p.387.

²_ المادة 447 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

³_ هند قاسي عبد الله، مرجع سابق، ص82.

⁴_ المادة 447 فقرة 01 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁵_ المادة 447 فقرة 02 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 536 من القانون المدني المصري، والمادة 609 فقرة

02 من القانون المدني الأردني، والمادة 485 من القانون المدني البحريني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

كما تتفرّع الإلتزامات المالية المُلقاة على عاتقه إلى واجبه في دفع القيمة الإسمية للسند المُراد الإكتتاب فيه والمُبيّنة بوضوح في عقد الإصدار؛ بحيث لا يُتصوّر سهو الشركة عن إدراج هذا البند الجوهري، كما توضح الشركة الكيفية التي يتم بمقتضاها الدفع وما على المُكاتب سوى إحترامها. بالمقابل، يتمتع حامل السند عن المطالبة بقيمة سنده قبل حلول الميعاد المُقرّر لإستحقاقه؛ لأن الشركة هدفت من خلال طرح سنداتنا للإكتتاب إلى الإستفادة منها على مُدة زمنية مُعيّنة حدّدتها بموجب دراسة سابقة بيّنت لها مدى حاجتها لهذا التمويل، ولا يمكن للمُكاتب أن يتراجع عن إقراضه للشركة بخلاف ما تم الإتفاق عليه؛ وإلا فإن غاية الشركة من الإقتراض لن تتحقّق (الفرع الأول).

ولا يتوقّف الأمر عند أداء الإلتزامات المادية فقط؛ إنما يتجاوزها إلى غيرها من الواجبات المعنوية، فيقع على عاتق حامل السند ضمان الاستحقاق الكلي لقيمة سنده، خصوصا إذا تم الدفع بما يُماثل القيمة النقدية للسند المُكاتب فيه؛ لذا يلتزم بضمان خلو الأموال المُقدّمة منه إلى الشركة من أي عيب خفي، كما يتعهّد بالمحافظة على الوثائق المُرفقة بالسند المُسلمة له من الشركة المُصدرة التي تُثبت إكتتابه في سند أو أكثر، كما يساعد الشركة في التعرف على هوية الحامل عند إقتضاء حقوقه، لاسيما إذا كانت تلك السندات إسمية تحمل إسم صاحبها، ويقع عليه أيضا الإلتزام بالإمتناع عن التدخّل في شؤون الإدارة؛ لأنه ليس من صلاحياته وإحتراما للإختصاصات المُورّعة داخل الشركة (الفرع الثاني).

الفرع الأول

الواجبات المالية المتعلقة بالسند

يقع على مالك سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم إلتزام بدفع القيمة الإسمية لسنده بذات الشروط والأشكال المُتضمّنة في نشرة الإصدار داخل المواعيد المُتفق عليها، كما يتمتع عن المطالبة برد قيمة سنده قبل حلول أجل إستحقاقه، بُغية عدم عرقلة حُسن إستغلال الشركة لقرضها حتى يتم بأحسن صورة.

أولا: دفع القيمة الإسمية للسند محل الإكتتاب

أهم إلترام يقع على حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، هو ضرورة الوفاء بقيمة سنداتهم التي إكتتبوا فيها فور تمام إجراءات الإكتتاب، في الزمان والمكان المُحدّدان بحسب ما تنص عليه وثيقة الإكتتاب أو قرار الجمعية العمومية للشركة، سواء دفعة واحدة وهو الأمر الغالب أو على أقساط، ما لم ينص القانون أو نشرة الإصدار على خلافه¹.

مع الإشارة إلى أن التشريعات لا توجب وفاء جزء من قيمة السندات عند الإكتتاب كما هو الأمر في تحرير الأسهم النقدية²، ذلك أن حاجة الشركة الماسّة لمبلغ القرض لا تسمح بتقسيمه إلى أجزاء عدة؛ لأن الوفاء الكلي لقيمة السندات المُقسّطة في هذه الحالة سيمتد على فترة من الزمن قد لا تستوي معها الحالة المالية للشركة، وهو ما يُصعّب عليها المهمة خاصة إذا تواطأ حملة السندات في دفع الأجزاء المُتبقية³، مما يعني أن الغاية من القرض لن تتحقّق.

بخصوص كيفية الوفاء؛ فإنه عادة ما يتم نقدا، غير أنه يجوز للشركة المُصدرة أن تُحدّد في نشرة الإصدار طُرقا بديلة للوفاء كالشيكات المُصدّقة أو الحوالة البنكية وغيره، كما قد يتم الوفاء بقيمة السند عن طريق المقاصة الإتفاقية بين تلك القيمة وبين الدين المُكتتب في ذمة الشركة وفقا لما تنص عليه نشرة الإصدار⁴.

إن السندات القابلة للتحويل تكون إما إسمية أو لحامها؛ فإذا كان السند إسميا لا تُواجه الشركة صعوبة في الحصول على قيمته، بإعتبار أن إسم مالكه مُدرج في السند. أما السند لحامله من شأنه أن يُشكّل صعوبة للشركة في إستيفاء مقداره؛ بحيث لا عنوان لحامله لديها، خاصة أن السند قابل للإنتقال بإستمرار من يد إلى أخرى، فلا يبقى لها سوى إنتظار ظهور حامله لدى مُمارسة الحقوق الناشئة عنه كما لو تقدّم صاحبه لإستيفاء الفوائد المُستحقة له، عندها تُطالبه الشركة بتسديد قيمته أولا⁵، فالشركة تُطالب بقيمة السند من حامله الحالي، كما يمكنها أن تتفادى

¹ جلال وفا محمدين، مرجع سابق، ص72.

² إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص148.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص63.

⁴ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص152.

⁵ إلياس ناصيف، مرجع نفسه، ص156.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

أي تأخير في الوفاء عن طريق إدراج شرط صريح مفاده بقاء السند إسمياً لغاية الوفاء الكامل بقيمته، كما يمكنها أن تشترط بموجب بند آخر ما يُفيد إلزام الحامل الأول بسداد القيمة الإجمالية للسند¹.

وإذا تم تحديد ميعاد للوفاء، يتوجب على مالك السند إحترامه والإلتزام به، فقد يحدث أن يتأخر عن الوفاء مما يُسبب ضرراً للشركة، ففي هذه الحالة لا يكون الوفاء مبرئاً لذمته؛ إنما يتوجب عليه تعويض الضرر الذي أصاب الشركة تعويضاً مُعادلاً لقيمة الفائدة عن التأخير *intérêt moratoires* المنصوص عليها في القواعد العامة، ولا يجوز للشركة مطالبة المُتخلف عن الوفاء إلا بعد قيامها بإذاره، ما لم يتبين لها أنه أمر مُتعدّر كالحالات الإستثنائية الواردة في الأحكام العامة؛ فإذا واصل إمتناعه عن الدفع بالرغم من هذه الدعوات، يجري حينها التنفيذ على أمواله إما بإتباع طرق التنفيذ العادية بعد إقامة الدعوى عليه؛ ثم التنفيذ على أمواله المنقولة وغير المنقولة برهن السندات والحجز عليها، أو القيام ببيع السند في سوق الأوراق المالية².

كما يُطرح تساؤل حول إذا كان يحقّ لدائني الشركة الآخرين مُطالبة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الوفاء بقيمة السند؟ رأى الدكتور إلياس ناصيف أنه إذا لم يكن لهؤلاء الدائنين حق مباشر في مواجهة حملة السندات فلا يستطيعون مطالبتهم بالوفاء، ويبقى لهم حق إقامة الدعوى غير المباشرة ضدّهم طبقاً للأحكام العامة. وفي الحالة العكسية، يُوجّه طلب الوفاء إلى حامل السند عند الاستحقاق، خاصة أن القانون لا يشترط أن يبقى سند الدين إسمياً حتى الوفاء بكامل قيمته على غرار السهم³.

في هذا السياق دائماً، إختلفت الآراء بشأن قيام المسؤولية التضامنية عن وفاء قيمة السند بين حملته المُتعاقبين قياساً على حالة الأسهم، رغم أن الرأي الغالب لم يُجز ذلك؛ بحيث أن حيازة سندات الاستحقاق التي تُصدرها الشركة بالتعاقب من قبل أشخاص مُعيّنين لا يترتب عليها أن

¹ سماح رجب موسى، مرجع سابق، ص74.

² إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص150.

³ إلياس ناصيف، مرجع نفسه، ص156.

تكون مسؤوليتهم تجاهها تضامنية¹، غير أن ذلك لا يمنعها من إدراج بند يُفيد ملاحقة حامل السند الحالي دون الحملة السابقين، أما في السند الإسمي يحق لها بموجب بند تعاقدى أن تطالب بتحريره من جميع أصحابه المُتعاقيين²، تفاديا لأي مشاكل قد تُثار لاحقا.

ثانيا: الإمتناع عن المطالبة بقيمة السند قبل حلول ميعاد إستحقاقه

تهدف الشركة المصدرة من خلال بيان مدة القرض إلى إعلام حملة هذا النوع من السندات بالفترة التي تستعمل فيها فائضهم لتُصلح أحوالها المالية، وإكتتاب الحامل في السند دليل على قبوله كل شروطها، فمن غير المنطقي أن يتراجع عن موقفه بعد مرور مدة ما، فليس له أن يُطالب بقيمة سنده إلا عند إنتهاء مدة القرض المُتفق عليها سلفا، ومدة القرض من البيانات الأساسية التي يتضمنها العقد والتي من شأنها أن تُحدّد سعر فائدة السند، ولا تقوم الشركة بوضع مدة القرض إعتباطا؛ إنما بعد دراسات مُسبقة تُحدّد خلالها المجال الزمني الذي من الممكن أن يساعدها على تخطي الصعوبات التي تُورقها، كما أن مطالبة حملة السندات الفجائية بقيمتها ربما يصطدم بعدم توفر السيولة الكافية للشركة، على إعتبار أن توظيف الفائض مازال لم يُعطي نتائج بعد.

فمثلا تلتزم الشركة بعدم إجبار حامل السند على القبض المُسبق لقيمة سنده؛ فإنه بالمقابل يلتزم بالألا يُعرقل حسن إستغلال الشركة لمبلغ قرضها، فالإلتزامات تتقابل داخل هذه الرابطة العقدية، وقوام هذا الإلتزام السلبي يُفسّر كيف يُجرى فسخ عقد القرض إذا أخلّ المُقترض - الشركة - بإلتزامه في دفع ما عليه من فوائد، حينها يُرفع طلب قضائي من المُقرض -حامل الورقة- فحواه فسخ العقد والتحلل من إلتزامه، ومن ثم يسترد قيمة سنده بمُجرد تقرير الفسخ³، أما في حالة إفلاس الشركة الذي يترتب عليه سقوط آجال الديون، يحقّ لحامل السند المُطالبة برد القيمة الإسمية لسنده قبل حلول أجل إستحقاقه⁴، ويندرج هذا الحق ضمن الحقوق الممنوحة لحامل

¹ - سماح جعفر موسى، مرجع سابق، ص 75.

² - جلال وفا محمد، مرجع سابق، ص 73.

³ - عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج 05، العقود التي ترد على الملكية (الهيئة والشركة والقرض والدخل الدائم والصلح)، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د س ن، ص 456.

⁴ - المادة 331 من القانون التجاري الأردني، مرجع سابق.

سند الاستحقاق، لاسيما حقه في مقاضاة الشركة المُصدرة في حال أُخلت بالبنود التعاقدية المُتفق عليها، وهو ما تم الحديث عنه سابقا. غير أن المطالبة بالفسخ لا تتم بطريقة فردية؛ إنما جماعة من كل مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، بعد المناقشة وإتخاذ القرار داخل هيئة مُنظمة تُسمى هيئة مالكي السندات، كَوْن العقد بطبيعته ذو صبغة جماعية¹.

الفرع الثاني

الواجبات غير المالية المرتبطة بالسند

إلى جانب الإلتزامات المالية المُتعلقة بالسند التي يتعهّد الحامل بأدائها إلى الشركة، يقع عليه إلتزامات أخرى ذات طبيعة غير مالية؛ لكنها لا تقل أهمية عنها، فيلتزم حامل السند بضمان إستحقاق قيمة سنده وخلوها من أية عيوب خفية قد تعثرها حتى تتمكن الشركة من الإنتفاع بها في أحسن الأحوال، كما يلتزم بالحفاظ على السندات التي تُقدمها له الشركة والتي تُثبت صفته تجاهها طيلة مدة القرض، على أن يتمتع بالمقابل عن التدخّل في شؤون إدارتها؛ لأنها ليست ضمن الحقوق المُعطاة له.

أولا: ضمان حامل السند الاستحقاق والعيب الخفي

سبق القول أن مالك السند يلتزم بدفع قيمة سنده عند الإكتتاب به دُفعة واحدة أو على أقساط حسب ما تُحدده الشركة المُصدرة، وينطوي هذا الإلتزام على إلتزامات أخرى، فهو يضمن إستحقاق مبلغ السند، كما يضمن خلوه من أي عيب خفي² حتى تنتفع الشركة بقيمة القرض إنتفاعا كاملا.

لم يرد تعريف للعيب الخفي في القانون الجزائري كغيره من التشريعات المقارنة، وإكتفى المشرع ببيان شروطه³، في حين هناك من عرفه بطريقة مادية أو تركيبية وضيقة؛ لكن

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 66.

² يوسف محمد المصاروة، مرجع نفسه، ص 67.

³ المادة 379 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 194 من القانون المدني الأردني، والمادة 43 من مجلة الإلتزامات والعقود التونسية، والمادة 1641 من القانون المدني الفرنسي، مرجع سابق.

_Art. 1641 C.civ.fr : « le vendeur est tenu de la garantie à raison des défauts cachés de la chose vendu qui la rendent impropre à l'usage auquel on la destine, ou qui diminuent tellement cet usage que l'acheteur ne l'aurait pas acquis, ou n'en aurait donné qu'un moindre prix, s'il les avait connus».

موضوعية، على أنه: "تشوه أو شذوذ anomalie؛ عيب تكويني malfaçon؛ تلف أو عطل avarie؛ تغيير altération؛ خلل أو قصور défectuosité أو تدهور dégradation وكلها صفات تجعل المحل غير صالح للإستعمال المُخصص له"¹. فالعيب هو الآفة الطارئة على الفطرة السليمة للمبيع التي تُنقص من قيمته ومنفعته الإقتصادية؛ وإن كان المشرع الجزائري قد نظم أحكامه في عقد البيع على غرار باقي التشريعات، فالأمر راجع إلى أن هذا العقد رئيسي ينقل الملكية والحيازة؛ لكن لا يعني أن الضمان يقتصر على عقد البيع فقط؛ إنما نجده كذلك في عقد الشركة²، فيلتزم مالك السند بضمان إستحقاق الأموال التي يدفعها للشركة عند الإكتتاب، ويُعتبر الإلتزام بالضمان إمتداد للإلتزام بالتسليم³ la garantie est une obligation continuée، ومثال ذلك؛ إذا قَدّم المُكْتَتَب أثناء الإكتتاب شيكا بدلاً من دفع قيمة السند نقداً، وبعد مُدة تبيّن أنه مسروق أو سبق إستحقاقه من قبل الغير المُستفيد، ففي هذه الحالة يحق للشركة مطالبة المُكْتَتَب مالك السند بدفع مبلغ الإكتتاب مرة أخرى عن طريق دعوى الاستحقاق؛ لأنه لم يُسَلِّم للمشتري (الشركة) محل عقد الإكتتاب⁴، زيادة عن تعويضها عما لحقها من خسارة وما فاتها من كسب⁵. أما إذا تم الوفاء نقداً وتبيّن بعد ذلك أنها مُزوّرة، هنا يُصبح العيب خفياً يُعطي للشركة حق مطالبة مالك السند بتعويض عادل للضرر، كأن يُعيد دفع مقدارها بنقود سليمة ويُعوّضها عن الخسارة التي

¹ مريم يغلي، المعالجة القانونية لمسألة التداخل بين الإلتزام بالتسليم المطابق والإلتزام بضمان العيوب، مجلة العلوم القانونية والسياسية، مج09، ع01، جانفي 2018، ص349. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/33837> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/12 على الساعة 19:22.

² خليل أحمد حسن قدارة، مرجع سابق، ص 173_174.

³ J.REVEL, op. cit., p.05. voir aussi Cassation commercial, 25 juin 1980, bulletin civil.IV, n°/277.

عن سامي بلعابد، الطبيعة القانونية للإلتزام بضمان العيوب الخفية، مجلة العلوم الإنسانية، مج25، ع02، جوان 2014، ص473. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/90081> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/01/15 على الساعة 17:19.

⁴ زاهية حورية سي يوسف، مرجع سابق، ص270.

⁵ المادة 375 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

لحقتها جزاء العيب¹ الذي أنقص من منفعة الملكية؛ لأن العيب الخفي يؤثر على قيمة المبالغ المُقدّمة، إما في نُقص قيمتها أو نُقص منفعتها².

وإن كان البعض يعتبر أن الضمان لا يتوجّب على نوع مُعيّن من المبيعات مثل المثليات - وهو ما يؤيده إجتهااد القضاء الفرنسي-؛ لأن إمكانية إستبدال المحل المعيب بمحل آخر صحيح قد تكون مستحيلة في بعض الأحيان، أما في الجزائر ولبنان يشمل الضمان كل البيوع سواء كانت أموال منقولة مادية أو غير مادية، بالإضافة إلى الأموال غير المنقولة³. وعلى إثر ذلك، فمحل إلتزام المُكاتب يكون مُطابقا عندما يكون هو الشيء المُتفق عليه في نشرة الإكتتاب، وبمجرد أن يُقدّم المُكاتب للشركة المُصدرة مقابلا للسندات غير صالح للإستعمال المُخصّص له للأسباب السابق ذكرها؛ فإنه يكون قد فشل في أداء إلتزامه.

ثانيا: الإلتزام بالمحافظة على وثائق السندات

تُسَلّم الشركة (البائع) للمُكاتب حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل (المشتري) بطاقة إكتتاب، إضافة إلى مُلحقات أو قسيمات أخرى مُتعلقة بالسند⁴، فيتوجّب عليه المحافظة عليها من السرقة والضياع؛ فإذا حدث وضاع السند لأسباب مختلفة عليه إعلام الشركة بالواقعة في الحال خوفا من أن يُطالب الحائز غير الحقيقي بقيمته، فما الهدف سوى تنبيه الشركة لتتوقّف عن دفع الفوائد للحامل الجديد -غير القانوني-⁵. وإذا حدث العكس وتقدّم هذا الحائز للمُطالبة بالفوائد أو أصل الدين، هنا على الشركة مُطالبته بإثبات حيازته للسند؛ فإذا فشل تسترده منه، على أن تُعيده لمالكه الحقيقي أي المُكاتب القانوني؛ لكن إذا نجح في إثبات حقيقة حيازته، هنا يمكن للشركة أن تُغيّر القيود لصالحه، غير أن هذا لا يُفقد المالك الحقيقي ملكية سنده الإسمي المُثبت عن طريق

¹ - سماح رجب موسى، مرجع سابق، ص75.

² - هناك حالة تتصل بصفة في البذل؛ بحيث لا تنقص من قيمة الشيء ولا من نفعه، غير أنها تجعل المبيع غير مرغوب فيه من طرف الشركة (المشتري)، فتخلف هذه الصفة يجعل الشيء المبيع في نفس مرتبة الشيء المعيب، وهو ما نص عليه المشرع الجزائري كعدم صلاحية الشيء المبيع للعمل لمدة معيّنة، وهذه كلها ضمانات متنوعة شرّعها المشرع لصالح المشتري في أحكام القانون المدني. زاهية حورية سي يوسف، مرجع سابق، ص277.

³ - زاهية حورية سي يوسف، مرجع نفسه، ص278.

⁴ - المادة 394 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁵ - سماح جعفر موسى، مرجع سابق، ص76.

القيد مثلما سبق الإشارة إليه، فأى تغيير في صفة المالك يتبعه إجراءات تقوم بها الشركة، كتغيير القيد في سجلاتها بعد تقدّمه للمطالبة بصك جديد¹.

ثالثا: الإلتزام بعدم التدخل في شؤون إدارة الشركة المُصدرة

يلتزم حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بعدم التدخل في إدارة شركة المساهمة المُصدرة؛ لأنهم مُجرّد مُقرضين لها قامت بالتعاقد معهم بناء على علاقة خارجية، ولا يمتد تأثيرهم لدرجة التدخّل في شؤون إدارتها الداخلية التي تعني المساهمين بالدرجة الأولى وليس الدائنين. غير أنه بمقابل ذلك، إذا إتخذت الشركة مجموعة قرارات من شأنها التأثير على مصالحهم وأموالهم وإضعافا للضمانات المُقرّرة لهم، يمكنهم حينها مناقشة هذه القرارات وما تُخلّفه من آثار داخل جمعياتهم العامة بالكيفيات المنصوص عليها قانونا، ويُشكّل هذا مُجرّد ردة فعل على ما تقوم به الشركة من تصرفات، فالمنع يشمل التدخل في شؤون الإدارة العادية من أجل التدخّل فقط شأنهم شأن المساهمين، وهذا الأمر لا يستوي معهم بالنظر إلى مراكزهم التي تختلف جوهريا عن المساهمين كونهم أقل تضررا منهم، كما أنهم متأكدون من إقتطاع حقوقهم كيفما كانت حالة الشركة.

المبحث الثاني

الآليات القانونية لحماية مركز حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم

يتربّع مالكو سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم على مركز الدائنين بالنسبة لشركة المساهمة، فهم مجموعة من الفاعلين الإقتصاديّين والتجاريّين الذين يحجزون مكانة أساسية في المنظومة الإقتصادية؛ بل إنهم منبع الوقود الذي تحتاجه الحركة التجارية نظرا لكون الشركة تبقى بحاجة إلى السيولة النقدية، مما يجعلها في علاقة دائنية مباشرة مع المدخرين في سنداتهما. ومادامت الشركة في أحسن حالاتها، فما من شك يثور حول إستحقاق هؤلاء الدائنين قيمة قروضهم بمُجرد حلول مواعيدها المُقرّرة؛ لكن ما من ضامن لذلك، فقد يُصادف أجل الاستحقاق حالة عجز

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 69.

تُصيب الشركة وتجعلها في وضعية يصعب معها تنفيذ إلتزاماتها تجاههم، الأمر الذي يجعلهم يتساءلون عن مدى نجاعة الحماية المقررة لحقوقهم المترتبة على ذمتها¹، خاصة أن أي توقف مُحتمل للشركة عن الدفع يُصبح معه حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في وضعية تزام مع باقي حملة سندات الإصدارات الأخرى وحتى الدائنين الآخرين للشركة، وهو ما لا يرغبونه أبداً، مما يعني أنهم لا يقدمون على خطوة الإكتتاب في أسناد الشركة؛ إلا إذا تضمنت نشرة الإصدار ضمانات كافية من شأنها طمأننتهم مسبقاً على وضعيتهم المستقبلية مع الشركة، وهذه الفكرة نابعة من القواعد العامة؛ بحيث أنه إذا ترتب إلتزام على ذمة المُلتزم، فالأصل أن يقوم به مُختاراً لا مُجبراً، ولو أن إمكانية استخدام الدائن حقه في اللجوء إلى التنفيذ الجبري يبقى أمراً مُمكناً. في مقابل ذلك، منحت التشريعات المقارنة الضوء الأخضر للشركات المُصدرة قصد إنشاء ضمانات مختلفة لحساب الكتلة. ومهما كانت هذه الضمانات، يُطرح التساؤل حول مواعيد تقريرها؟ وهل تقريرها مسألة وجوبية على الشركة أم تبقى لها السلطة التقديرية في ذلك؟.

المطلب الأول

الضمانات المُكرّسة قبل إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يشغل موضوع ضمان سندات الاستحقاق بما فيها القابلة للتحويل مكانة بالغة عند حملة هذه السندات، مما يستوجب ضرورة التطرق له والبحث فيه دون الإكتفاء بمُجرد الإحالة إليه كأحد البيانات التي تتضمنها نشرة الإصدار السابق ذكرها بمناسبة الحديث عن شروط الإصدار، فلا نجد مانع من التوسع فيها لاسيما أنها تمثل إحدى العوامل التي تجذب المدخرين للإكتتاب في سندات شركة المساهمة بكل طمأنينة، خاصة إذا كان رأس مالها غير كافي ولا يبعث الإرتياح، فمن حق حملة السندات الإطمئنان على حقوقهم وإحاطتها بسياج من الضمانات بُغية توفير الحماية الكافية لهم. فالشركة المُصدرة دائماً ما تُفكر في الطريقة المثلى التي تدفع الجمهور إلى الإقبال على الإكتتاب في سنداتها؛ لذا تلجأ إلى تضمين نشرة الإصدار شرط أو بند يُفيد وجود ضمان أو أكثر

¹ _علي المجهد، آليات حماية الدائنين في ضوء مستجدات القانون 73.17 (التصريح بالديون ودعوى رفع السقوط نموذجاً). مقال متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://loiarabe.blogspot.com/2020/04/7317.html%3Fm%3D1&ved=2ahUKEwio7ub86KXrAhVFxoUKHRmDhoQFjAAegQIARAB&usq=AOvVaw2cmsdzbomK>

4G1AaejdEkn7 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/18 على الساعة 01:20.

لوفاء قيمة القرض في ميعاد إستحقاقه، وهو ما يُزيح اللبس بشأن مدى ملاءة نمتها المالية، لاسيما إذا كان مركزها داخل السوق مُهتز وسمعتها ليست مثالية. أما إذا كانت ذات سمعة جيدة؛ فإنها تكتفي بالبيانات الأساسية دون الحاجة إلى تضمين نشرة الإصدار شروط إضافية أكثر من تلك التي أوجدها القانون، ولو أن مُتطلبات المنافسة الحديثة أصبحت تفرض مثل هذه الضمانات تلقائياً، وتبقى هذه المسألة تقديرية للشركة؛ فإذا قرّرت الإكتفاء بالضمان العام (الفرع الأول) حينها يبقى إصدارها مُنتج لآثاره، أما إذا تجاوزته إلى إصدار ضمانات خاصة (الفرع الثاني) فلا ضرر على الدائنين؛ بل من شأن ذلك أن يُدعم حقوقهم أكثر.

الفرع الأول

الضمانات العامة المُقرّرة لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

المقصود بضمانات الدين، هي الوسائل التي تضمن أو تكفل للدائنين إستيفاء ديونهم أو تُؤمّن لهم تحصيلها، ومن هنا يمكن تسميتها أيضاً بالتأمينات. وفيما يتعلّق بالأنشطة التجارية خصوصاً، إتّبعَت التشريعات سياسة عامة وقائية وتهديدية لحماية الثقة في هذا النوع من المعاملات¹، عن طريق تطبيق القواعد العامة الموجودة في القانون المدني، وهو فعلاً ما نجده ضمن أحكام القانون المدني الجزائري، الذي تضمن وسائل حماية الضمان العام بعد مسألة تنفيذ الإلتزام في القسم الأول من الفصل الثالث من الباب الثاني من الكتاب الثاني، وجعلها في مُتناول الدائن للمحافظة على ضمانه العام لاسيما في علاقته مع شركة المساهمة التي مسؤولة الشركاء فيها محدودة بمقدار ما يملكونه. فإذا كانت المسؤولية المحدودة ميزة إيجابية تحسب لصالح الشركاء؛ فإنها لا تعتبر كذلك من وجهة نظر الغير لاسيما دائني الشركة.

¹ -سحر رشيد النعيمي، الضمانات القانونية والإتفاقية المقررة لدائني الشركات -دراسة مقارنة-، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، مج37، ع01، 2013، ص592. متوفر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/474739> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/15 على الساعة 14:18.

بما أن التشريعات المقارنة¹ قد أكدت على إمكانية إلحاق إصدار سندات الاستحقاق بضمانات -وما يجب أخذه في الحسبان أن ما يسري على سندات الاستحقاق بالإجمال يسري على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم-، فعلى هذا الأساس يمكن تصنيف السندات على أنها مضمونة أو غير مضمونة، فالسندات المضمونة هي التي تُرتَّب لها الشركة المصدرة ضمانات خاصة للوفاء بقيمتها، أما إذا لم تُخصَّص لها ذلك تكون مضمونة بقوة القانون عن طريق الضمان العام المُنظَّم بموجب الأحكام العامة والمُقرَّر لسائر الدائنين، إضافة إلى ما هو مُنظَّم بموجب الأحكام الخاصة بالشركات التجارية.

أولاً: المقصود بالضمان العام

نشأت الشركة التجارية كشخص إعتباري وإحتضنها القانون وإعترف لها بالشخصية القانونية، كما إعترف لها بالذمة المالية التي تبرز من خلال النظر إليها كمجموعة مُستقلة عن عناصرها نتيجة وحدتها المُتولَّدة عن تماسك هذه العناصر، ويترتَّب على ذلك تحقيق الضمان العام لدائنيها، الذي لا يقع على مال بعينه؛ إنما على الجانب الإيجابي لذمة المدين ككل بغض النظر عن مُفردات مُكوناته الحالية والمُستقبلية وقت التنفيذ؛ لأن الضمان يشمل كل الأموال التي كانت في ذمة الشركة عند إصدارها للسندات بالإضافة إلى ما إكتسبته بعد الإصدار، دون أن يشمل الأموال التي كانت تملكها وأُفصحت عنها في نشرة الإصدار وخرجت من ملكيتها قبل التنفيذ²، فالدائن يستطيع وقت التنفيذ أن يتخيَّر ما يشاء من أموال الشركة المدينة للتنفيذ عليها³.

فالضمان العام يُصَّب في معنى أن جميع أموال المدين ضامنة للوفاء بديونه⁴ عند حلول أجل الوفاء، على أن يستوفيه الدائنون جبراً إذا إقتضى الأمر بالتنفيذ عليه على قدم المساواة بينهم¹،

¹ أنظر المادة 122 من قانون الشركات الأردني، يقابلها المادة 141 فقرة 02 من قانون الشركات البحريني، والمادة 50 من قانون شركات المساهمة المصري، والمادة 294 من قانون شركة المساهمة المغربي، والفصل 336 فقرة 05 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

² بني مصطفى أكرم مصلح عبد الكريم، مرجع سابق، ص 181.

³ سمير عبد السيد تناغو، مرجع سابق، ص 03.

⁴ المادة 229 فقرة أ من القانون المدني البحريني، يقابلها المادة 234 من القانون المدني المصري، والمادة 365 من القانون المدني الأردني، والمادة 1241 من قانون الإلتزامات والعقود المغربي، والمادة 188 فقرة 01 من القانون المدني الجزائري، وكذا المادة 307 من المرسوم بالقانون رقم 67 لسنة 1980، المتعلق بإصدار القانون المدني الكويتي، متوفر

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

ومن هنا تبرز أهمية تناسب رأسمال الشركة مع نشاطها وحجمها، الذي يعكس بشكل مباشر قدرة المُتعاملين معها على تحصيل حقوقهم بشكل أكبر، وخطر ضياعها يقل إذا إتسع لهم هذا الضمان. أما إذا لم تكفيهم هذه الأموال واتخذوا جميعاً إجراءات التنفيذ في ذات الوقت؛ فإنهم يتقاسمونها كلٌّ بحسب حقه، ولا يستوفي كل منهم إلا جزء فقط من هذا الحق إذا لم تكن موجوداتها عامرة. أما إذا تخلف بعضهم عن إقتضاء حقوقهم وتقدم الآخرون؛ فإنهم يحصلون على حقوقهم كلها أو بعضها دون المُتخلفين²، فالدائنون يُنفذون على مالية الشركة المدينة سواء كان التنفيذ عينياً أو بطريق التعويض؛ لأن الأصل أن يتولى المدين (الشركة المُستقرضة) تنفيذ التزامه حراً مُختاراً بمجرد أن يطلبه الدائن (حامل السند)، تزامناً مع حلول ميعاد الاستحقاق المُتفق عليه.

يتشكل الضمان العام من موجودات الشركة، ففور إنشائها تكون خصومها مُساوية لأصولها وهو ما يعني مُطابقة رأسمالها لموجوداتها، غير أنها بمجرد ما تُبأشر نشاطها تكتسب حقوقاً وتتحمّل إلتزامات، أي أنها تُحقّق أرباحاً وتتكبّد خسائر، مما يعني أن عناصر موجوداتها مُتغيّرة بإستمرار عكس عناصر رأسمالها التي تظل ثابتة، كونها تُمثّل قيمة حصص الشركاء ولا تتغيّر إلا بقرار زيادته³ أو تخفيضه⁴، أما موجوداتها تتغيّر بتغيّر نشاطها. ولأن موجوداتها هي التي تكون محلاً للضمان العام؛ فإن الذي يضمن وفاء الشركة المدينة بديونها هو مجموع أموالها وليس مُفرداتها، لتكون للشركة حُرّية التصرف في مُفرداتها دون أن تستطيع جماعة حملة السندات منعها، وتظل تعلق مصلحة الشركة وما تقتضيه خاصة إذا كان الغرض من إستعمال مُفرداتها سوف يعود

على الرابط: https://www.icnl.org/wp-content/uploads/Kuwait_KuwaitCivilCode1980.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/20 على الساعة 09:25.

¹ إدريس الفاخوري، مُدونة الحقوق العينية وفق القانون 39.08، منشورات مجلة الحقوق سلسلة المعارف القانونية والقضائية، د ط، د ب ن، د س ن، ص 185.

² عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج 10، (التأمينات الشخصية والعينية)، د ط، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د س ن، ص 03.

³ أنظر بخصوص حالات زيادة رأسمال الشركة المواد 112-113 من قانون الشركات الأردني، يقابله المواد من 182 إلى 201 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمواد من 125 إلى 131 من قانون الشركات البحريني، والمواد من 687 إلى 708 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ أنظر بخصوص حالات تخفيض رأسمال الشركة المواد 114-115 من قانون الشركات الأردني، يقابله المواد من 208 إلى 215 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمواد من 132 إلى 137 من قانون الشركات البحريني، والمادتين 712-713 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها

عليها بالمنفعة. أما المصلحة العامة تتجسد من خلال حرية تداول سندات التي لن تتحقق إذا مُنعت من التصرف فيها، الأمر الذي يدعو إلى التردد في التعامل معها ويبخس الأموال قيمتها¹.

ثانياً: المحافظة على الضمان العام

باعتبار أن الضمان العام يتقرر لجميع الدائنين؛ فإن ذلك لا ينبغي أن يُفسر على أنه قيد يؤدي لشل الشركة المدينة عن التصرف في أموالها بحجة الإنتقاص من حقوق دائنيها، كما أن حقها في إدارة أموالها والتصرف فيها لا يتأثر بكثرة الديون أو بتعدد الدائنين؛ إنما يظل قائماً حتى تتخذ إجراءات التنفيذ أو يصدر حكم قضائي بغل يدها عن التصرف في ماليتها². هذا من جانب؛ لكن من جانب آخر قد تسعى الشركة إلى إبرام تعهدات من شأنها إضعاف الضمان المقرر لهم، ليصبحوا مُهددين جزاء تبديد الشركة لماليتها نتيجة قيامها بتصرفات جديدة يتوَلَد عنها دخول دائنين آخرين يُزاحمون حملة السندات القدامى، وهو ما يستدعي ضرورة إيجاد الوسائل المشروعة لحماية الضمان العام الذي من مصلحة الدائنين الإطمئنان إلى ثباته ولما لا زيادته، فمن غير الحكمة ترك الدائن تحت رحمة تصرفات المدين، فلا يخفى أن لذلك إنعكاس على المنظومة الإقتصادية برُمئتها، وهو ما جعل التشريعات تتسارع لتضمين قوانينها ما يُفيد من وسائل تحمي هذا الضمان³.

أ- الوسائل العامة لحماية الضمان العام

أقرت التشريعات المختلفة مبدأ عام، أساسه أن أموال المدين جميعها ضامنة للوفاء بديونه، كما ألحقته بالآليات التي تحميه وتجعل منه أمر ملموس. وللمخاطبين بهذا النص سواء حملة

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص252.

² عمار محسن كزار، ضمان الوفاء بدين الملتزم بالأداء، مجلة الجامعة العراقية، ع40، د س ن، ص453. متوفر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/download/69a7ca4555a7c98d> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 16:13.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص254.

سندات الاستحقاق أو غيرهم أن يتخذوا طرقاً تحفظية وأخرى تنفيذية تحمي كل أو جزء من موجوداتها الحالية والمستقبلية، كما لهم أن يتخذوا طرقاً في مرتبة وسطى بين الإثنين¹.

1- الطرق التحفظية

يُقصد بها الآليات التي يتخذها الدائن في حق مدينه ويستطيع من خلالها الإحتياط ضد التصرفات المضرة به، كما يهدف من وراءها إلى المحافظة على ضمانه العام والإبقاء على ذمته كما هي. بالتالي، لهذه الإجراءات وظيفة غير مباشرة ولها صلة بالتنفيذ العيني؛ إذ تؤدي إلى تأمين الحق الموضوعي لحملة السندات من تصرفات الشركة المدينة أو من توأطنها مع الغير بُغية إلحاق الضرر بهذا الضمان؛ لذا لهم أن يتدخلوا بعدة أشكال كأن يُوقَّعوا على حجز تحفظي - الحجز الإحتياطي كما سماه المشرع الأردني - على أموال الشركة قبل إقامة دعوى المطالبة بقيمة السندات عند حلول ميعاد إستحقاقها²، أو أن تتدخل هيئة مالكي سندات الاستحقاق في إجراء قسمة المال المُشاع المملوك للشركة مع آخرين³، أو أن تُنظّم هذه الهيئة كخصم ثالث في الدعوى التي تُرفع من الشركة أو عليها قصد مراقبة سير إجراءاتها ومنع تأمرها مع الغير إضراراً بحقوق مالكي سندات الاستحقاق⁴، كما يمكن لجماعة حاملي السندات قطع التقادم بالنسبة لمُدّة هذا الحق، كما لها أن تقوم بقبْد رهن ضامن لقيمة السندات وغيرها من الحالات الأخرى⁵.

¹ عبد الرزاق أحمد السنهوري، ج10، مرجع سابق، ص03.

² المادة 141 فقرة 01 من أصول المحاكمات المدنية الأردني لسنة 1988 محدث ومنقح. متوفر على الرابط:

<https://jordan-lawyer.com/2016/12/22/civil-law-procedures-jordan-law-of-1988> تم الإطلاع بتاريخ:

2020/02/04 على الساعة 19:33. والمادة 659 من القانون رقم 09/08، المؤرخ في 18 صفر عام 1429 الموافق

25 فبراير سنة 2008، يتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية الجزائري، ج ر ع 21، المؤرخة في 2008/04/23.

³ المادة 1045 فقرة 01 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

⁴ المادة 114 فقرة 03 من قانون أصول المحاكمات المدنية الأردني، مرجع سابق.

⁵ عبد الرزاق أحمد السنهوري، ج10، مرجع سابق، ص03.

2- الطرق التنفيذية

بعكس الطرق التحفظية التي تهدف إلى المحافظة على حقوق حملة السندات؛ فإن الطرق التنفيذية تهدف إلى إستيفاء هذه الحقوق من أموال الشركة، ويتكفل تنظيم أحكامها قانون المرافعات¹ -الإجراءات المدنية والإدارية-؛ إذ أن الأثر المباشر لدخول المُقرضين في رابطة تعاقدية مع الشركة المدينة هو إلزامها التام بتنفيذ آثار العقد إختيارياً، غير أنه قد يحدث خلل ما يمنع وفائها التلقائي، مما يجعل حملة السندات يستنفذون جميع الإجراءات التي يهدفون من خلالها الحصول على حقهم الموضوعي الناتج عن العلاقة التعاقدية عيّنًا حفاظًا على مركزهم الإقتصادي، وقد يتّضح لهم إستحالة ذلك إما لأسباب خاصة بالشركة أو لأسباب أخرى خارجة عن إرادتها. وأيًا كانت هذه الأسباب؛ فإن الإجراءات التنفيذية ليست الغاية في حد ذاتها؛ بل الغاية الأساسية من إقامتها في غالب الأحيان هي المساهمة في حماية حقوقهم المُتمثلة؛ لذا فهي تخضع في إستعمالها لمبدأ التدرّج حسب خطورتها، وهو ما يؤكد على النية التشريعية في المحافظة على العلاقة العقدية بكل الوسائل²، والتنفيذ يكون بالحجز على أموال الشركة وبيعها³.

¹ عبد الرزاق أحمد السنهوري، ج10، مرجع سابق، ص03.

² يوسف لوني، الحماية الإجرائية للدائن المتعاقد في التنفيذ العيني، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية قسم الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2018/2019، ص06.

³ لقد بيّن المشرع الأردني أحكام التنفيذ على المنقولات (من المادة 27 إلى 69)، وعلى العقارات (من 70 إلى 110)، وإجراء الحجز أموال الشركة المدينة الموجودة لدى الغير (المادة 31)، وإجراءات توزيع ما ينتج من حجز أموال المدين وبيعها على الدائنين سواء عن طريق التقييم بالمحاصة أو عن طريق التوزيع حسب درجات الدائنين (من المادة 111 إلى

114). راجع قانون التنفيذ المؤقت رقم 36 لسنة 2002. متوفر على الرابط: <https://www.iclc-law.com/ar/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%86%D8%B4%D9%88%D8%B1%D8%A7%D8%AA/119-%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%86%D9%81%D9%8A%D8%B0->

[D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%AF%D9%86%D9%8A](https://www.iclc-law.com/ar/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%AF%D9%86%D9%8A) تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/20 على الساعة 23:19. كما تضمّن قانون الإجراءات المدنية والإدارية الجزائري الحجز وإجراءاتها ضمن الفصل الثاني من الباب الخامس في المادة 646 وما يليها.

3- الطرق الوسطى بين التحفظية والتنفيذية

هي مجموعة وسائل تمهيدية تقف وسطاً بين الطرق التحفظية والتنفيذية من حيث غرضها والأثر الذي تُخلفه، ولا تقتصر على مجرد التحفظ على أموال الشركة المدينة خوفاً من ضياعها، وفي ذات الوقت لا تهدف إلى إستيفاء حقوق الدائنين؛ إنما تقصد التمهيد للتنفيذ دون أن تستغرقه، وتُرد جميعها إلى المبدأ العام الذي تم ذكره¹، فهي أقوى من الإجراءات التحفظية؛ لأنها تغل يد المدين -الشركة المُصدرة- عن التصرف في أمواله إهمالاً وغشا منه مُقترن بسوء نية، وهي في ذات الوقت أضعف من الإجراءات التنفيذية؛ حيث لا تكفي وحدها للوفاء بحق الدائن؛ بل يجب عليه إتخاذ ما يراه مُناسباً من إجراءات تنفيذية لإقتطاع حقه²، خاصة أن القانون المدني يمنح للدائن حق مراقبة الذمة المالية للمدين، وكذا ممارسة الدعاوى التي لا يقوم بها بهدف إبطال كل الأعمال الإحتيالية وغير القانونية³.

وقد عدّ القانون المدني الجزائري كغيره من القوانين هذه الوسائل وحصرها في الدعوى غير المباشرة⁴؛ الدعوى البوليصية⁵ والدعوى الصورية⁶، التي سوف يُشار إليها بالقدر اللازم الذي يتوافق مع ما يُمكن تطبيقه على هيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، التي يُمكنها إستعمال هذه الوسائل كلها أو بعضها بالكيفية التي تحمي حقوق أعضائها من التصرفات الضارة بمصلحتهم، وإن كان تضمين المشرع لوسائل حماية الضمان العام بعد مسألة تنفيذ الإلتزام أمر غير منطقي، كَوْن هذه الوسائل يستعملها الدائنون المُتمثلون في حملة السندات ضد الشركة خلال المرحلة السابقة للتنفيذ وليس بعده.

¹ عبد الرزاق أحمد السنهوري، ج10، مرجع سابق، ص04.

² عبد الرزاق أحمد السنهوري، مرجع نفسه، ص04.

³ _ Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1469, p.740.

⁴ المواد 189-190 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 230 من القانون المدني البحريني، والمواد 366-367 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

⁵ المواد 191-197 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المواد 370-374 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

⁶ المواد 198-199 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 368 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

1.3 الدعوى غير المباشرة

مكّنت التشريعات¹ من خلال الدعوى غير المباشرة، الدائن حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم من ملاحقة مقدار ما يدين به للشركة ولو كان في ذمة غيرها، كلما توفرت حالات مُعيّنة أساسها هو إهمال الشركة لإحقها في المطالبة بديونها²، وهذا كاستثناء عن قاعدة نسبية أثر العقد، مما يُعتبر نوع من الإستجابة لإعتبارات العدالة. وتُقام هذه الدعوى عن طريق اللجوء إلى القضاء بعد التأكد من إستيفاء كافة الشروط القانونية المُتطلّبة لرفعها، لاسيما الشروط الشكلية التي تستوجب أن يجتمع في الدائن الصفة والمصلحة بالإضافة إلى أهلية التقاضي³، دون إهمال باقي الشروط الموضوعية الأخرى؛ كأن يكون دين حامل سند الاستحقاق مُحقق الوجود وثابت المقدار تجاه الشركة ومُثبت بموجب وثيقة الإكتتاب وخالي من أي نزاع وغير مُعلّق على شرط أو أجل، ولم يشترط القانون المدني الفرنسي ولا الجزائري ضرورة حصول الدائن على رخصة من المحكمة للحلول محل الشركة؛ لأن حق حملة السندات قانوني ويدخل ضمن باب الحماية القانونية للدائن وليس من باب الحماية الإتفاقية، عكس المشرع التونسي الذي يفرض إستئذان الحاكم⁴.

ولأن عدد حملة السندات يتجاوز المائة؛ فإنه من غير الممكن أن يرفع كل مالك دعواه مُنفرداً؛ لذا تُرك الأمر لمُمثل الجماعة أو من يُصطلح عليه بأمين الإصدار⁵ الذي يملك صفة تمثيلها، أن يُقيم دعوى المطالبة بديون الشركة الموجودة لدى الغير والتي تتقاعس عن تحصيلها إما غشا منها أو بسبب إهمالها. وفي سبيل ذلك، عليه أن يقوم بإدخال الشركة في الدعوى

¹ المادة 230 من القانون المدني البحريني، يقابلها المادة 366 من القانون المدني الأردني، والمادة 308 من القانون المدني الكويتي، والمادة 235 من القانون المدني المصري، مرجع سابق.

² جمال عبد الكاظم الحاج ياسين، ملاحقة الدين في ذمة المدين عن طريق الدعوى المباشرة، مجلة رسالة الحقوق، مج9، ع03، 2017، ص225. متوفر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/article/175931> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 12:17.

³ يجب على الشركة المدينة أن تمسك عن إستعمال حقوقها؛ كأن تمتنع عن المطالبة بدين حلّ أجله في مواجهة مدينها الآخر الذي ليس هو حامل السند، ومن شأن هذا الإمساك أن يزيد في ديونها أو يصعب من مؤموريتها أكثر.

⁴ محمد المالقي، محاضرات في شرح القانون المدني التونسي، ط02، مركز النشر الجامعي، 2003، ص268.

⁵ إن وكيل الإصدار يُعد نائباً عن حملة السندات، ومصدر هذه النيابة هو القانون الذي جمعهم في هيئة واحدة على سبيل الإلزام.

المرفوعة ضد مدينها، بالإضافة إلى إثباته أنها مُسبِكة تماما عن إستعمال حقوقها، ومن شأن هذا الإمساك أن يزيد في ديونها أو يُصعّب من مأموريتها أكثر، الأمر الذي يُؤدي إلى الإضرار بها كالزيادة في إلتزاماتها تجاه دائنيها. ويستطيع وكيل الجماعة أن يُباشر نيابة عن الشركة جميع الحقوق المرتبطة بدينها كالمطالبة ببطلان العقد أو فسخه، أو دفع ثمن المبيع أو الطعن في حكم قضائي، أو المطالبة بتعويض عادل عن الأضرار التي أصابتها وغيره من الأمثلة¹.

2.3 الدعوى البوليصة

تُسمى كذلك دعوى عدم نفاذ التصرف²، وتُمثّل هذه الدعوى الوسيلة الأمل التي يطعن بها أمين الإصدار في التصرفات الإيجابية التي تُقدّم عليها الشركة والمنطوية على غش أو تدليس من شأنه الإنقاص من ضمانها العام، فتكون تصرفاتها الضارة بحملة السندات غير نافذة في مواجهتهم³؛ كأن تُقدّم الشركة سيئة النية على إبرام عقود تعود عليها بالضرر مع علمها المُسبق بحصيلة هذه التصرفات. فالمقصود بالغش، إقدام الشركة المدينة على إبرام تصرفات بنية الإضرار بدائنيها من حملة السندات وليس بغرض تحقيق نتائج إيجابية تُساهم في تخفيض ديونها، ويتحقّق هذا متى أقدمت على عقد تصرفات وهي عالمة بنتيجتها المُضرة بهم أو هي عالمة بأن وضعيتها المالية لا تسمح لها بذلك⁴، ويكون هذا أساسا في تصرفات المعاوضة؛ لأن التصرفات التبرعية لا تشترط حالة الغش، كونها غير نافذة في حق الحملة وإن كان المُتصرف إليه حسن النية⁵.

3.3 الدعوى الصورية

¹ أنظر في المعنى عبد الرزاق دربال، مرجع سابق، ص32.

² المادة 310 من القانون المدني الكويتي، يقابلها المادة 232 من القانون المدني البحريني، والمادة 370 من القانون المدني الأردني، والمواد من 237 إلى 243 من القانون المدني المصري، بخصوص المشرع الفرنسي:

Art. 1341 C.civ.fr

³ المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 468751، الصادر بتاريخ: 2009/04/15، مجلة المحكمة العليا، ع01، 2010، ص125. متوفر على الرابط:

<https://drive.google.com/file/d/1gdqxaWX52k2Cc8bLC6iMdGXIGkDjJvg/view> تم الإطلاع بتاريخ:

2020/04/19 على الساعة 20:20.

⁴ عبد الرزاق دربال، مرجع سابق، ص35.

⁵ يوسف لوني، مرجع سابق، ص350.

هي الآلية التي يُطعن بها ضد الأوضاع الظاهرة المغلوطة التي إصطنعتها الشركة، وقد تضمنتها مختلف التشريعات¹ على غرار المشرع الجزائري الذي أوردها ضمن أحكام القانون المدني من المادة 191 إلى 197، وإشترط أن يكون الحق الموضوعي لجماعة حملة السندات ثابت؛ حال الأداء؛ مُحقق الوجود، مثلما سبق وإشترطه بخصوص الدعوى غير المباشرة. كما يقع على مُمثل الجماعة إثبات صفة تمثيله وصفة مُثليه كدائنين للشركة، كما يُثبت وقوعهم في ضرر يتمثل في الإنقاص عمدا من ضمانهم العام نتيجة التصرفات الصورية الصادرة عن الشركة سيئة النية، ولا يشترط في حقهم الموضوعي أن يكون تصرف الشركة قد أدى إلى تعقّد وضعها الإقتصادي.

كما يجب الإشارة إلى أن الصورية تفترض وجود تصرفين بين نفس المُتعاقدين، أحدهما ظاهري لم تتجه إليه إرادتهما، والآخر خفي وسري -ورقة الضد la contre-lettre- يُمثل قصدهما الحقيقي، وهذه الإزدواجية ليست سوى بغرض تغييط الغير، وبواسطة هذه الدعوى تُدافع هيئة مالكي سندات الاستحقاق عن أعضائها جزاء الأضرار التي صاحبت تظاهر الشركة بإبرام العقد الصوري للتقريط في أموالها وإخراجها من الضمان العام. ومتى نجحوا في إقامة الدليل؛ فإن العقد الخفي هو الذي يسري على المُتعاقدين وخلفهما العام -حملة السندات-²، فيحكم القاضي الناظر في الدعوى بعدم نفاذ التصرف وليس ببطلانه؛ لأنه يُعطي لطلبات الأطراف التكيف القانوني الصحيح³ ماداموا حسنوا النية وقت إبرام الشركة العقد الصوري، مُعتقدين أن العقد المُبرم بينها وبين الغير هو عقد حقيقي. بالتالي؛ فإن قواعد العدالة وإستقرار المُعاملات تقتضي حماية حملة السندات من تصرفات الشركة الضارة التي قد تعود عليهم سلبا، فأثار الصورية قد تجعلهم يتمسكون بالعقد الصوري أو العقد الحقيقي؛ لأن الأمر مُتوقّف على حسب المصلحة المُتأتية لهم، وهذا الطرح من شأنه أن يُحدث تعارض بين مصالح الدائنين، فقد يتمسك بعضهم بالعقد الحقيقي، في حين يتمسك الآخرون بالعقد الصوري، رغم أن مُعظم التشريعات⁴ تتزاح لصف الدائنين

¹ المادة 368 فقرة 01 من القانون المدني الأردني، بخصوص المشرع الفرنسي:

_Arts.1201 - 1202 C.civ.fr

² أنظر في المعنى عبد الرزاق دربال، مرجع سابق، ص 37.

³ قرار المحكمة العليا رقم 302161، المؤرخ في 2005/05/25. عن يوسف لوني، مرجع سابق، ص 351.

⁴ المادة 244 من القانون المدني المصري، يقابلها المادة 329 من القانون المدني الأردني، والمادة 198 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

المُتمسكين بالعقد الظاهر أو الصوري، في حين يسري على الشركة والمُتعاقد معها وخلفهما العام العقد الحقيقي¹، ولو أن المشرع المصري حسنا فعل عندما منح لدائني المُتعاقدين وللخلف الخاص متى كانوا حسنوا النية حق التمسك بالعقد الصوري، كما لهم أن يتمسكوا بالعقد المُستتر بعد أن يُثبتوا بجميع الوسائل صورية العقد الذي أضرّ بهم، أما إذا تعارضت مصالحهم تكون الأفضلية للأوليين²، لا ربما هذا التوجّه من ممكن أن يكون عليه القانون مستقبلاً، خصوصاً أن المحكمة العليا في قرارها الصادر سنة 2003³ إستدركت النقص التشريعي وسمحت للغير بالطعن في صورية العقد إذا كان يمسّ بحقهم المُكتسب، مما يعني أن القضاء قد منحهم إمكانية التمسك بالعقد الحقيقي.

ب- نقد الضمانات العامة كوسيلة لضمان حقوق حملة سندات الاستحقاق

القابلة للتحويل إلى أسهم

يمكن للدائنين من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تحريك ومباشرة إجراءات ووسائل ضغط على الشركة مدينهم بواسطة مُمثلهم القانوني، قصد إجبارها على أداء إلتزاماتها التعاقدية، صيانة لحقوقهم وإمتثالاً للقوة المُلزّمة للعقد. غير أن هذه الوسائل الضاغطة يقلّ مفعولها لكثرة شروطها وعدم مُعاملتها لهذا النوع من الدائنين مُعاملة مُميزة بالنظر لخصوصية دينهم؛ فإذا كانت الدعوى غير المباشرة سلاحاً أوجدته مختلف التشريعات لحملة السندات ضد إهمال الشركة وغشها؛ إلا أن هذه الدعوى غير كافية بتاتاً؛ حيث يقع عليهم عبئ إثبات وقوعهم في ضرر نتيجة هذا الإهمال والغش الصادر عنها الذي من شأنه أن يؤدي إلى إفلاسها⁴. وحتى إذا نجحوا في ذلك، فليس بإستطاعتهم الإستحواذ على هذا الحق لوحدهم؛ بل يشترك معهم جميع دائني الشركة الآخرين⁵؛ لأن كل ما ينتج عن إستعمال الدعوى غير المباشرة يدخل في الذمة المالية للمدين

¹ المادة 199 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 244 فقرة 01 من القانون المدني المصري، مرجع سابق.

³ المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة العقارية، ملف ع 247879، الصادر بتاريخ: 2003/07/23، مجلة القضائية، ع 02، 2003، ص 243. متوفر على الرابط: <https://drive.google.com/file/d/1AVcwAtf4L5pGlaP2-N9->

[bosRmCrJ382O/view](https://drive.google.com/file/d/1AVcwAtf4L5pGlaP2-N9-) تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/07 على الساعة 19:18.

⁴ المادة 366 فقرة 02 من القانون المدني الأردني، يقابلها المادة 233 من القانون المدني البحريني، مرجع سابق.

⁵ المادة 367 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

الأصلي، ويكون ضامنا لجميع ديونه أي يدخل في الضمان العام لجميع دائنيه، كما أن مُمثل الجماعة الذي رفع الدعوى نيابة عن الشركة المدينة يبقى خاضعا لجميع الدفوع والطلبات المُقابلة التي كان بالإمكان إقامتها ضد الشركة من الغير المُدعى عليه؛ لكن لا يُمكن لهذا الأخير تقديم الدفوع التي تنشأ عن العلاقات الشخصية مع الدائن (الشركة)، بإعتبار أن الدائن المُدعي الحالي (مُمثل جماعة حملة السندات القابلة للتحويل) ليس بخصمه الحقيقي¹.

أما بالنسبة لدعوى عدم نفاذ تصرفات الشركة، فقد لا تتوفّر كل شروطها لدى حملة السندات؛ لأن هذه التصرفات الضارة بهم ليست كلها محل طعن عن طريق الدعوى البوليسية؛ بل فقط التصرفات القانونية دون المادية سواء كانت مُلزمة لجانبين كالعقود التي أبرمتها الشركة أو مُلزمة لجانب واحد كالإبراء، وسواء تمّت بطريق المُعاوضة أو التبرّع²، شرط أن تكون مُفكرة لها³. غير أنه في حال نجاح مُمثل الجماعة في رفع دعواه؛ فإن ما ينتج عنها يتساوى فيه جميع دائني الشركة أيضا ولا يستأثر به مالكو السندات الذين تجشّموا لإقامتها⁴، كما أن الحكم الذي يصدر في الدعوى البوليسية لا يؤدي في التشريع الجزائري إلى فسخ التصرف أو إبطاله؛ بل يجعله غير نافذ الآثار في حق جماعة الدائنين إلى جانب قرائنهم من الدائنين الآخرين، على أن يُعاد المال الذي

¹ _ يوسف لوني، مرجع سابق، ص 341.

² _ المادة 192 من القانون المدني الجزائري، وكذا قرار المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ع 254083، الصادر بتاريخ: 2002/02/06، المجلة القضائية، ع 01، 2003، ص 183. متوفر على الرابط: https://drive.google.com/file/d/11jf-A_WymyF_y8evtyi4xs3u27sQAkl/view تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/02 على الساعة 19:29.

³ _ يشترط المشرع الجزائري صراحة في نص المادة 191 من القانون المدني أن يكون تصرف المدين مفقرا لإمكانية الطعن فيه عن طريق دعوى عدم نفاذ التصرف، والتصرف المفقر هو ما ينقص من حقوق المدين أو يزيد في إلتزاماته ويرتب عسر المدين أو الزيادة في عسره، تأكيدا لقرار المحكمة العليا الصادر في 2009/04/15، يقابله نص المادة 237 من القانون المدني المصري. والجدير بالذكر أن القانون المدني المصري السابق كان يأخذ بالمعنى الضيق للتصرف المُفقر، فيشمل التصرف الذي ينقص من حقوق المدين دون التصرف الذي يزيد من إلتزامه. جميلة تمانى، الغش في العقود، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 01، 2019/2018، ص 104.

⁴ _ المواد من 370 إلى 374 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

تصرفت فيه الشركة، وهو ما أكده القضاء الجزائري الذي أوجب نقض القرار الذي لا يُفرّق بين آثار عدم نفاذ التصرف وبين إبطاله¹.

والشيء نفسه يُقال إذا قامت الشركة مُصدرة السندات بإبرام عقود ظاهرية لتتهريب أموالها بعيدا عن مالكي سندات الاستحقاق عن طريق إستعمال وسائل مُصطنعة، فالدعوى الصورية في هذه الحالة قد لا تُؤدي وظيفتها الكاملة إذا عجز حاملو السندات عن إثبات شروطها؛ حيث أن العقد الظاهر هو الذي يسري وينتج أثره²، أما إذا تمكنوا من إقامة البرهان بحُجة ثابتة التاريخ³، حينها يثبت الحق لعموم الدائنين⁴.

مما لا شك فيه أن الضمان العام ينطوي على أخطار يتحمّلها الدائنون أنفسهم، فمن الناحية الأولى، قد يؤدي تغيير عناصر الجانب الإيجابي لذمة المدين إلى إنتقاصه، أما من الناحية الثانية، تؤدي المساواة بين الدائنين في الضمان العام إلى خطر تزامهم على أموال المدين التي لا تكون كافية للوفاء بكل ديونه. ومن أجل ذلك، وُجدت التأمينات لتُخرج من تكون له الأولوية عن دائرة الدائنين العاديين وتُفرز له حق الأفضلية وحق التتبع⁵، خصوصا أن الضمان العام أثبت فعاليته المحدودة، فهو لا يتجسد في الواقع العملي إلا إذا لجأ الدائنون من حملة السندات للتنفيذ الجبري على أموال الشركة مدينهم، كما أنه لا يمنح للدائن سوى حق الحصول على قيمة مُعادلة للفائدة التي كان يُمثّلها له تنفيذ الأداء الذي كان ينتظره.

¹ المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 459015، الصادر بتاريخ: 2009/11/22، مجلة المحكمة العليا، ع02، 2009، ص147. متوفر على الرابط:

<https://drive.google.com/file/d/1krREfBXzNDbs4Py6DgO0JsvKX6JF3v4K/view> تم الإطلاع بتاريخ:

2021/04/02 على الساعة 18:18.

² عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد، ج02، نظرية الإلتزام بوجه عام (الإثبات-آثار الإلتزام)، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1968، ص1086.

³ محمد المالقي، مرجع سابق، ص258.

⁴ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص267.

⁵ عبد المجيد زعلاني، مرجع سابق، ص40.

الفرع الثاني

الضمانات الخاصة المُقرّرة لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

ما فتأت الإرادة التشريعية تستهدف الدائن بالحماية وتُعزّز مركزه بضمانات مُتعدّدة ومتنوعة، حتى سارعت إرادة الأطراف المُتعاقدة إلى إستحداث وسائل ضمان بديلة مبنية على مبدأ سلطان الإرادة لأسباب وإعتبارات هم أولى بمعرفتها وتقديرها؛ لكن الأمر الأكيد أنها في مسعى لتأمين تنفيذ الإلتزام¹ بأحسن صورة، كَوْن عدم تنفيذ الشركة لإلتزاماتها أو تنفيذها المعيب يُعتبر إخلالا للتوازن الإقتصادي المؤسس على الثقة المشروعة التي وضعها المُكثتبون فيها، مما يؤدي إلى تحريك عنصر المسؤولية في حقها، فمن الغريب رؤية المشرع الحديث يميل لأخذ جانب المدينين ضد الدائنين؛ لذا يستلزم تعديل موقفه سعياً لحماية حملة السندات ضد الشركة، فالدائنون كُثر والمدين قوي، كما أن هؤلاء الدائنون ليسوا كالذين لا يُخاطرون ويميلون إلى الإكتناز؛ بل إنهم يتقون بالشركة ويقدمون لها رساميلهم تماما كما يفعل المساهمون، فيرتبط حملة سندات الاستحقاق بحياة الشركة تماما مثل حملة الحصص².

فمن الممكن أن تتضمّن الإلتفاقيات والتحالفات ذات الوظيفة الإقتصادية الهادفة إلى تطوير السياسات العامة داخل الشركة المُصدرة³ تقليلا من حقوق حملة سندات، الأمر الذي يستوجب حمايتهم بطرق أنجع زيادة على الوسائل الحمائية العامة التي رصدتها التشريعات صيانة للضمان العام، والموجودة ضمن الأحكام العامة -القانون المدني- التي تدوا أنها غير كافية بالنظر إلى خصوصية الشركات التجارية وخصوصية علاقة المديونية في هذا النوع من التكتلات الإقتصادية، وهو ما لا يقتنع به المُدخرون الذين يعزفون عن الإدخار في هذا النوع من البدائل المالية، الأمر الذي يدفع إلى البحث عن كفيات أخرى أكثر نجاعة يتم بموجبها المحافظة على الضمان العام

¹ سليمان بن الشريف، التفاضل بين وسائل الضمان، التواصل في الإقتصاد والإدارة والقانون، مج19، ع03، سبتمبر 2013، ص205. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/42217> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/20 على الساعة 16:04.

² ج.ريبير-ر.روبلو، المطول في القانون التجاري، الشركات التجارية، ص726.

³ Sébastien Prat, les pactes d'actionnaires relatifs au transfert de valeurs mobilières, édition Litec, 1992, Paris, p.05.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

لدائني الشركة المدينة لهم بمبلغ السندات المكتتب فيها بمناسبة زيادة رأسمالها، فتقرير الضمانات الخاصة مسألة مشروعة وليست أمر جديد في المعاملات التعاقدية¹؛ لذا أقرّ القانون التجاري الجزائري صراحة حُرية الشركة في إصدار سندات الاستحقاق ذات الضمان أو الرهينة² ضمن نص المادة 715 مكرر 105 فقرة 01، التي جاء فيها: "يجب أن يتم تكوين ضمانات خاصة من الشركة المُصدرة بواسطة سندات الاستحقاق قبل إصدار هذه السندات"³؛ لكن النص أورد عبارة "ضمانات خاصة" التي تعني التأمينات العينية، فما من شك أن تطبيق التأمينات الشخصية أمر صحيح وجائز ولا مانع منه. كما تُثير صياغة النص لبس بشأن جواز تكوين هذه الضمانات؛ لكن عند التمعّن أكثر في النص يتبيّن أن للصياغة دلالة زمنية، فلو كانت على وجه الإلزام لكانت الصياغة توكيدية، فالمشرع لم يؤكد على إلزامية تضمين الشركة المُصدرة نشرة الإصدار بتأمين أو أكثر؛ إنما أكد أنه في حال قرّرت الشركة أن تُقرن عملية الإصدار بتأمينات خاصة، يجب حينها أن تتمّ قبل الشروع في عملية الإصدار، وبما أن النص ورد ضمن الشق الذي يسري على سندات الاستحقاق وبالإحالة دائماً إلى المادة 715 مكرر 115، يصح القول دون شك أن حتى سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تكون مضمونة هي الأخرى؛ ولعلّ المشرع تجنّب الحشو في النصوص والإحالة كانت أمر حسن.

وهي تقريباً ذات الصياغة التي تبناها المشرع البحريني⁴؛ لكنها جاءت أكثر وضوح، وصيغت فيما معناه أنه إذا أصدرت الشركة سندات مضمونة برهن على أموالها أو غير ذلك من الضمانات، وجب أن تتم الإجراءات الخاصة بالرهن لفائدة حاملي السندات أو أمين الجماعة قبل طرح السندات للإكتتاب، ويتعيّن على الشركة خلال مدة شهر على أقصى تقدير من إنتهاء الإكتتاب أن تتخذ الإجراءات اللازمة للتأشير بقيمة القرض. نفس الدلالة تبناها المشرع الأردني⁵

¹ _Tanguy Allain, avantages particuliers, op.cit., n°01.

² بالرغم من الحرية التي أعطاه المشرع للشركة في إنشاء الضمانات عند إصدار القروض السندية؛ إلا أنه قيدها بشرط، فلا يمكنها تكوين أي رهن على سندات إستحقاقها الذاتية. وهو ما جاءت به المادة 715 مكرر 87، بقولها: "لا يجوز للشركة تكوين أي رهن على سندات إستحقاقها الذاتية".

³ بخصيص المشرع الفرنسي، راجع:

_Arts .325, 326, 327, 328, 329 loi n°66-537

⁴ المادة 156 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁵ المادة 122 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

والمغربي¹ أيضا، مؤكداً بدورها على أن يكون إصدار سندات القرض المضمونة بضمان عيني موضوع طلب يُوجّه مسبقاً إلى الجهة المختصة بتقييد الضمان لفائدة كتلة حملة سندات القرض.

لعل الحكمة التي دفعت التشريعات إلى السماح بتضمين نشرة الإصدار ضمانات خاصة تُضاف إلى الضمان العام هي المصلحة العامة، فلو أُجبر الدائن على قبول الضمان العام فقط؛ فإنه يحجم عن التعامل الإئتماني، مما يُقلّل دعم التنافسية بين الشركات التجارية، وهو ما يعود سلباً على الإقتصاد الوطني²، فلقد أتاحت هذه الآليات أمام كل الشركات المُصدرة عدة منافذ لإيجاد أفضل السبل لجلب الإدخار إليها، فالإقبال على الإكتتاب في سنداتها دليل على الإطمئنان إلى ماليتها، وهذه الضمانات سواء كانت شخصية أو عينية يتم النص عليها في بند من بنود عقد القرض بواسطة أجهزة مؤهلة قانوناً لذلك³؛ لكن بإعتبار أن إنشاء التأمينات يُعتبر من مُستلزمات عقد إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، هذه الأخيرة إتّقت أغلب التشريعات أن إصدارها يتم بقرار من الجمعية العامة غير العادية أو الخارقة للعادة كما سماها المشرع التونسي، فمن الطبيعي أن تتولى نفس الجمعية التكلّف بدراسة التأمينات التي تضمن وفائها وتُقرّر إدراجها ضمن بنود عقد الإصدار⁴، لتنشأ الضمانات في عقد مستقبلي عندما يتم تضمينها قبل الإصدار، وبإنهاء حملة السندات من الإكتتاب يُسحب أثرها إلى تاريخ التسجيل⁵.

كما قد يحدث لسبب أو لآخر كمبادرة من الشركة أو بناء على رغبة الحملة، إدراج ضمان أو أكثر لاحقاً بعد إنشاء عقد الإصدار، بموجب تقرير من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين

¹ المادة 296 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 268.

³ المادة 715 مكرر 105 فقرة 02، جاء فيها: "تنشئ الأجهزة المؤهلة للشركة هذه الضمانات لفائدة جماعة أصحاب سندات الاستحقاق". لم يوضّح المشرع من هي الأجهزة المؤهلة قانوناً لتكوين هذه الضمانات بصريح العبارة؛ لكن يبدو أن الجهة المُخوّلة بإنشاء السندات القابلة للتحويل هي نفسها من تُقرر تضمينها بضمانات من عدمه، أي الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، أو بتقويض منها لكل من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة.

⁴ لكن المادة 715 مكرر 85 تنص على أنه: "لا تطبق أحكام المادة 715 مكرر 84 المذكورة أعلاه على الشركات التي يكون موضوعها الأساسي إصدار سندات ضرورية لتمويل القروض التي تمنحها". منه، فالشركات التي يكون موضوعها الأساسي إصدار سندات تمويل القروض؛ فإن إتخاذ القرار يكون من الجهاز الإداري لها إما مجلس الإدارة أو مجلس المديرين على حسب النمط المُتبع في الإدارة.

⁵ ج. ريبير - ر. روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 748.

حسب الجهة التي تولت سلطة إعداد عقد الإصدار، كما تتكفل أيضا بتفعيل هذه الضمانات¹ بعد ترخيص من مجلس المراقبة²، ويتم إدراجها بوضوح على ألا يُبعث الشك إلى نفوس المُكتتبين الذين تُضاف إليهم هذه الميزة التي تُقررها الشركة، بالإضافة إلى ميزة تحويل السندات إلى أسهم، مما يعني أنهم سيُصبحون في وضعية استثمار مُريحة. غير أنه يجب التنويه إلى أن مُمارستهم خيار التحويل لا يعني إستفادتهم من هذه الضمانات أيضا؛ لأن أهم ما يُفرزه تحويل السندات إلى أسهم هو حق الحصول على الأرباح، ولا تُعتبر الضمانات وسيلة ضغط يستعملها حملة السندات للحصول على الربح مثلما كان عليه الحال بالنسبة للفوائد، فالحق تغير تبعاً لتغير مركزهم القانوني وهذا أمر منطقي بإعتبارهم في مأمّن من مخاطر السوق، وبموجب مركزهم الجديد لا يغدون أن يكونوا سوى دائنين ذوي مرتبة أخيرة -بعد دائني الشركة المُمتازين والعاديين-؛ فإذا إختاروا التحويل حينها لا يكونوا في حاجة إلى تفعيل هذه الضمانات؛ وإذا أمسكوا عن التحويل يبقى حقهم محفوظ ولا تسقط التأمينات عنهم إلا بتمام التسديد الكامل الذي يتقرر بعد مُصادقة وكلاء التجمّع على قرار رفع اليد بالتسديد، ما لم يتنازلوا عن هذه التأمينات بالإتفاق مع الشركة مروراً بتعديل بنود العقد، ويؤول إختصاص المُصادقة إلى الجمعية العامة غير العادية³، ويوثق هذا الضمان حسب ما يقتضيه القانون⁴؛ لذا سوف يتم التطرق إلى هذه الضمانات بالقدر اللازم لبيان مدى جدواها في ضمان سندات دائني الشركة.

أولاً: الضمانات الشخصية

تؤمّن الشركة إصدارها لسندات الاستحقاق عموماً وسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم على وجه الخصوص عن طريق إحدى الضمانات الشخصية المُحدّدة بموجب القانون

¹ حسب المادة 624 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري؛ فإنه: "يجوز لمجلس الإدارة، أن يأذن لرئيسه أو لمدير عام، حسب الحالة بإعطاء الكفالات أو الضمانات الإحتياطية أو الضمانات بإسم الشركة في حدود كامل المبلغ الذي يُحدّده".

² حسب المادة 654 من القانون التجاري الجزائري؛ فإنه: "يمارس مجلس المراقبة مهمة الرقابة الدائمة للشركة. ويمكن أن يخضع القانون الأساسي إبرام العقود التي يعدها لترخيص مجلس المراقبة مسبقاً. غير أن أعمال التصرف كالتنازل عن العقارات والتنازل عن المشاركة وتأسيس الأمانات وكذا الكفالات والضمانات الإحتياطية أو الضمانات تكون موضوع ترخيص صريح من مجلس المراقبة حسب الشروط المنصوص عليها في القانون الأساسي".

³ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص188.

⁴ المادة 122 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

كالكفالة¹ التي تمنح خدمات جلية في الحياة العملية؛ حيث تُتيح لمن يرغب في الإستدانة وسيلة تبعث في نفسه مزيداً من الثقة والإطمئنان، فتقرب بين الدائن والمدين وتُسهّل التعامل بينهما وتزيد في الإئتمان²، فهي تقوم بإضافة ذمة أو أكثر إلى ذمة الشركة، فيُصبح لجماعة حملة السندات بدلاً من مدين واحد مدينان أي الشركة المُصدرة إضافة إلى الكفيل³، ليكون كل منهما مسئولاً عن سداد قيمة السندات في مواعيد إستحقاقها معاً أو على تعاقب⁴.

أ- الكفالة الشخصية

الكفالة ما هي إلا عقد يتعهد بمقتضاه الكفيل للدائن حامل السند بأن يفي بالإلتزام نيابة عن الشركة المدينة له إذا تعذر عليها الوفاء⁵، فالأصل أن الشركة بإعتبارها مدين أصلي هي من تقوم بوفاء إلتزاماتها تجاه المُقرضين؛ فإذا وُفقت في سداد مديونيتها لا يبقى أي إلتزام للكفيل في مواجهة الشركة ولا دائئيتها⁶ والعكس صحيح، فقد يكفل كفيل أو أكثر الشركة مما ينتج عنه تراحم بين دائئتي الشركة وسائر دائئتي الكفيل الشخصيين، وبموجب عقد الكفالة يقع على الكفيل إلتزام تباعي للإلتزام

¹ الكفالة من نظم التأمينات الشخصية وهي الصورة النموذجية لها، فالكفيل لا يرهن مالا من أمواله ضمانا لدين الدائن، والدائن لا يحصل على حق عيني تباعي على مال من أموال الكفيل؛ ولكن حقه يرد فقط على الضمان العام للكفيل. فالكفيل قد يقدم أحيانا مالا مملوكا له ضمانا للدائن ويسمى في هذه الحالة بالكفيل العيني وتسمى كفالته بالكفالة العينية، أما الكفيل العادي تسمى كفالته بالكفالة الشخصية؛ وإذا أُطلق لفظ الكفالة دون تحديد فيكون المقصود هو الكفيل الشخصي والكفالة الشخصية بإعتبارها الأصل في الكفالة، أما الكفيل العيني فهو ليس كفيل فحسب؛ إنما راهن أيضا وهو ليس مدين راهن لأنه لا يرهن مالا ضمانا للوفاء بدينه؛ لكنه كفيل راهن لأنه يرهن ماله ضمانا للوفاء بدين غيره. سمير نتاغو، مرجع سابق، ص20.

² سليمان مرقس، الوافي في شرح القانون المدني، مج03، (عقد الكفالة)، ط03، دار الكتب المصرية، القاهرة، 1994، ص02.

³ يمكن أن تحصل الشركة على كفالة شخص ثالث كضمان الشركة الأم لفروعها أو ضمان الدولة في مواجهة حملة السندات، وهذا النوع شائع في فرنسا يسمح بتسهيل توظيفات الأشخاص المعنويين الذين يتمثل نشاطهم في مصلحة عامة. ج.ريبير-ر.روبلو، المطول في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص749.

⁴ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص269.

⁵ المادة 1117 من القانون المدني المغربي، يقابلها المادة 772 من القانون المدني المصري، والمادة 742 من القانون المدني البحريني، والمادة 1478 من القانون المدني التونسي، والمادة 950 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

⁶ المادة 654 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

الأصلي للشركة¹ في مواجهة حملة سنداتها؛ لذا يجب أن تُحدّد هويته بكل وضوح لاسيما إذا كان هناك تطابق في الألقاب بين الكفيل وشخص آخر مثلا، تأكيدا لما جاءت به محكمة النقض الفرنسية²، التي إعتبرت أن الكفالة باطلة إذا كانت البيانات تتضمن خطأ مادي فيما يخص تحديد هوية المدين الأصلي، ويُعدّ هذا القرار حرصًا من القضاء الفرنسي على ضرورة كفاية الكفيل وملاءته، نظرا لخطورة العقد الذي يتسبب في تجريده من أمواله ودمته المالية بسبب دين لا يخصه. وعليه، إذا حلّ أجل الاستحقاق يحقّ للدائنين من حملة السندات القابلة للتحويل مُطالبة الشركة مدينهم الأصلي بالوفاء أولا³، ولا يُعدّ مُجرّد إخطار الشركة المدينة لمن يكفلها في دينها أنها في حالة إعسار⁴، كما أن حملة السندات لا يستطيعون التنفيذ على أموال الكفيل إلا بعد تجريد الشركة من أموالها أولا، وللكفيل أن يتمسك بهذا الحق⁵ ما لم تكن الكفالة مُتضامنة وليست بسيطة؛ كأن يُقدّم الكفيل كفالة وضمّان إحتياطي، حينها يفقد حقه في التقسيم والتجريد، خاصة إذا تنازل بصريح العبارة عن حقه في ذلك⁶. وإذا طالب الكفيل بالتجريد، عليه أن يُرشد حملة السندات على نفقته الخاصة إلى ما للشركة من أموال التي تقي بمبلغ الدين الإجمالي⁷، أما إذا رُصدت إتفاقية

¹ عبد الرزاق أحمد السنهوري، ج10، مرجع سابق، ص21.

² _Cass.com. 15-11-2017 n° 15-27.045 F-D

³ المادة 660 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 967 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

⁴ المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة التجارية والبحرية، ملف ع 478349، الصادر بتاريخ: 2008/07/09، مجلة المحكمة

العليا، ع01، 2009، ص183. متوفر على الرابط: <https://drive.google.com/file/d/1I8DDJ40-vXz->

[Q35CJQuiRrMhf9m0I5W/view](https://drive.google.com/file/d/1I8DDJ40-vXz-) تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 21:16.

⁵ المادة 660 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1136 من قانون الإلتزامات والعقود المغربي، والمادة 788 من

القانون المدني المصري، والمادة 756 من القانون المدني البحريني، مرجع سابق.

⁶ المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 371305، الصادر بتاريخ: 2007/06/20، مجلة المحكمة العليا،

ع01، 2008، ص87. متوفر على الرابط: https://drive.google.com/file/d/1YTkQ9IfHNGq0JqYwbUM2g_0LB-

[viDYaX/view](https://drive.google.com/file/d/1YTkQ9IfHNGq0JqYwbUM2g_0LB-) تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 21:21.

⁷ ولا يأخذ بعين الإعتبار الأموال التي يدل عليها الكفيل إذا كانت تقع خارج الأراضي الجزائرية أو كان متنازع فيها. المادة

661 فقرة 02 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 757 فقرة 02 من القانون المدني البحريني، والمادة 789 فقرة 02

من القانون المدني المصري، والمادة 1136 فقرة 01 من قانون الإلتزامات والعقود المغربي، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

تأمين لتغطية تبعّة الإعسار والتي يحكمها مبدأ العقد شريعة المتعاقدين، فنكون أمام علاقة قانونية بين الضامن والشركة، فالمؤمن مُلزم بتعويض الدين القائم للمُستفيدين أي المُكْتَبِين¹.

تُطبّق هذه الأحكام مادام عقد إصدار السندات نشأ صحيحاً مُطابقاً للنصوص القانونية، ففي حال بطل العقد الذي يربط الدائن بالشركة فلا تكون الكفالة مُنتجة لآثارها²، وباعتبار أن الشركة تُحاول ضمان دين مستقبلي يربطها مع المُكْتَبِين، فهي تجهل ما قد يُصيبها من ظروف التي من المُمكن أن تمنعها عن الوفاء كَوْنها مدين أصلي؛ لكن لا شيء من هذا القبيل يؤثر على صحة الكفالة التي تربطها مع الكفيل³، كما أن مُطالبة مالكي السندات الكفيل بالوفاء يكون في حدود مبلغ الكفالة، ولا يُمكن للكفيل أن يكفل الشركة المدينة بمبلغ أكبر مما هو مُستحق عليها، غير أنه يُمكنه كفالة الشركة بمبلغ أقلّ بشرط أهون⁴، وهو ما أكدته محكمة النقض الفرنسية⁵، التي نصّت على الإعفاء الكامل للكفيل الذي تعاقد على كفالة غير مُتناسبة تماماً مع موارده المالية، كما أكدت محكمة الإستئناف الفرنسية في حكم آخر أن تقدير وضعية الكافل يكون يوم الإكتتاب⁶، كما يُمكن للكفيل أن يكفل الشركة في جميع مُلحقات الدين أيضاً، ما لم يكن هناك إتفاق خاص⁷. وإذا كانت الكفالة مُحدّدة المُدة، حينها يجب على الدائنين المُطالبة بقضاء ديونهم داخل تلك المواعيد، أما إذا لم يُبين العقد نهاية سريان الكفالة، معناه أن الكفيل يبقى مُلتزماً حتى ينقضي آخر موعد لاستحقاق

¹ المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة التجارية والبحرية، ملف ع 560796، الصادر بتاريخ: 2009/10/08، مجلة المحكمة العليا، ع02، 2009، ص200. متوفر على الرابط: <https://drive.google.com/file/d/1krREfBXzNDbs4Py6DgO0JsvKX6JF3v4K/view> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 21:40.

² المادة 648 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 747 فقرة أ من القانون المدني البحريني، والمادة 776 من القانون المدني المصري، مرجع سابق.

³ المادة 650 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1483 من القانون المدني التونسي، والمادة 778 من القانون المدني المصري، مرجع نفسه.

⁴ المادة 652 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1128-1129 من قانون الإلتزامات والعقود المغربي، والمادة 1490 من القانون المدني التونسي، والمادة 748 من القانون المدني البحريني، والمادة 780 من القانون المدني المصري، مرجع نفسه.

⁵ Cour de cassation, Chambre commerciale, 28 mars 2018 ; n°16-25.651

⁶ Cour de cassation, Chambre commerciale, 28 février 2018 ; n°16-24.841

⁷ المادة 653 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

هذه السندات¹، وقد يحدث أن تتفق الشركة المُصدرة مع مُقرضها على تمديد آجال الاستحقاق، ففي هذه الحالة لا يجوز للحملة العودة على الكفيل قبل حلول الموعد المُتفق عليه؛ لأنه مثلما تمّت الإشارة إليه فإن إلتزام الكفيل تابع لإلتزام المدين الأصلي ولا يصح أن يكون إلتزامه أكبر من إلتزام الشركة، كما يُمكن أن تُضمّن الشركة نشرة الإصدار وسائل تأمينية أخرى تسبق الكفالة في الترتيب كتأمين عيني مثلاً، فما على الدائنين سوى التنفيذ أولاً على التأمينات السابقة لها؛ ثم التنفيذ على ذمة الكافل إذا بقي مبلغ دين لم يُغطى بعد².

من خلال ما تم عرضُه، يُمكن القول أن الكفالة العادية في وسعها أن تكون إحدى الضمانات التي تلجأ إليها الشركة مُصدرة السندات؛ لكن الأهم هو مدى قُدرة هذه الكفالة على ضمان ديون مُقرضها الذين يشتركون في وحدة القرض، فهل تكفي الكفالة الشخصية لسداد ديون العشرات من حملة السندات الذين يبحثون عن الوفاء داخل ميعاد إستحقاق واحد؟ وهل يُمكن للكفالة التقليدية أن تُغطي حجم مديونية شركة تجارية تسعى إلى ضمان بقائها داخل السوق أو توسيع نشاطها؟ وإن كان ذلك ممكناً؛ إلا أنه في غالبية الأحيان غير فعّال لإعتبارات عدة، كَوْن الشركة المدينة يربطها مع الكفيل عقد كسائر العقود الرضائية، الذي من الممكن أن تُضمّنه الشركة شروط وبنود تخدم مصلحتهما على حساب الدائنين، كما أنه بإمكان الكفيل ضمان دين الشركة خلال مُدة مُعيّنة من شأنها ألا تتوافق مع مواعيد إستحقاق الدائنين الذين لا يكونون على دراية كاملة بهذا الأمر، إما بالنظر لعدم تبصّرهم الجيّد لخبايا هذا النوع من الإستثمار أو أن تكون صياغة عقد الإصدار مُبهمة مثلاً، الأمر الذي أدى إلى تطوير شكل معيّن من أشكال الضمان الشخصي، أساسه قروض مُشتركة مُشكلة من عدة شركات لها نفس النشاط، فتقوم المجموعة بإقراض الشركات المبالغ التي تحتاجها وتقدّم هذه الشركات ضمانها الشخصي لجزء بسيط من القرض الذي أصدرته المجموعة، وتُعتبر C.O.B أن هذا النوع من المعاملات لا يُثير أي صعوبات عند إصدار القرض بشكل مُشترك؛ لأنه في حالة فشل إحدى الشركات المُصدرة في السداد؛ فإن الشركات الأخرى ستحلّ محلّها مباشرة³.

¹ المادة 991 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

² المادة 663 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 759 من القانون المدني البحريني، والمادة 791 من القانون المدني المصري، مرجع سابق.

³ _ Hala audi, op. cit., p.46.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

تكملة لما سبق قوله؛ فإن الكفالة العادية ليس من شأنها ضمان تقدّم حملة السندات القابلة للتحويل على باقي الدائنين الآخرين للشركة أو الدائنين الشخصيين للكفيل، كما أنه ليس منطقياً أن يضمن شخص طبيعي مديونية شركة تجارية التي قد تصل إلى عشرات الملايين، وحتى إن كفلها شخص إعتباري، فيجب أن يكون من غاياته ذلك وإلا كانت الكفالة غير نافذة في حقه، مما يعرّض الدائنين للخطر، وليُفترض أنها تَمَّت قانوناً وكان غرض الشركة الكفيلة نفسه فلا يُتصور أن تكون بدون مقابل، الأمر الذي سيزيد من تكاليف الشركة المُستقرضة، ولا يبقى في الواقع العملي سوى الكفالة المُقدّمة من الشركة القابضة إلى الشركة التابعة¹، كما أن الضمان في هذا النوع من المُعاملات يرتكز على التعدّد، فقد يُصاب جميعهم بالإعسار، حينها يستحيل حصول الدائن على حقه كاملاً.

إضافة إلى ما تقدّم؛ فإن عدد الحالات التي تسقط فيها إلتزامات الكفيل تجاه الشركة الدائن كثيرة، كوّن إلتزامه مُرتبط إرتباط عُضوي بالإلتزام الأصلي، لاسيما من حيث وجوده وصحته وبطلانه وانقضائه وأوصافه، وهو ما يُثير إشكالية توفير الأمان الكافي للمُكثّبين في إستيفاء حقوقهم من الكفيل في حال عجزت الشركة عن ذلك، خاصة أن للكفيل مُجرد صفة إحتياطية في الوفاء؟ ولتقادي الأوضاع السابقة، لأبّد من مُسايرة ما إبتكرته المُعاملات التجارية بموجب إتفاق صريح، كالضمان المُستقل أو الضمان عند أول طلب الذي يُسقط كل الدفع السابقة التي يتحجّج بها الكفيل².

نظراً لهذه الإشكالات التي لا تتماشى مع الضرورة التجارية، إندفعت بعض التشريعات إلى عدم السماح بضمان سندات الاستحقاق إلا إذا كان الضمان عيني أو كان الضامن هو الدولة أو الأشخاص المعنويين في القانون العام أو الشركات التي يسمح لها القانون بذلك³.

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص272.

² يمينة حوجو، تنظيم الضمان المستقل وفقاً لأحكام الكفالة، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والإقتصادية والسياسية، مج54، ع02، 2017، ص184. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/88120> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/02 على الساعة 21:22.

³ المادة 715 مكرر 82 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 296 فقرة 01 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

ب- الكفالة المصرفية

الكفالة المصرفية هي من عمليات الإئتمان المصرفي غير المباشر ومن الضمانات غير المستقلة؛ لأنها مُستمدة من التزام آخر بين الشركة المدين المكفول والدائن حامل السند، وهي من عقود الضمان المالي؛ لأنها أداة تأمين وإئتمان أساسها ضم ذمة إلى ذمة أخرى في المطالبة بدين أو عين¹. تقوم الكفالة المصرفية على أساس إضافة ذمة البنك -أقول البنك لأنه في غالب الأحيان هو من يكون في مركز الكفيل- إلى ذمة الشركة المُقترضة في ضمان الوفاء بقيمة الأسناد التي أصدرتها، فالبنك بقدرة المالية التي تفوق قدرة الشركة المُصدرة يكون تعهده بالوفاء محل إعتبار من جانب المُكتتبين؛ لذا يقدمون على الإكتتاب والتداول في الأسواق المالية بثقة عالية، ولا تختلف الكفالة المصرفية عن الكفالة الشخصية إلا من حيث أن الكفيل هو المصرف؛ بل إن الكفالة المصرفية ليست حكرًا على البنوك فنُمارسها أيضا شركات التأمين² والشركات التجارية والشركات المُتخصصة في منح الكفالات -شركات الكفالة التعاونية-³.

فالوضع على مستوى المُجتمعات يُثبت أن هناك شرائح من المجتمع تتمتع بالفوائد والمُدخرات، يُقابلها شرائح أخرى تحتاج لهذه المُدخرات بهدف تنمية الإنتاج لأغراض استثمارية وهكذا، فقد إستقر التطور الإقتصادي عن تحوُّل البنوك إلى مؤسسات إقتصادية تُقدِّم خدمات لقطاع الأعمال، وتُوَفِّر التمويل اللازم عن طريق منح الإئتمان بعد التأكد من دراسة الجدوى الفنية

¹ -مريم بنت الخوخ، دور الكفالة المصرفية في مجال الإئتمان، دفاثر البحوث العلمية، مج05، ع02، ديسمبر 2017، ص369. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/113072> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/05 الساعة 16:02.

² -تم إنشاء شركة للكفالة المصرفية في مصر كشركة مساهمة عامة بمجهود تسعة مصارف مصرية وذات ملكية مشتركة وشركة تأمين، وكان ذلك عام 1991 من خلال تسهيل الحصول على الإئتمان المصرفي ولتطوير أداء عمل الشركات وتيسير مزاولتها لنشاطها، وتمارس الشركة عملها بواسطة إتفاقية تم توقيعها مع إثنين وثلاثين مصرفا، وتقوم الشركة بتغطية ما نسبته 50 % من قيمة التمويل المطلوب، على أن يكون الحد الأدنى لقيمة الضمان للمنشأة الواحدة 10 آلاف جنيه والحد الأقصى 700 ألف جنيه مصري. وعليه، يمكن للمنشأة أن تحصل على تمويل يتراوح بين 20 ألف إلى ما مقداره 104 مليون جنيه، وبلغ مدة الضمان ما بين ستة أشهر وخمس سنوات كحد أقصى ويجوز تمديدها. عن:

³ -Alrubaie Falah.K.Ali, The role of institutions of the bank guarantee in solving the problem of financing small projects, economics al Mustansiriya university, 01/09/2008 , p.24. Available at : <http://mpru.ub.uni-muenchen.de/13784/> Viewed: 04/09/2020.

³ -يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص272.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها

والإقتصادية لأوجه الإستثمار المعروض؛ لذا أصبح البنك في الإقتصاد المُعاصر وسيط إقتصادي ومُضارب ومُشارك في التنمية الإقتصادية بإمْتياز¹.

إن الكفالة في المجال البنكي لا تخرج عن القراءة العامة لقواعد الكفالة التي سبق دراستها، بالإضافة إلى الأحكام التي تفرضها العادات المصرفية، كما أن ذات الأسباب التي يترتب عليها بُطلان الإلتزام الأصلي بين الشركة ودائنيها أو إنقضائه تسري عليها كذلك²، فبموجبها يتعهد الكفيل (البنك) الوفاء بدين العميل (الشركة) تجاه الغير (الدائنين حملة السندات)؛ إذا تخلّفت الشركة المدين الأصلي عن الوفاء. وعادة ما تُبرم الكفالة المصرفية في شكل إعادة توقيع من البنك للشركة مُصدرة السندات، أساس هذا التوقيع هو الوفاء بقيمة السندات داخل مواعيدها المُقرّرة³، وذهب القضاء في فرنسا إلى إعتبار أن الكفالة لمدّة غير مُحدّدة مشروعة حتى يتم إستخلاص جميع الديون واجبة الأداء⁴، بعد تحديد البنك لنصيبه من العائد المُتفق عليه بالتراضي مع الشركة، في ظل قراءته السابقة لإحتمال تعثرها طبقاً للأصول المُحاسبية والقواعد التي يُقرّها النظام البنكي⁵.

أهم المسائل التي تتطوي عليها عملية منح الإئتمان، تلك المُتعلقة بدراسة مركز الشركة المالي للتوقّف عند قدرتها ورغبتها في سداد إلتزامها التعاقدية داخل المواعيد المُتفق عليها، ولا شك

¹ (دون وجود إسم المؤلف)، قضايا معاصرة في البنوك والنقود والمساهمة في الشركات، ط02، وقائع الندوة رقم 38 البنك الإسلامي للتنمية المقامة من طرف المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ومجمع الفقه الإسلامي بجدة الفترة بين 10-14/04/1993، 2003، ص360. متوفر على الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://library.nawroz.edu.krd/lib.php%3Ffile%3D1767.pdf&ved=2ahUKEwjVxcSg7aXrAhX0A2MBHbzUBVsQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw2q7BEUvIEXJP3Xoaw_3X2R تم الإطلاع بتاريخ: 2020/01/10 على الساعة 22:00.

² محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 126/08، الصادر بتاريخ: 2008/10/22. متوفر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 21:50.

³ المادة 68 من الأمر رقم 11/03، جاء فيها: "تشكل عملية القرض في مفهوم هذا الأمر، كل عملية لقاء عوض يضع بموجبه شخص ما أو يعد بوضع أموال تحت تصرف شخص آخر ويأخذ بموجبه لصالح الشخص الآخر إلتزاماً بالتوقيع كالضمان الإحتياطي أو الكفالة أو الضمان".

⁴ _Cour de cassation, Chambre commerciale, 15 novembre 2017, n°16-10.504

⁵ _قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات، مرجع سابق، ص360.

أن ذلك يتحدّد من خلال تحليل مركزها المالي السابق والمستقبلي حتى تتّضح الرؤية بشأن إمكانية تسديد إلتزاماتها في مختلف الظروف المُستقبلية، خاصة أن منح القرض لا يتوقّف على سُمعة المُقرض ونشاطه السابق فقط، فالقرض الذي يتقرّر اليوم لحملة السندات يتم سداده في المُستقبل¹، والضمانات المُقدمة عند الإقتراض تسمح للبنك من إسترجاع حقوقه داخل الآجال المُتّفق عليها، فمن الطبيعي إذن أن يطلب البنك ضمانات كافية رغم أنه يأمل في عدم إستعمالها إذا حلّ أجل الاستحقاق².

وإذا كان المشرع الجزائري يعتبر الكفالة عملا مدنيا بغض النظر عن طبيعة الدين أو الكفيل³ -بإستثناء الأعمال الناشئة عن ضمان الأوراق التجارية ضمانا إحتياطيا أو عن طريق التظهير حينها تُعدّ عملا تجاريا⁴-؛ إلا أنها تُعدّ عملا تجاريا بحسب الموضوع طبقا للمادة 02 من القانون التجاري، التي تقضي بأن جميع عمليات المصارف التجارية؛ لذا يُمكن إثبات الكفالة المصرفية في مواجهة المصرف بكل الطرق، كما تُعدّ الكفالة تضامنية عملا بقاعدة إفتراض التضامن في المواد التجارية، فلا يُمكن للمصرف الدفع بالتجريد أو التقسيم المُقرّر للكفيل العادي⁵.

على عكس الكفالة الشخصية؛ فإن الكفالة المصرفية تُشكّل أداة ضمان فعّالة يطمئن إليها المُقرضون، فهي ضمان أكيد للوفاء بقيمة الديون في مواعيد إستحقاقها، وتظهر أهميتها في كونها تبعث الثقة بين المُتعاقدين وتؤدي إلى تفادي تعطيل الوفاء، فقيمة الكفالة في الضمان تتحدّد على أساس مركز الكفيل ودرجة يُسره، فالكفيل المُيسر كالبنك يضمن الوفاء بدين الدائن أكثر من أي تأمين آخر، لذلك إسترجعت الكفالة أهميتها في العصر الحديث بفضل كفالة البنوك وإنتشارها في المعاملات المالية، وهو ما يصبّ في صالح حامل السند الذي يُصبح أمام مدينين يُطالب أي

¹ -عبد الغفار حنفي- عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، د ط، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص162.

² -فريدة سقلاب، مرجع سابق، ص89.

³ -المادة 651 فقرة 01 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁴ -المادة 651 فقرة 02 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 779 فقرة 02 من القانون المدني المصري، مرجع سابق.

⁵ -مريم بنت الخوخ، مرجع سابق، ص370.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

منهما بمبلغ سنده. وخلافا للكفالة الشخصية؛ فإن الكفيل في الكفالة المصرفية عليه إلتزام أصلي وليس تبعي، فمركز الكفيل كمركز المدين الأصلي فهو مُتضامن معه¹.

يتأكد أن دور البنك في خلق الإئتمان من أهم الأدوار التي يعتمد فيها ليس فقط على رأسماله؛ إنما على جميع موارده التي تشمل بالإضافة إلى رأسماله الودائع النقدية وأرصدة العملاء في الحسابات الجارية، على أن يكتفي في خزائنه على نسبة مُعينة من هذه الموارد المُسماة بالإحتياطي النقدي لمُواجهة الطوارئ؛ لذا يتجاوز البنك موارده جميعا عند منح الإئتمان la distribution du crédit التي حصل عليها سابقا إلى خلق الإئتمان création de crédit، فهو يخلق الإئتمان من لا شيء؛ لأن الثقة به تصل إلى حد اليقين كونه يُلبي حالا ودائما إلتزاماته².

ولأن عقد الكفالة المصرفية كسائر العقود؛ فإنه مضبوط بأحكام منها ما يمسّ الدائنين مباشرة كالحالة التي يتزامن أجل إلتزام البنك الكفيل في ذات الوقت مع حلول أجل إستحقاق الدائنين، حينها يثبت للشركة كمدين أصلي مُطالبه الكفيل المصرفي بالوفاء ولا يمكن لهذا الأخير الدفع بالرجوع على الشركة أولا³، أما إذا حلّ أجل إلتزام البنك الكفيل قبل أن يحلّ أجل إستحقاق الدائنين لسنداتهم، هنا يكون إلتزام الكفيل أشدّ من إلتزام المكفول؛ إذ لا بُدّ أن يتم تأجيل إلتزام البنك إلى وقت حلول مواعيد الاستحقاق، فبالرغم من أن كفالة المصرف تضامنية؛ إلا أن هذا لا يمنع من تبعية إلتزام الكفيل لإلتزام المدين، ففي حال إتفق حملة السندات مع الشركة المدينة على تمديد آجال الاستحقاق إلى تاريخ لاحق لتاريخ إلتزام الكفيل المصرفي؛ فإن للكفيل الخيار بين الوفاء بالدين الأصلي بمجرد حلول أجل إلتزامه وبين الإستفادة من مُدة الأجل⁴، أما إذا حلّ أجل إستحقاق السندات قبل حلول أجل إلتزام الكفيل، فلا يجوز للدائنين مُطالبته بالوفاء قبل حلول ميعاد إلتزامه؛ لأن إلتزام الكفيل يجوز أن يكون أقلّ عبئا من إلتزام المدين الأصلي للشركة⁵.

¹ سمير نتاغو، مرجع سابق، ص 07.

² علي البارودي، العقود وعمليات البنوك التجارية وفقا لأحكام قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999، د ط، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 319.

³ المادة 669 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁴ المادة 652 من القانون المدني الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ مريم بنت الخوخ، مرجع سابق، ص 376.

وكون الكفالة المصرفية وسيلة ضمان مهمة جدا لمالكي السندات، فهي ليست كذلك بالنسبة للشركة المُصدرة؛ لأن البنك يسير بمنطق تجاري ولا يكفل دين تجاري إلا لقاء عمولة، ومادام القرض كبير مادامت العمولة تكبر أيضا، وكلما نُقصت مخاطر الائتمان على الشركة كلما زادت العمولة لتُصبح الشركة في وضع مُرهق، فزيادة على التزامها بوفاء قيمة السندات، تجد نفسها مُلزَمة بسداد عمولة المصرف الكفيل. من جانب آخر؛ إذا كانت مديونية الشركة ضخمة؛ فإن المصرف الكفيل لا يُخاطر بكفالة دين ضخم دون أدنى ضمان من الشركة، التي قد تجد نفسها مُجبرة كذلك على تقديم ضمانات للمصرف في صورة نقدية أو عينية كرهن عقاري أو حيازي على سندات التجارية، ومادامت الشركة قادرة على ذلك فمن الأفضل لها أن تُقدمها لحملة السندات مباشرة بدل تقديمها للكفيل الذي سوف يتقاضى زيادة على ذلك عمولة¹، ورغم هذه الخيارات التي تمنحها الشركة للكفيل المصرفي؛ إلا أن البنوك تتوقع أن يتم السداد من الأرباح وليس عن طريق حلول أخرى كبيع الأصل الضامن².

وتفاديا لتَهَرَّب الشركة من الدفع للكفيل، يقوم الأخير بالتحري السابق عن وضعيتها بواسطة جمع المعلومات الكافية عنها وتحليلها، خاصة ما يتعلّق بسُمعتها ومركزها المالي الذي يُعدّ مقياسا على متانة الشركة، كما يتم تحليل الأوضاع المستقبلية لها وضماتها المُقدّم والظروف الإقتصادية التي سوف يتم فيها السداد³، وقد إتخذت محكمة النقض⁴ الفرنسية قرار أكثر جرأة بخصوص هذا الشأن؛ بحيث أكدت على واجب مؤسسة الائتمان في تقديم الإعلام الكافي للمُقترض حتى وإن كان من الأشخاص الذين هم على قدر كبير من العلم والدراية؛ فإذا كانت المؤسسة البنكية على علم وقت منح القرض بمعلومات تتعلّق بالذمة المالية للشركة المُقترضة، فمن حق الأخيرة الإحتجاج ومُطالبة البنك بتنفيذ التزامه بإعلامها وتحذيرها، في صور عديدة كبيان أن مبلغ القرض لا يتناسب مع قُدراتها وإمكانياتها المالية، إضافة إلى تنبيهها قبل حصولها على القرض من البنك إلى خطر الإستدانة المُترتب عليها لاحقا، غير أن تنبيه الشركة لا يجب أن يصل إلى درجة منعها من إتمام العملية.

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 274.

² عبد الغفار حنفي-عبد السلام أبو قحف، مرجع سابق، ص 166.

³ عبد الغفار حنفي-عبد السلام أبو قحف، مرجع نفسه، ص 162.

⁴ _Cour de cassation, Chambre commerciale, 11 avril 2018, n° 15-27.133

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

دائماً بالنسبة لقدرة الشركة طالبة الإئتمان على وفاء القرض؛ فإن الكفيل المصرفي لا يهتم بمُجرّد إستطاعة الشركة على السداد؛ بل أيضاً قُدرتها على الإقتراض، فهذا يعكس درجة الثقة فيها والسُمعة التي إكتسبتها داخل السوق¹، كما يعتمد الكفيل في قبوله منح الإئتمان أيضاً على طاقة الشركة في توليد المداخيل والأرباح مُستقبلاً لأداء إلتزامها؛ فإذا كانت الأمانة والمُثابرة والإخلاص ورغبة السداد هي الصفات المطلوبة، غير أن هذه الصفات في حد ذاتها ليست كافية لأداء القرض؛ إلا إذا إقترن ذلك بتوليد الدخل خلال المواعيد المُتفق عليها والتي تتحكّم فيها ظروف إقتصادية قد لا تكون مُواتية لها، لاسيما إذا كان القرض طويل الأجل وهو الأمر الغالب².

خلال هذه المرحلة أيضاً، تبرز أهمية القوائم المالية التي أعدتها الشركة مُسبقاً أثناء طرحها لأدواتها المالية قصد الإكتتاب فيها، لاسيما من خلال البيانات التي فرضها القانون والتي تُبيّن حجم القرض ومُدته، بالإضافة إلى القوائم والتقارير المالية المُنتظمة والتعاملات السابقة وأي بيان إضافي تراه مُساعداً في التقييم الموضوعي لمركز الشركة³، هذا ما يُفسّر هروب الشركات في الإقتراض بدلاً من القطاع الرسمي إلى القطاع غير الرسمي؛ لأن إمكانية تحقيق المعايير السابقة قد يصعب عليها، كما أن التكلفة الإدارية للقرض تكون مُنخفضة أو مُنعمة، فغالبا ما يكون الدائن

¹ السمعة تتعكس في مدى حرص الشركة المدينة على سداد إلتزاماتها وتمسكها التام بشروط الإلتفاق، ويستدل ذلك بناء على تعاملاتها السابقة.

² وبصفة عامة، تدفع الإلتزامات من أربعة مصادر هي:

- الأرباح أو الدخل الذي يُحقّقه طالب الإئتمان؛

- مبيعات الأصول الثابتة؛

- بيع المخزون السلعي؛

- الإقتراض من الغير على أن يتم سداد القرض القائم من القرض الجديد. عبد الغفار حنفي- عبد السلام أبو القحف، مرجع سابق، ص 164.

³ تتعدّد مصادر الحصول على هذه المعلومات، كإجراء مقابلة مع ممثل الشركة بالإضافة إلى البحث داخل سجلاتها الخاصة، وفي الولايات المتحدة الأمريكية هناك منظمات وهيئات متخصصة في جميع المعلومات عن المشاريع مثل Dun&Bradstreet التي لديها معلومات عن حوالي ثلاث ملايين مشروع؛ حيث تم نشر المعلومات المختصرة عن هذه المشاريع وعن حجم إقتراضها، أما المعلومات أكثر تفصيلاً يمكن الحصول عليها في شكل تقارير تسمى تقارير المعلومات عن المشروع. عبد الغفار حنفي- عبد السلام أبو القحف، مرجع نفسه، ص 168.

على معرفة تامة بالمدين، مما يُساعد على تسريع وتيرة الإجراءات من جهة، وإنخفاض المصروفات الإضافية للقرض من جهة أخرى¹.

ثانياً: الضمانات العينية

الضمانات العينية ما هي إلا مجموعة الوسائل التي هيئها القانون للدائن، بمقتضاها يستطيع أن يتمتع بمركز خاص بالنسبة لمال مُعين من أموال مدينه أو من أموال غيره، كما قد يتمتع بهذا المركز بالنسبة لجميع أموال المدين²؛ ولعل هذا المركز المُتميز من شأنه أن يتحاشى تطبيق قاعدة المساواة بين الدائنين، فهذه الآليات تُجنّب أصحابها مخاطر الضمان العام وما يترتب عنه من قسمة الدائنين أموال المدين قسمة غرماء أي بنسبة دين كل منهم، وتظلّ الضمانات العينية تُثقل المال المرهون أينما وُجد. وكونها تُشكّل إستثناء؛ فإنها لا تقع إلا ضمن الشروط التي حدّدها القانون³، فقد تضمن إحدى البنوك أو الجماعات العامة الشركة المُصدرة بموجب إلترام عقدي بعد قبولها رهنا رسمياً على عقاراتها أو رهنا حيازياً لمحلها التجاري وغيره.

فالضمانات سواء العينية أو الشخصية تُحقّق أماناً مُزدوجاً للدائن ضد خطر إفلاس المدين لما تُعطيه له من حق الأفضلية في إستيفاء ديونه، كما تُؤمّنه ضد خطر تصرف المدين في أمواله عن طريق تتبّعها في أي يد تكون لِيُمارس حق الأولوية على ثمنها، فقديمًا قيل "الأشياء تُوفّر الثقة أكثر من الرجال"⁴، وحتى القانون لم يترك الدائن العادي عُرضة لغش المدين؛ بل حاول أن يُحقّق له أكبر قدر من الحماية في الحدود التي تسمح بها فكرة الضمان العام، دفعًا للخطر بالنسبة لأصحاب سندات الاستحقاق الذين إكتتبوا في قرض سندي سابق يُوفّر لهم ضمان أقل⁵، خاصة

¹ P. Desmond Brunton, financing small-scale rural manufacturing enterprises, n°13_14. Available at : <http://www.fao.org/3/S8380E/s8380e0a.htm> viewed 09/09/2020.

² بني مصطفى أكرم مصلح عبد الكريم، مرجع سابق، ص184.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص274.

⁴ سليمان بن الشريف، مرجع سابق، ص210.

⁵ _ « Ces suretés présentent un inconvénient pour les obligataires qui avaient souscrit précédemment un emprunt moins bien garanti, car si la société éprouve des difficultés financières ils ne seront remboursés qu'après les porteurs du nouvel emprunt, c'est -à-dire peut-être jamais ». Yves Guyon, op. cit., n° 761, p. 764.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

إذا تعرّضت الشركة لمخاطر ما؛ فإنهم يستوفون ديونهم بعد حملة سندات الاستحقاق الجديدة، وقد لا يستوفونها إذا بلغت جسامه الخسارة حدا كبيرا¹.

ولأن التفصيل في هذه الضمانات من شأنه أن يخرج عن مقاصد البحث؛ لذا سوف تقتصر الدراسة على الرهن التأميني والرهن الحيازي، وكذا الجوانب المتعلقة بهما التي من شأنها أن تنطبق على الرهون المُقدّمة من الشركة لضمان قروض دائئها من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل.

أ- الرهن الرسمي

نُظّم الرهن الرسمي l'hypothèque في القوانين المُقارنة ضمن الأحكام العامة²، والرهن الرسمي هو حق عيني تبعي³، غير قابل للتجزئة⁴، ينشأ بموجب عقد رسمي ويكتسب على إثره الدائن حق عيني على عقار⁵، يمنحه حق تتبّع المحل المرهون في أي يد كان⁶ للتنفيذ عليه¹ دون

¹ ولأن العقد شريعة المتعاقدين وخشية على حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم الوقوع في مثل هذا الأمر؛ فإنه يمكنهم الإتفاق مع الشركة على تضمين عقد الإصدار ببند يسمى « شرط المعاملة بالمثل clause pari passu »، مفاده أن الشركة تمنح لهم وعد بالرهن على ممتلكاتها، وتتعهّد في المقابل على ألا تمنح للغير أو لأصحاب سندات الاستحقاق الجديدة رهن على أموالها، كما يمكنهم أن يتفقوا على إدراج شرط « المعاملة بالأفضلية clause priori passu »، تتعهّد بموجبه الشركة ألا تمنح رهنا لحملة الإصدارات الجديدة دون أن تمنحه بالأولوية لحملة السندات الحالية. نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص184.

² نُظّم أحكامه القانون المدني الجزائري (من المادة 882 إلى 936)، يقابله القانون المدني الأردني (من المادة 1322 إلى 1371)، والقانون المدني الكويتي (من المادة 971 إلى 1026)، والقانون المدني البحريني (من المادة 942 إلى 997)، والقانون المدني المصري (من المادة 1030 إلى 1084)، مرجع سابق.

³ عبد المجيد زعلاني، مرجع سابق، ص27.

⁴ المادة 1333 من القانون المدني الأردني، يقابلها المادة 892 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁵ لا يقع الرهن الرسمي إلا على العقارات ولا يجوز أن يرد على المنقولات كقاعدة عامة؛ إلا أنه في بعض الحالات يمكن رهن بعض المنقولات بالنظر إلى طبيعتها التي تسمح بشهر الرهن الرسمي عليها مثل السفن والطائرات والمحلات التجارية. راجع المادة 947 من القانون المدني البحريني، والمادة 1035 من القانون المدني المصري، والمادة 976 من القانون المدني الكويتي، مرجع سابق.

⁶ المادة 882 من القانون المدني الجزائري، والمادة 1322 من القانون المدني الأردني، والمادة 1056 من القانون المدني المصري، والمادة 1000 وما يليها من القانون المدني الكويتي، والمادة 970 وما يليها من القانون المدني البحريني، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

تملكه، كما يعطيه حق أولوية إستيفاء ثمن الدين من ثمن بيع العقار بالتقدم على الدائنين التاليين له في المرتبة²، فالرهن الرسمي ما هو إلا نوع من الحقوق العينية التبعية les droits réels accessoires؛ لأنه يتبع حق الدائنية ولا يمكن أن يتواجد بصورة مُستقلة عنه؛ إنما يوجد لضمان وفاء إلتزام على الشركة المدينة فيكون تابعاً له، ولا ينقضي الرهن الرسمي إلا بإنقضاء الدين المضمون³، كما لا يترتب عليه تجريد المدين -الشركة- من حيازة المحل المرهون⁴، ويستوجب أن يكون العقار موجوداً ومُعَيَّنًا عند إجراء الرهن⁵، وتكون الشركة المدينة الرهنة مالكة للعقار المرهون وأهلاً للتصرف فيه⁶، ويجوز أن يكون الراهن هو نفسه المدين أو كفيل عيني يُقدّم الرهن لمصلحته⁷، كما يكون دين حملة السندات مضمون وثابت، كما يمكن أن يكون مستقبلي موعود به ومُحدّد⁸، ولا ينعقد الرهن الرسمي إلا بتسجيله في عقد رسمي أو حكم أو بمقتضى القانون⁹، ويشمل الرهن التأميني العقارات، ما لم يوجد نص قانوني يقضي بغير ذلك¹⁰.

من خلال ما تقدّم، يتبيّن أن الرهن الرسمي من أفضل ما يمكن أن تُقدّمه الشركة لدائنيها كضمان لرابطة الإلتزام المُؤجل الذي محلّه الوفاء بقيمة السندات وعوائدها، لاسيما في هذا النوع

¹ المادة 911 وما يليها من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1353 وما يليها من القانون المدني الأردني، والمادة 974 وما يليها من القانون المدني البحريني، والمادة 1004 وما يليها من القانون المدني الكويتي، مرجع سابق.

² المادة 907 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1348 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

³ المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 500718، الصادر بتاريخ: 2009/10/22، مجلة المحكمة العليا، ع02، 2009، ص174. متوفر على الرابط:

<https://drive.google.com/file/d/1krREfBXzNDbs4Py6DgO0JsvKX6JF3v4K/view> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/18 على الساعة 11:40.

⁴ المادة 894 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1335 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

⁵ المادة 886 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1328 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

⁶ المادة 884 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1324 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

⁷ المادة 884 فقرة 01 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1324 فقرة 02 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

⁸ المادة 891 من القانون المدني الجزائري، مرجع نفسه.

⁹ المادة 883 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1323 من القانون المدني الأردني، والمادة 972 من القانون المدني الكويتي، مرجع نفسه.

¹⁰ المادة 1334 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

من الإستثمارات التي تتحكّم فيها ظروف إقتصادية قائمة على مُتغيرات لا يمكن التحكّم فيها ويصعب التنبؤ بها، مما يُشكّل عجز ملحوظ للتأمينات الكلاسيكية عن تحقيق مطامع المدخرين، في المقابل عزّزت التأمينات العينية فُدرة طالبي التمويل ويسّرت عملية الإقتراض عليهم، فالشركة مُصدرة سندات الاستحقاق يُمكنها أن تُقدّم عقار من عقاراتها أو مصنعا أو ما في حكمهما كرهن تأميني للمُكنتبين في أدوات المديونية التي أصدرتها دون أن يُضيف عليها هذا مصروفات جديدة، فالرهن بخلاف الكفالة المصرفية لا يتطلّب عمولة مثلما يطلبها الكفيل المصرفي لقاء ضمانه الوفاء طيلة مُدة القرض مما يُشكّل إرهاقا للشركة.

كما أن الرهن التأميني من شأنه أن يسمح للشركة بمواصلة إستعمال وإستغلال العقارات المرهونة فهي لا تخرج من حيازتها¹، الأمر الذي يُساهم في مواصلة نشاطها بشكل عادي ويُوفّر لها السيولة الكافية لتتخطى ضائقتها المالية وتُسدّد ديون سنداتها دون الحاجة إلى التنفيذ على الرهون من دائنيها، غير أن هذه التصرفات مشروطة بألا يكون القصد منها الإضرار بالدائنين. وعليه، فقد منحهم القانون حق الدفاع عن حقوقهم لحماية الضمان المُقرّر لهم، وجعلهم في مأمن بشأن المُطالبة بديونهم عند حلول آجالها، بصفتين: أولهما مُستمدة من حقهم في إسترجاع دينهم بناء على سند دين، والثانية في كونهم دائنين مُرتهين لهم حق تحقيق الرهن وليس هناك أي مقتضى قانوني يمنعهم من سلوك القاعدتين معا²؛ ولعل ما يزيد من درجة أمان دائني الشركة في حالة الرهن الرسمي هو إلزام الأخيرة بضمان سلامة المال المرهون، وللدائن المُرتهن أن يعترض على كل عمل من شأنه إنقاص ضمانه إنقاصا كبيرا³.

ب- الرهن الحيازي

¹ المادة 894 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 955 من القانون المدني البحريني، والمادة 1335 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

² محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 2258/2012، الصادر بتاريخ: 2013/02/07. متوفر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 22:04.

³ المادة 898 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1337 من القانون المدني الأردني، والمادة 1006 من القانون المدني البحريني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

الرهن الحيازي حسب تعريف المشرع الجزائري¹ هو: "عقد يلتزم به شخص لضمان دين عليه أو على غيره، فحواه أن يُسَلَّم إلى الدائن أو إلى أجنبي يُعيّنه المُتعاقدان شيئاً يُرتَّب عليه حقا عينيا يمنحه حبس الشيء إلى أن يستوفي الدين، وأن يتقدّم الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في أن يتقاضى حقه من ثمن هذا الشيء في أي يد يكون".

فالرهن الحيازي بخلاف الرهن الرسمي لا يكفي لقيامه مُجرّد توافق الإيجاب والقبول بين الراهن والمُرتهن؛ بل لأبَد من تسليم الشيء المرهون² بهدف شهر حق الدائن المرتهن، وهو حق عيني يمنح صاحبه سُلطة مُباشرة على المحل المرهون، تظهر من خلال منح الدائن حق حبس الشيء المُقدّم كضمان للدين إلى حين إستيفائه، إضافة إلى حق التقدّم على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في إقتضاء دينه من ثمن الشيء في أي يد يكون³ بالتقدّم على باقي الدائنين⁴، والدين المضمون بالرهن الحيازي يُمكن أن يكون ثابتا أو مستقبليا⁵، وكقاعدة عامة يكون محل الرهن الرسمي عقار، في حين يصحّ أن يرد الرهن الحيازي على عقار nantissement أو منقول le gage، ويبقى الفرق بينهما في طريقة حيازة المرهون؛ حيث يستعمله ويستغله في حالة الرهن الرسمي، بينما يوضع هذا الشيء في حيازة الدائن المرتهن أو الغير في حالة الرهن الحيازي⁶؛ ولعل هذا من شأنه أن يكون السبب الرئيسي في عزوف الشركات عن اللجوء إلى الرهن الحيازي كوسيلة لضمان سندات الاستحقاق الصادرة عنها، فلا جدوى إقتصادية من أن تقوم الشركة بإستدانة مبلغ من المال على أن تتخلى في مقابل ذلك على جزء مُهم من عقاراتها أو منقولاتها

¹ المادة 948 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1372 من القانون المدني الأردني، والمادة 1027 من القانون المدني الكويتي، والمادة 1096 من القانون المدني المصري، والمادة 1170 من قانون الإلتزامات والعقود المغربي، والمادة 998 من القانون المدني البحريني، مرجع سابق.

² المادة 951 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1014 من القانون المدني البحريني، والمادة 1099 من القانون المدني المصري، مرجع نفسه.

³ المادة 1400 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

⁴ المادة 948 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1372 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

⁵ أنظر إحالة المادة 950 إلى المادة 891 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1374 من القانون المدني الأردني، مرجع نفسه.

⁶ عبد المجيد زعلاني، مرجع سابق، ص28.

لنُصبح في حياة مالكي السندات أو شخص آخر دون أن تستعملها أو تستغلها طيلة مدة الرهن¹، فهي في حاجة مُستمرة إلى أدواتها المالية لتوليد طاقاتها الإنتاجية، فتصطدم بضرورة تخليها عن هذه الأدوات إذا رغبت في إتمام الرهن الحيازي.

أما بالنسبة لحملة سندات الاستحقاق، حتى وإن تمكنوا من حبس الشيء المرهون لغاية إستيفاء مبلغ قرضهم؛ إلا أنه يقع عليهم إلتزامات مقابلة كالمحافظة على محل الرهن وصيانته²، مما قد يتطلب تكاليف لا يكون في مقدرتهم توفيرها، وهم الذين لا يبحثون سوى عن سداد مبلغ قرضهم داخل أجل إستحقاقه، ففي إنجلترا على سبيل المقارنة، هناك وسيلة رهن قريبة من أحكام الرهن الحيازي، فيجوز بمقتضاها ضمان سندات الاستحقاق عن طريق نقل ملكية بعض أموال الشركة المُصدرة لسندات الاستحقاق ووضعها في حياة شخص ثالث عدل ويسمى هذا الضمان بـ trust deed، والغرض من إيداع ملكية أموال الشركة لدى عدل trustee هو منع القروض اللاحقة من التقدّم على السندات المضمونة بعقد الإيداع، حماية لحقوق مالكي هذه الأسناد عند إستحقاق أصل الدين أو الفوائد إذا لم تقم الشركة بالوفاء، ووفقا لهذا النوع من الضمان؛ فإن تصرفات الشركة التي ترد على الأموال المودعة لا تنفذ إلا بموافقة العدل³.

الفرع الثالث

إشهار الضمانات الخاصة والتنفيذ عليها

تتوجّه شركة المساهمة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بضماناتها إلى المكتتبين في سنداتها التي عُرضت عليهم بموجب إكتتاب عام حسب ما تضمنته نشرة الإصدار زيادة على ما هو مُقرّر بنص القانون، والغاية من ذلك هي تمكينهم من كل الحقوق المترتبة لهم على ذمة الشركة بأحسن صورة، وكوّن هذه الضمانات تأتي على عدة أشكال مثلما تم الإشارة إليه، فقد أوجب القانون ضرورة إشهارها بالكيفيات المُبيّنة حسب طبيعة كل ضمان، حتى يتيقّن المُكتتبون

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص278.

² المادة 955 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

³ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص278.

من حقيقتها وأنها ليست مجرد تموية لإنجاح الإكتتاب، بإعتبارها أحد أنجح الأساليب التي أضافتها مختلف التشريعات، إستجابة لخصوصية هذا النوع من المعاملات.

تتجلى أهمية الضمانات في الحالة التي تتخلى فيها الشركة عن أداء إلتزاماتها في مواجهة دائئنها إما تهرباً أو سهواً منها، حينها يبرز دور الضامن بإعتباره مدين إلى جانب الشركة في قضاء ديونها حسب ما ينص عليه القانون ويحسن نية، مما يدفع حملة السندات إلى التنفيذ على هذه الضمانات لإستيفاء ما لديهم من حقوق بحسب رتبة دينهم، كؤنهم دائئين ممتازين بموجب ضمانات خاصة تُضفي على دينهم هذه الصفة.

أولاً: إشهار الضمانات الخاصة

إذا تضمنت نشرة الإصدار بند مفاده ضمان الشركة لسندات المطروحة للإكتتاب بضمانات خاصة سواء شخصية أو عينية؛ فإن الشركة في هذه الحالة ملزمة بشهر هذه الضمانات بالكيفيات المُحددة عن طريق التنظيم¹، قبل أن يشرع المُكتتبون في عملية الإكتتاب.

أ- أساس إشهار الضمانات الخاصة

حتى تُنتج الضمانات أثرها القانوني في مُواجهة المُخاطبين بها من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، لأبد من شهرها بالكيفية التي تتفق مع نوع كل ضمان، فُتسجل الضمانات الأمنية المذكورة في عقد خاص، على أن تُشهر قبل أي إكتتاب لحساب جماعة أصحاب السندات التي هي في طور التكوين² وتُقيد بإسم الشركة المُقترضة³، ويُعين مُمثل الشركة خلال أجل (06) أشهر إبتداء من تاريخ فتح الإكتتاب نتيجته في عقد رسمي⁴، مما يعني أن المشرع الجزائري قد ربط تسجيل الضمانات الخاصة بمدة زمنية تتقرر قبل أي شروع في الإكتتاب، وهو ذات ما ذهب

¹ المادة 715 مكرر 105 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 122 من قانون الشركات الأردني، والمادة 296 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² المادة 31 فقرة 01 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

³ المادة 120 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁴ المادة 31 فقرة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

إليه المشرعان الأردني¹ والمصري²، اللذان إشتراطاً بدورهما أن يتم الرهن أو الضمان أو الكفالة لصالح جماعة حملة السندات قبل أي إصدار، على أن يتولى الممثل القانوني للجماعة إتمام الإجراءات اللازمة لتمام الشهر، فيستوجب عليه خلال ثلاثة أشهر التالية لإنهاء المدة المقررة للإكتتاب أن يُقرّ في ورقة مؤثقة بالقيمة الإجمالية للقرض الذي تُمثله السندات وكافة البيانات المتعلقة بها ويؤشر على السجلات التي تُفيد قيد الرهن.

على سبيل المقارنة، كان المشرع الأردني أكثر تفصيلاً بخصوص بيان كيفية الشهر، وأوجب دفع الأموال المؤمنة للقرض قبل تسليم أموال الإكتتاب إلى الشركة³، كما أكد أن قيمة السندات تُدفع عند الإكتتاب بها دفعة واحدة وتُقيّد بإسم الشركة؛ فإذا وُجد مُتعهد التغطية، يجوز في هذه الحالة تسجيل المبالغ المدفوعة بإسمه بعد مُوافقة مجلس إدارة الشركة المُقترضة، على أن تُعاد حصيلة الإكتتاب للشركة في الموعد المُتفق عليه مع مُتعهد التغطية دائماً⁴. في حين رأى بعض الفقه الأردني⁵ أنه يتعيّن على الشركة المُقترضة توثيق الضمانات المُقدّمة منها قبل تاريخ الإكتتاب إذا كانت هذه الضمانات سوف تدخل مباشرة إلى ذمتها، أما في حال وجود مُتعهد التغطية هنا يمكن تسجيل المبالغ المدفوعة من المُكتتبين بإسمه بعد مُوافقة أجهزة الشركة؛ لكن قبل أن يقوم المُتعهد بنقل حصيلة الإكتتاب إلى ذمتها.

وعاد المشرع الجزائري ليؤكد أنه زيادة على كفيات الإشهار المُطبقة على الضمانات الأمنية عموماً، يجب أن ينشر تكوين الضمانات الأمنية الخاصة قبل أي إكتتاب في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، على شكل إعلان يحتوي على جميع المعلومات المتعلقة بالضمانات الأمنية، ويجب أن يذكر خصوصاً إكتتاب سندات الاستحقاق المُصدرة كلياً أو جزئياً، وتخفيض الآثار الناتجة عن هذه الضمانات للوصول إلى المبلغ المُكتتب أو يتم التذكير بعدم تحقّق عملية الإصدار بسبب غياب الإكتتاب أو نقصانه⁶.

¹ المادة 122 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

² المادة 164 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

³ المادة 122 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁴ المادة 120 من قانون الشركات الأردني، مرجع نفسه.

⁵ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 280.

⁶ المادة 32 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

غير أنه في المقابل لم يُعالج إمكانية إشتراط الشركة المُصدرة في نشرة الإصدار توثيق الضمانات بعد تسلّم جزء من قيمة الإكتتابات، ولو أن صياغة نص المادة 715 مكرر 105 جاءت على سبيل الوجوب؛ بحيث بدأ النص بعبارة "يجب" أن تكون الضمانات الخاصة قبل إصدار السندات..، فالنص جاء بصيغة الأمر كما جاء مُطلقاً فيما يتعلّق بإشهار الضمانات قبل كل إكتتاب، والمُطلق يسري على إطلاقه ما لم يرد نص مُخالف يُعيّده، ولم يرد نص مُخالف يُعيّده لا في القانون التجاري ولا في الأنظمة المُكمّلة، كما أن المبدأ والغاية التي قصدها المشرع من إشتراط هذا النص لا تستدعي تقييدها، بإعتبار أن المشرع إستهدف منع الشركة مُصدرة السندات من التلاعب بمبالغ الإكتتاب دون وجود تأمينات خاصة لها، كأن تُرتّب رهن لصالح دائنين آخرين على ذات الأموال المُخصّصة لحملة هذه السندات، فالمشرع أعطى الحرية للشركة في تأمين إصدارها من عدمه، في المقابل قيّد إختيارها تفادياً للتلاعبات وحماية للمُدخرين وحسناً فعل، وأي شرط مُخالف تُقرّره الشركة لا أساس له من الصحة ويُعدّ في محلّ العدم لما فيه من إخلال لمبدأ المساواة بين الدائنين.

ب- إشهار الضمانات الشخصية

سبق بيان الضمانات الشخصية، وتم التطرق إلى الكفالة الشخصية والكفالة المصرفية بالقدر الذي يخدم الدراسة، ولم يكتفي المشرع بمُجرّد إلزام الشركة مُصدرة سندات الاستحقاق بالنص على هذه الضمانات في نشرة الإصدار أو ضمن البيانات المُتضمّنة في الشهادة المُسلّمة للمُكتتب إذا قرّرت تضمين إصدارها بهذا النوع من الضمانات؛ إنما أوجب عليها أيضاً أن تقوم بشهرها وفق النصوص القانونية المُتّبعة في كل نوع منها.

وحتى تكون الكفالة صحيحة، يجب أن يكون إلتزام الشركة في مُواجهة دائنيها إلتزاماً صحيحاً¹ ولا يشوب عملية الإكتتاب أي غش، كأن تتضمّن نشرة الإصدار معلومات مغلوطة عارية من الصحة، ففي هذه الحالة تكون الكفالة باطلة لبُطلان الإكتتاب، في حين إذا إستوفت الكفالة الشخصية كافة الشروط القانونية المطلوبة، تقوم حينها الشركة المُصدرة بتقديمها مُوثقةً لدى مكتب التوثيق²، أو تُقدّم الكفالة المصرفية المُوثقة من البنك الصادر عنه قبل الشروع في الإكتتاب

¹ المادة 648 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² أو الكاتب العدل مثلما يصطلح عليه في التشريعات المشرقية.

بالنسبة للتشريعات التي تقتضي ضرورة ذلك¹، وقبل دخول حصيلة الإكتتاب إلى ذمة الشركة بالنسبة للتشريعات التي تُعطي الخيار للشركة في أن تقوم بالتضمين اللاحق للضمانات في نشرة الإصدار²، على أن تكون الكفالة ضامنة لتسديد ديون حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في موعد الاستحقاق المُتفق عليه سلفاً، مادام نشأ الإكتتاب صحيحاً.

ت- إشهار الضمانات العينية

إذا ضمنت الشركة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إصدارها بضمانات عينية، عليها أن تتبّع ذات المبدأ القاضي بشهر هذه التأمينات لفائدة الحملة؛ لذا فرّق بعض الباحثين³ بين حالتين:

1- في الإصدارات التي تدخل فيها حصيلة الإكتتاب مباشرة إلى الذمة المالية للشركة المُصدرة، لا تستطيع الشركة في هذه الحالة أن تُقدّم ضمانات خاصة مُتمثلة في رهن حيازي على منقولات مُعيّنة (وكذلك الحال بالنسبة للرهن العيني)؛ لأن عقد الرهن الحيازي يشترط فيه بالإضافة إلى وجود مدين راهن، وجود دائن مُرتهن يُعبّر عن قبوله الرهن ويقبض محله لأجل سريانه⁴ في ذمة الراهن؛ بل هنا الإكتتاب غير مُحدّد بعد، فلا مجال لهذا الفرض حتى ينعقد الرهن⁵؛ لأن الراهن لا يستطيع تسليم الشيء المرهون إلى الدائن كونهم لم يكتتبوا بعد ولم تتشكّل جماعة الدائنين، وإذا قاموا بتعيين وكيل عنهم ليتسلّم الشيء المرهون، فالقاعدة تقضي أنه إذا رجع المرهون إلى حيازة الراهن إنقضى الرهن⁶، غير أنه في هذه الحالة لم يخرج المرهون من حيازة الراهن ليعود إليه.

2- في الإصدارات التي تدخل فيها حصيلة الإكتتاب إلى الذمة المالية لمُتعهد التغطية قبل أن ينقلها إلى ذمة الشركة المُصدرة وفق إتفاقية التغطية، ففي هذه الحالة يكون المُكتتبون مُحدّدون بأسمائهم وصفاتهم وعددهم، كما يكونوا قد تجمّعوا داخل كُتلة مباشرة عند تمام الإكتتابات بصورة

¹ كالمشرع الجزائري والمغربي مثلاً.

² وهو ما تبناه المشرع الأردني.

³ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 66.

⁴ المادة 948 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁵ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 282. أيضاً العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 66.

⁶ المادة 952 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

تلقائية، مما يسمح للشركة المُصدرة بوضع الشيء المرهون لمُتعهد التغطية المُحدّد سلفاً في نشرة الإصدار، كما يُشكّل في هذه الحالة إكتتاب المُستثمر في السندات قبولاً يسمح بإنعقاد عقد الرهن¹.

غير أنه يجب التنويه إلى أن الشركة في هذه الحالة تُقدم على رهن لضمان دين مستقبلي موعود به وهذا أمر ممكن، فيجوز أن يُرتّب الرهن ضماناً لدين مُعلّق على شرط أو دين مُستقبلي أو إحتمالي²، سواء كان الرهن عيني أو حيازي³، فلا ضرر على ضمان أسناد الاستحقاق التي لا تتأثر بتوثيق هذا الرهن قبل أن تتسلّم الشركة المُقترضة مبلغ القرض، كما أنها تقوم سلفاً بتحديد الشخص الذي يتسلّم المال المرهون الذي ليس له سلطة قبول الضمانات من عدمه⁴، وإكتتاب المُكاتب في نشرة الإصدار دليل على قبوله بنود القرض وبنود الرهن، وتداول السندات من يد إلى أخرى مثلما لا يُؤثر على القرض لا يُؤثر على الرهن فينتقل الضمان من يد إلى أخرى⁵، وبعد قيد الرهن لا يُمكن للشركة القيام بأي تعديل عليه إلا بموافقة الدائنين جماعة عن طريق مُمثلهم القانوني وإلا كان باطلاً⁶، ولا يُمكنها إجبارهم على التخلي عنه. في المُقابل، يُمكنهم إتخاذ قرار التخلي جماعةً داخل جمعيتهم الإستثنائية؛ لأن العملية تُعدّ تعديل لأحد بنود عقد الإصدار الرئيسية، على أن تُبلّغ الشركة المُصدرة بهذا القرار بواسطة مُمثل الجماعة؛ فإذا تبيّن من ظروف الحال أن الشركة لم تقم بتقييد الرهن وفق الكيفيات المنصوص عليها؛ فإن آجال إستحقاق القرض تسقط وتُصبح جميع السندات مُستحقة الأداء ولحملة السندات مُطالبه الشركة بالتسديد الفوري⁷.

ثانياً: التنفيذ على الضمانات الخاصة

تنص نشرة الإصدار على مواعيد مُحدّدة لاستحقاق السندات القابلة للتحويل، يتم خلالها إسترجاع قيمة السندات من الحملة الذين يكتفون بصفاتهم كدائنين عاديين للشركة بمبلغ القرض، في حين إذا رغب البقية في ممارسة خيار التحويل يكون لهم ذلك متى حلّ أجله، وتُعتبر هذه من

¹ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 66.

² المادة 891 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 1332 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

³ المادة 950 من القانون المدني الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ _ Arnaud Lecourt, op.cit., n°534.

⁵ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 284.

⁶ المادة 130 فقرة ج من قانون الشركات الأردني، والمادة 296 فقرة 03 من قانون الشركات المغربي، مرجع سابق.

⁷ المادة 404 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

المسائل الجوهرية التي لا يُمكن تصوّر خلو نشرة الإصدار من ذكرها؛ لكن يُتصوّر أن تُخلّ الشركة بالتزامها وتمتّع عن إرجاع قيمة السندات في مواعيدها، حينها يحق لحملة السندات التنفيذ على أموالها وفقاً للأحكام العامة السارية في القانون المدني وطبقاً للإجراءات المنصوص عليها في أحكام التنفيذ، ماداموا يحتلون مرتبة الدائنين العاديين كسائر دائني الشركة.

ومادامت كل أموال المدين ضامنة لديونه، يحقّ حينها لطالب التنفيذ أن يُطالب بالتنفيذ على أي مال يُريده، ولا يُقيده في ذلك سوى ملكية المال المُنفذ عليه¹ والتنفيذ على منقولات الشركة أولاً²؛ وإذا منحت لهم الشركة إمتياز أو أكثر عن طريق تضمين نشرة الإصدار ضمانات شخصية خاصة، ففي هذه الحالة يُفرز لهم القانون إمتيازاً على أموال الشركة، وما على حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل سوى العودة على الكفيل لمُطالبته بمبلغ القرض؛ فإذا كان موضوع ضمان عيني، ساعتها يحقّ لجماعة الدائنين التنفيذ المباشر على العقارات³، أما إذا كانت السندات مضمونة بضمان عيني أو أكثر وحلّ ميعاد الوفاء دون تحرّك من الشركة، ففي هذه الحالة يحقّ لحملة السندات إستيفاء حقوقهم من الرهن بحسب مرتبة دينهم⁴؛ وإذا بيع المال المرهون بأقل من قيمة القرض، يتم تقسيمه بين حملة السندات قسمة غرماء على أن يعودوا على الشركة بمقدار ما نقص من مال بإعتبارهم دائنين عاديين؛ حيث أن الإمتياز الذي كان مُقرّر لهم على المال المرهون لا يتعداه إلى كل ذمة الشركة⁵، أما في حال كانت الشركة المُصدرة في مرحلة التصفية ولم يحن موعد الاستحقاق بعد وكانت السندات مضمونة بضمان شخصي، فما على حملة السندات

¹ نسيم يخلف، الوافي في طرق التنفيذ، ط01، جسر للنشر والتوزيع، د ب ن، 2014، ص86.

² المادة 620 فقرة 01 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية الجزائري، مرجع سابق.

³ المادة 620 فقرة 03 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية الجزائري، يقابلها المادة 475 والمادة 482 من مجلة المرافعات المدنية والتجارية التونسي قانون ع 130 لسنة 1959، المؤرخ في 02 ربيع الثاني 1379 الموافق لـ05 أكتوبر 1959، يتعلق بإدراج مجلة المرافعات المدنية والتجارية، الرائد الرسمي ع 56، الصادر بتاريخ 03-10-13 نوفمبر 1959. متوفر على الرابط: <https://wrcati.cawtar.org/assets/documents/pdf/CodePCC.pdf> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/15 على الساعة 14:06.

⁴ المادة 1342 فقرة 01 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

⁵ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص286.

القابلة للتحويل إلا إنتظار حلول ميعاد الاستحقاق¹ للرجوع على الكفيل، ما لم يكن هناك إتفاق مُغاير².

المطلب الثاني

الضمانات المكرّسة بعد إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

من المعلوم أن قرض سندات الاستحقاق القابلة للتحويل يمتد لفترة طويلة من الزمن قد تصل إلى خمسة عشر سنة، خلال هذه الفترة التي ليست بالهينة من الممكن جدا أن تُقدم الشركة على القيام بعمليات تُعتبر عادية من وجهة نظرها؛ لكنها ليست كذلك في أعين حملة السندات، كونها تُفرز آثار تمسّ بالدرجة الأولى الضمانات المُقرّرة لهم، وهو ما هدفت التشريعات إلى تفاديه قبل حدوثه دعما لمركزهم المالي، بإعتبارهم دائنين قد يتوصّلون برأسمالها على المدى البعيد، الأمر الذي يستوجب تفعيل تدابير نوعية لحمايتهم ضد قراراتها.

عند تفحص النصوص التشريعية المقارنة، يلاحظ إجماعها على تقرير المنع المطلق لبعض العمليات التي لا يُسمح للشركة القيام بها بالموازاة مع إصدارها لهذا النوع من السندات المالية تحت أي ظرف، وتتمثّل حالات المنع هذه في تخفيض رأسمال الشركة المُصدرة، بالإضافة إلى إستهلاك أسهمها وتغيير طريقة توزيع أرباحها (المطلب الأول)؛ ولعل من وراء هذا المنع حكمة سوف يتم التوصل إليها عند التوسّع في دراسة هذه الحالات.

في مقابل ذلك، قيّدت ذات القوانين على إختلافها إرادة الشركة المُصدرة في حال أرادت إبرام بعض التصرفات، وألزمتهما بشروط وحدود تكفل ذات الغاية السابقة؛ ألا وهي توفير الحماية القصوى للمُكتتبين في هذه السندات طيلة مُدة قرضهم المُعيّن في عقد الإصدار، وتتمثّل هذه العمليات في إقدام الشركة على إصدار أسهم نقدية جديدة أو تقريرها إدماج الإحتياطات والأرباح وعلاوة الإصدار، إضافة إلى تقريرها إصدار سندات جديدة بالموازاة مع الإصدار القديم (المطلب الثاني).

¹ المادة 447 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 287.

وَبُغِيَّةِ إِسْتِقْرَارِ الْمَرَاكِزِ الْقَانُونِيَّةِ لِهَؤُلَاءِ الْمُكْتَتِبِينَ، وَعَدَمِ دُخُولِ الشَّرِكَةِ الْمُصَدِّرَةِ فِي مَطَبِّ الْبَطْلَانِ وَالْإِبْطَالِ فِي حَالِ مُخَالَفَةِ النُّصُوصِ الْأَمْرَةِ الَّتِي تَعْتَنِي بِتَكْرِيسِ وَصَوْنِ الضَّمَانَاتِ الْمُقَرَّرَةِ لِهِمْ طِيلَةَ مَرَاحِلِ الْإِكْتِتَابِ، سِوَاءِ قَبْلِهِ أَوْ بَعْدِهِ، وَكَذَا تَوْفِيرِ الْحَدِّ الْأَقْصَى مِنَ الْأَمْنِ الْقَانُونِيِّ لَهُمْ، مَا عَلَى الشَّرِكَةِ الْمُصَدِّرَةِ سِوَى مِرَاعَاةِ هَذِهِ الْعَمَلِيَّاتِ، سِوَاءِ الْمَمْنُوعَةِ تَمَامًا أَوْ الْمُقَيَّدَةِ بِشُرُوطٍ، خَاصَّةً قَبْلَ إِقْدَامِهَا عَلَى إِصْدَارِ السَّنَدَاتِ لِلْإِكْتِتَابِ فِيهَا. وَلَيْسَ هَذَا فَحَسْبُ؛ بَلْ حَتَّى لَا تَسْتَعْجَلَ فِي إِتْخَاذِ قَرَارِ الْإِصْدَارِ وَتَصْطَدِمَ لِاحْتِقَا بَعْدَمِ قُدْرَتِهَا عَلَى مِمَارَسَةِ بَاقِي سُلْطَاتِهَا كَمَا يَجِبُ.

الفرع الأول

العمليات الممنوعة على الشركة المُصدرة القيام بها

حظرت التشريعات المختلفة¹ على شركة المساهمة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تخفيض رأسمالها طيلة مدة سريان القرض، ويجد هذا المنع تبريره في كونه ضمان عام لدائنيها ومن الممكن أن تقي قيمة قرضها بالإقتطاع من رأسمالها إذا تحتم عليها الأمر، وكوّن الأخير يتكوّن من مجموع مساهمات الشركاء العينية والمالية؛ فإنه يمنع عليها رد قيمة الأسهم للمساهمين قبل الميعاد المُقرّر لذلك، خوفا من تهريب جزء منه تحت غطاء الإستهلاك. وباعتبار أن الشركة تستقر على تقرير نسبة معلومة من الأرباح التي تؤدي إلى المساهمين بالكيفية التي حددها القانون؛ فإنه يُحظر عليها تغيير طريقة توزيعها مادامت قد أصدرت السندات القابلة للتحويل، لئلا تنتج مما سبق أن المشرع حاول أن يجعل مركز حملة السندات القابلة للتحويل في وضعية قانونية مُستقرة حتى يطمئنوا للقراءة التي إستخلصوها قبل إنضمامهم إليها، تفاديا لأي مفاجئات تحوّل دون تحصيل حقوقهم²، تحت طائلة بطلان العمليات³.

أولا: تخفيض رأسمال الشركة المُصدرة

¹ المادة 153 من قانون الشركات البحريني، يقابلها المادة 322 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 715 مكرر 120 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² Philippe Merle-Anne Fauchon, op. cit., n°2081, p.409.

³ المادة 827 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

إن تحديد مقدار رأسمال الشركة عند تأسيسها يتم غالبا بناء على تقدير تم التوصل إليه عند دراسة إحتياجاتها قصد ممارسة غرضها بأفضل صورة، وبعد أن تستمر في أعمالها فترة من الزمن، يتّضح أمامها الكثير من الأمور، مما يدفعها إلى الإستقرار عند رقم مُحدّد يُمثّل رأس المال الذي هي عليه، أو ترى أن الحاجة داعية إلى تخفيضه لإعتبارات عملية فتُخفّضه إلى المستوى المناسب¹، ولا يجوز لها أن تقرّر تخفيض رأسمالها إلا بالموازاة مع حفظ حقوق الغير المتعامل معها²؛ لأن من شأن هذه العملية أن تمسّ بشكل مباشر الإئتمان المُكوّن من أموالها لصالحهم³.

أ - مفهوم تخفيض رأسمال الشركة

تقتضي الضرورة البحثية التوقّف عند مفهوم تخفيض رأسمال الشركة، عن طريق بيان تعريفه والتمعّن في شروطه.

1 - تعريف تخفيض رأسمال الشركة

لم يُعرّف المشرع الجزائري على غرار باقي التشريعات المقارنة محل الدراسة عملية تخفيض رأس المال، في حين عرّفه الفقه أنه: "عملية قانونية تقوم بها الشركة بناء على قرار من جمعيتها العامة غير العادية من أجل تنزيل رأسمالها الإسمي في حالات مُحدّدة بموجب القانون⁴، إما لجبر خسارة حلّت بها، أو كان رأسمالها زائد عن حاجاتها فتسعى إلى إعفاء المساهمين من دفع الأقساط المُتبقية للأسهم التي إكتتبوا بها، أو أن تلجأ لشراء أسهمها الخاصة"، ويُعتبر هذا الإجراء وسيلة إستثنائية لتحقيق إنقاص قيمة رأس المال المُحدّد مُسبقا؛ إذ تلتزم الشركة بإلغاء الأسهم المُشترية مع إستخدام رصيد مُعيّن من الإحتياطات لتحقيق ذلك⁵.

¹ - صالح بن زابن المرزوقي البقمي، مرجع سابق، ص 513.

² - فوزي عطوي، مرجع سابق، ص 301.

³ - نادية حميدة، مرجع سابق، ص 200.

⁴ - حنان موشارة، الآليات القانونية لحماية الغير من قرار تخفيض رأس مال الشركة التجارية، مجلة دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، ع03، سبتمبر 2018، ص160. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/59929> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/04 على الساعة 21:21.

⁵ - نادية حميدة، مرجع سابق، ص 201. كما نص المشرع الجزائري على مبدأ منع وحظر شركة المساهمة الإكتتاب في أسهمها الخاصة أو شرائها إما مباشرة أو بواسطة شخص آخر يتصرّف بإسمها ولحسابها (المادة 714 فقرة 01 من القانون التجاري)، وأورد عليه إستثنائين: الأول يتعلّق بإمكانية شراء الشركة لأسهمها المسعّرة في بورصة القيم المنقولة، فلها أن

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

أما عن أسباب التخفيض فهي مختلفة، إما بهدف التطهير المالي¹ كإصابة الشركة بخسارة جسيمة لا يمكن تعويضها مسبقاً -دون أن تبلغ هذه الخسارة القيمة القانونية التي تفرض دعوة الشركة أو المساهمين للنظر في قرار حلّها المسبق-²، فتُصبح أصولها غير مُتعادلة مع رقم رأسمالها، الأمر الذي يترتب عليه خلل في الميزانية³ يؤدي إلى التوقف التام عن الدفع كالإفلاس أو التسوية القضائية⁴، فتسعى الشركة جاهدة لتحسين رأسمالها حتى تُصبح أصولها مُعادلة لخصومها، مما يعني ضرورة تثبيت رأسمالها عند حد الخسارة -التخفيض الشكلي-⁵ حتى لا يختلف رأسمالها الإسمي عن رأسمالها الفعلي.

على أنه كثيراً ما يكون تخفيض رأس المال مُقدّمة لزيادته -ضربة المثلث coup d'accordéon⁶ وتطبق هذه التقنية المالية على الشركات الموجودة في وضعية صعبة⁷، فقد يتبين للشركة أن أموالها الباقية بعد الخسارة لا تكفي لإستغلال مشروعها وأنها بحاجة إلى أموال جديدة ولن يُقبل المُكثتبون على مشروع الزيادة؛ لأن الخسارة سوف تبتلع الزيادة عملياً، حينها لا

تشتري أسهمها الخاصة في البورصة قصد إبطالها (المادة 714 فقرة 02 من القانون التجاري)؛ أما الثاني، على شركة المساهمة التي تكون أسهمها مقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة الأوراق المالية شرائها بغرض تنظيم سعرها بالمرعاة مع الترخيص المسبق الممنوح من قبل الجمعية العامة العادية، للقيام بعمليات البورصة بأسهمها الخاصة (715 مكرر فقرة 01)، داخل أجل سنة واحدة (المادة 715 مكرر فقرة 03 من القانون التجاري).

¹ عز الدين بنستي، ج02، مرجع سابق، ص152.

² المادة 715 مكرر 20 فقرة 01 و02 من القانون التجاري الجزائري، يقابها المادة الرابعة والأربعون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، وكذا المادة 168 من قانون الشركات الكويتي، يقابلها الفصل 308 من مجلة الشركات التونسية، والمادة 114 من قانون الشركات الأردني، والمادة 208 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ ناديّة حميدة، مرجع سابق، ص201.

⁴ Tayeb Belloula, op. cit., p.69.

⁵ أما عن كيفية التخفيض؛ فإن القرار الصادر عن الجمعية العامة غير العادية يُحدّد كيفية تنفيذ هذه العملية، ويتم تخفيض رأس المال بتخفيض القيمة الإسمية للأسهم، أو بشراء الشركة لأسهمها وإعدامها، أو بإنقاص عدد الأسهم الأصلية. وأياً كانت الطريقة، يجب مراعاة مبدأ المساواة بين المساهمين. المادة 210 من قانون شركة المساهمة المغربي، يقابلها المادة 82 مكرر ج من قانون الشركات الأردني بخصوص المساهمة الخاصة، والمادة 114 فقرة ب بخصوص شركة المساهمة العامة، وكذا المادة 170 من قانون الشركات الكويتي، أما بشأن موقف التشريع السعودي راجع محمد حسن الجبر، مرجع سابق، ص355.

⁶ Deep Gibirila, op.cit., n°158, p.91.

⁷ عز الدين بنستي، ج02، مرجع سابق، ص152.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

خيار أمامها سوى تخفيض رأسمالها ليلعب مستوى الخسارة قصد تشجيعهم على الإكتتاب في الأسهم الجديدة¹، مثال ذلك إذا كان رأسمال الشركة عشرين مليون دينار ثم تعرّضت لخسارة أصبحت على إثرها موجوداتها لا تساوي إلا ستة عشر مليون دينار، بمعنى أن جانب من خصوم الميزانية يزيد على جانب الأصول، وأن الشركة لا تستطيع توزيع الأرباح طالما أن رأسمالها نقص، وما للشركة حينها سوى تخفيض رأسمالها إلى حدود ستة عشر مليون دينار ليكون مناسباً مع قيمة موجوداتها²، والتخفيض بسبب الخسارة ليس إلا تخفيضاً حسابياً لا يقترن برد أي مبالغ للمساهمين، ويتحقق بموجب عملية تتمثل في قيد رأس المال في جانب الخصوم طبقاً للرقم الذي حُفّض إليه بدلاً من رقمه الأصلي³.

كما قد يكون سبب التخفيض حقيقي وليس شكلي يُسمى "التخفيض عن طريق التسديد"، في الحالة التي يكون فيها رأسمال الشركة أكبر من إحتياجاتها، أو بسبب تطهير مالي يفرض نفسه عندما يلاحظ المسكرون حدوث تجاوزات في تقدير قيمة الحصص العينية سواء عن حسن نية أو جزاء أعمال تدليس، الأمر الذي يقتضي إرجاع الشركة لحالتها الحقيقية، تخفيفاً من حدة قلق المساهمين، وإسترجاعاً لمصداقية الشركة لدى الدائنين، ومنعاً للمؤسسات المالية⁴ من التحفظ بشأن التعامل معها مستقبلاً؛ بحيث يبقى جزء منه بدون توظيف ولا يمكن إستثماره فلا مصلحة للشركة في الإحتفاظ به، فتقرّر إعادته إلى المساهمين أو تعفيهم من الوفاء بباقي قيمة أسهمهم، وهو إجراء حسن حتى لا تحبس عنهم أموالهم ويحرمون من إستغلالها⁵، وإن كان هذا الإجراء يُساعد المساهمين أكثر؛ لأنهم يضمنون جزء من قيمة أسهمهم مع بقاء حقهم في الأرباح والأصوات قائماً على عكس الدائنين الذين يُضعف ضمانهم العام، لهذا السبب يُمنع على الشركة القيام بهذا الإجراء مادام أنها قد أصدرت سندات إستحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، ومرّد هذا المنع أن عملية التخفيض قد يُفهم معها عجز الشركة عن مواصلة الإستثمار في مشروعها، الأمر الذي يجعلهم

¹ _علي حسن يونس، الشركات التجارية (شركات المساهمة والتوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة)، د ط، د د ن، د ب ن، 1991، ص 576.

² _أنظر في المعنى صالح بن زايد المرزوقي البقمي، مرجع سابق، ص 513.

³ _نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 324.

⁴ _الطيب بلونه، مرجع سابق، ص ص 124_123.

⁵ _علي حسن يونس، مرجع سابق، ص 576. أيضاً محمد حسن الجبر، مرجع سابق، ص 354.

يتجنبون الإكتتاب في الأسهم التي تعرضها، مما يؤدي إلى تدهور قيمتها السوقية التي تؤثر على حملة السندات الذين إختاروا التحويل؛ حيث سيحصلون تبعا لذلك على قيمة ضعيفة للأسهم التي إكتتبوا بها¹، كما يؤثر على سعر السند القابل للتحويل بشكل خاص؛ لأن جاذبية هذه السندات تكمن خصوصا في أمل حدوث إرتفاع في أسعار الأسهم، ليتبع سعر السند القابل للتحويل إتجاه سعر السهم، فيتعرض إلى الخطر نفسه الذي يتعرض له السهم في السوق²، ونظرا لخطورة الإجراء أقرنه المشرع بجزء³.

2- شروط تخفيض رأسمال الشركة المُصدرة

يمكن أن ينظر الشركاء أو المساهمون أو حتى المُتعاملون إلى تخفيض رأس المال الإجماعي على أنه مؤشر مُقلق؛ لذا عندما يُقرّر المُسيرون اللجوء إلى التخفيض ينبغي عليهم مراعاة القواعد المُقرّرة في هذا الشأن من شروط شكلية وأخرى موضوعية؛ بحيث يجب عليهم على وجه الخصوص تأمين إحترام مبدأ المساواة بين المساهمين، وتبليغ مشروع التخفيض إلى مندوب الحسابات، وكذا ضمان نشر القرار في نشرة الإعلانات القانونية وغيره⁴.

1.2 الشروط الشكلية

¹ _نادية هلاله، الضمانات القانونية لحماية المستثمر في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، مجلة العلوم الإجتماعية، مج16، ع01، 2019، ص128. متوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/83838> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/19 على الساعة 12:00.

² _دليل القيم المنقولة الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، إصدار أوت 2004، ص08.

³ _المادة 827 تجاري جزائري، جاء فيها: "يعاقب بغرامة من 20.000 دج إلى 200.000 دج رئيس شركة المساهمة أو القائمون بإدارتها الذين قاموا عمدا بتخفيض رأسمال الشركة:

- دون مراعاة المساواة بين المساهمين؛

- دون تبليغ مشروع تخفيض رأسمال الشركة إلى مندوبي الحسابات قبل 45 يوما على الأقل من إنعقاد الجمعية العامة المدعوة للبت في ذلك؛

- دون أن يقوموا بنشر قرار تخفيض رأس المال في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، فضلا عن ذلك في جريدة مؤهلة لقبول الإعلانات القانونية".

⁴ _الطيب بلولة، مرجع سابق، ص123.

يجب أن يصدر قرار التخفيض من الجمعية العامة غير العادية¹؛ لأنه سوف يؤدي إلى تغيير رأسمال الشركة، الأمر الذي ينتج عنه تعديل قانونها الأساسي. بيد أن للجمعية الإستثنائية الصلاحية التامة في تفويض هذا الإختصاص إلى مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة قياساً على ذات الإجراء بالنسبة لزيادة رأس المال²، على أن يكون القرار مُسبباً بطبيعة الحال، دون أن يخل بالمساواة بين المساهمين³؛ لأن التخفيض يُؤدي إلى تحديد قيمة جديدة لرأسمال الشركة مُغايرة لتلك المُبيّنة في العقد التأسيسي؛ لذا تستدعي الضرورة القيام بذات الإجراءات الشكلية، فيتوصّل مندوب الحسابات بمشروع التخفيض حسب التشريع الجزائري قبل 45 يوم على الأقل من إنعقاد الجمعية العامة غير العادية. وبعد إتمام عملية التخفيض، يُقدّم المحضر للنشر حتى يعلم الغير بالعملية، على أن يُتبع القانون الأساسي بالتعديلات المناسبة⁴، وتجدر الإشارة إلى أن القضاء الفرنسي إعتبر أن إنعدام تقرير محافظ الحسابات بشأن تخفيض رأس المال لا يؤدي إلى بطلان العملية؛ لأن التخفيض ذو طبيعة مادية ناتجة عن قرار داخلي من قبل المساهمين أو الشركاء⁵.

2.2 الشروط الموضوعية

يجب ألا يتجاوز تخفيض رأسمال شركة المساهمة الحد الأدنى لرأس المال المُحدّد قانوناً، سواء تم الإكتتاب به باللجوء العلني للإدخار أو بإجراء الإكتتاب المغلق، وقد نصّت أغلب

¹ المادة 712 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 209 من قانون شركة المساهمة المغربي، ويقابلها كذلك المادة 115 من قانون الشركات الأردني، والمادة 105 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 59 لسنة 1981، مرجع سابق.

² أمينة شنعة، مرجع سابق، ص 152.

³ المادة 712 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها الفصل 307 من مجلة الشركات التونسية، والمادة 210 من قانون شركة المساهمة المغربي، وهو ذات موقف المشرع المصري أنظر سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 992.

⁴ أنظر المادة 715 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ لتفاصيل أكثر راجع أمينة شنعة، مرجع سابق، ص 154.

« Mais le défaut de rapport n'est pas sanctionné par la nullité. Cela étant, il est vrai que dans certains cas, la réduction du capital social est purement matérielle, fruit de la décision collective des associés, comme simple conséquence pratique d'une autre décision ». Cass. com., 10 octobre. 2000, n° 98-10236, Bull. Joly soc. 2001, p. 181, note Scholer ; CA. Paris, 21 mars 2000, Bull. Joly. soc. 2000, p. 960.

التشريعات على قيمة رأسمال المساهمة في الحاليتين، بداية بالتشريع الجزائري الذي كان يُحدده طبقاً للمادة 594 من قانون 1975 بـ 300 000 دج على الأقل؛ لكن عدل هذا الحد الأدنى وأصبح لا يقلّ عن 05 ملايين دج على الأقل في حال اللجوء العلني للإدخار¹، ومليون دينار في حالة الإكتتاب المغلق؛ ولعل هذه الزيادة تستجيب للتغيير الإقتصادي وتغيير القيمة المالية داخل السوق². أما بخصوص التشريع المغربي، فقد بيّن مقداره فيما يخصّ بعض الشركات التي تُمارس أنشطة خاصة كشركات القرض العقاري (مليون درهم) وشركات التعمير والسكنى (عشرون ألف درهم)، كما إشتراط قانون الشركات الجديد ألا يقلّ رأسمال شركة المساهمة التي تدعو الجمهور للإكتتاب العام عن ثلاثة ملايين درهم، ولا يقلّ عن ثلاثمائة درهم إذا كانت لا تدعوهم إلى ذلك³، كما نص صراحة على ألا يترتب عن تخفيض رأس المال تخفيض القيمة الإسمية للأسهم عن الحد الأدنى المُبيّن قانوناً⁴.

بدوره، إستوجب المشرع الكويتي⁵ أن يكون رأسمال شركة المساهمة كافياً لتحقيق غرضها، وأحال تحديد قيمته الدنيا إلى اللائحة التنفيذية وفقاً لنوع نشاطها. كما نص المشرع السعودي⁶ على الحد الأدنى له ضمن نظام الشركات، وإستوجب أن يكون رأسمال الشركة عند تأسيسها كافياً لتحقيق غرضها، وفي جميع الأحوال لا يجوز أن يقلّ عن خمسمائة ألف ريال. على نظيره كذلك، نص المشرع المصري على الحد الأدنى لرأس المال المُصدر الذي لا يقلّ عن خمسمائة ألف جنيه في الحالة التي تطرح شركة المساهمة أسهمها للإكتتاب العام، ومائتين وخمسين ألف بالنسبة لشركات المساهمة الخاصة التي تتأسّس بموجب الإكتتاب الفوري⁷. من جانب آخر، إشتراط المشرع التونسي⁸ ألا يقلّ الحد الأدنى لرأسمال الشركة خفية الإسم عن خمسين ألف دينار إذا كانت شركة مساهمة عامة، وخمسة آلاف دينار إذا كانت شركة مساهمة خاصة، كما أكد بصريح

¹ المادة 594 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 167.

³ المادة 06 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ المادة 210 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع نفسه.

⁵ المادة 147 من قانون الشركات الكويتي، مرجع سابق.

⁶ المادة الرابعة والخمسون من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

⁷ المادة 06 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 59 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁸ الفصل 161 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

العبارة على ألا يبلغ الحط من رأسمال الشركة مستوى الصفر، أو إلى ما أقل من رأس المال الأدنى القانوني؛ إلا بشرط تغيير شكل الشركة أو الترفيع من رأسمالها في نفس الوقت، إلى أن يبلغ قيمة متساوية أو الرفع من رأس المال الأدنى القانوني¹، وفي حال قرّرت الشركة تخفيض رأسمالها بسبب الخسائر عن طريق إلغاء عدد من الأسهم أو تنزيل قيمتها الإسمية، عليها أن تقوم بتخفيض حقوق حملة السندات الذين إختاروا تحويلها إلى أسهم دون الحاجة إلى موافقة هيئتهم العامة².

ب- الآليات القانونية لحماية حملة السندات القابلة للتحويل من قرار تخفيض رأسمال الشركة المُصدرة

لا مانع من أن يُعدّل رأسمال شركة المساهمة بالزيادة أو النقصان أثناء حياتها كلما دعت مصلحتها هذا ولم تتأثر حقوق الغير التي إكتسبوها، وما على الشركة إلا أن تعتمد في ميزانيتها وتثبت في أوراقها ومطبوعاتها الرقم الذي إنتهى إليه التعديل، في حين يقتضي مبدأ ثبات رأس المال أن تحتفظ الشركة برأسمالها كما هو مُبين في عقدها الأصلي أو كما إنتهى إليه التعديل، فلا يجوز لها أن تُورّع جانب منه على المساهمين³. وسعيًا من المشرع إلى توفير أقصى حماية للغير، فقد أوجد مجموعة من الآليات الحمائية لهم ضد أكثر القرارات مساسًا بضمانهم العام - ما لم يتم تبريره قانونًا⁴ - كحق مُعارضة قرار التخفيض غير المُقترن بخسارة، ونظرًا لأهمية هذا الإجراء، ربطه المشرع بأجال قانونية من الواجب مُراعاتها وإلا لقيت المعارضة رفض القضاء، ليسقط هذا الحق عنهم ويبقى لهم حق ممارسة دعوى عدم نفاذ التصرف متى توفّرت شروطها أيضًا.

1- مُعارضة قرار التخفيض

¹ الفصل 310 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

² المادة 715 مكر 120 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 153 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

³ علي حسن يونس، مرجع سابق، ص 576.

⁴ أكد الفصل 312 من مجلة الشركات التونسية أنه لا يمكن للدائنين الإعتراض على تخفيض رأسمال الشركة في حال كان الهدف الوحيد من التخفيض هو إعادة التوازن بين أصول الشركة ورأسمالها الذي إنخفض نتيجة للخسائر، أو إذا كان الهدف منه تكوين احتياطي قانوني.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

مخافة العبث برأسمال الشركة المُصدرة، منحت التشريعات المختلفة على غرار القضاء الفرنسي¹ لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، حق مُعارضة² قرار الشركة القاضي بتخفيض رأسمالها أمام القضاء³ عن طريق مُمثلهم، كما يثبت هذا الحق لباقي دائني الشركة الآخرين⁴ لاسيما في الحالة غير المُبررة بخسارة، شرط أن تكون ديونهم سابقة لتاريخ محضر مداولة الجمعية العامة غير العادية بمركز السجل التجاري بمدة ثلاثين يوم في التشريع الجزائري والمصري⁵ والفرنسي⁶ تبعاً، تُحسب إبتداء من تاريخ الإيداع. وهي ذات المُدة التي قررها المشرع المغربي⁷، الذي أكد بصريح العبارة خلافاً للمشرع الجزائري أن المُعارضة تتم أمام قاضي الإستعجال الذي يقضي برفض الإعتراض أو يأمر بإرجاع الديون لأصحابها أو بتكوين ضمانات كافية لحسابهم. وكان المشرع البحريني⁸ قد ضاعف مُدة الإعتراض التي تُحسب من تاريخ نشر قرار التخفيض في الجريدة الرسمية شأنه شأن القانون السعودي، لتُصبح ستين يوم من تاريخ نشر قرار التخفيض في صحيفة يومية تُوزع في المنطقة التي فيها مركز الشركة الرئيسي؛ فإذا إعترض أحد الدائنين وقدم إلى الشركة مُستنداته في الميعاد المذكور، وجب حينها على الشركة أن تؤدي إليه دينه إذا كان حالاً أو تُقدم له ضمانا كافيا للوفاء به إذا كان آجلاً⁹.

¹ _ Cour de cassation, Chambre commerciale, 10 juillet 2012, 11-22.898. Disponible en ligne sur le site :

https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000026182885?init=true&page=1&query=la+masse+des+obligataires&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

² _ من الأفضل على المشرع إستبدال مصطلح "معارضة" في المادة 575 فقرة 02 والمادة 713 من القانون التجاري بمصطلح "تعرض" حتى لا يكون هناك لبس مع دعوى المعارضة في الأحكام الغيابية المدرجة ضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية.

³ _ غير أن ما يُعاب على المشرع الجزائري أنه لم يُبين الجهة القضائية المختصة في الفصل في دعوى التعرض إذا كان القسم الإستعجالي أم القسم التجاري، عكس المشرع الأردني.

⁴ _ سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 997.

⁵ _ المادة 113 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁶ _ Bernard Saintourens, op.cit., p.128.

⁷ _ المادة 212 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁸ _ المادة 137 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁹ _ المادة الخامسة والأربعون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

فالعبرة في التعرّض تكون بتاريخ الدين وليس إستنادا إلى الإعلان عن القرار في الوسائل الإشهارية؛ لأنها بمثابة دعوة للدائنين للتقدّم بمعارضتهم¹، وتتلخّص الغاية في كَوْن الدائنين الذين تعاملوا مع الشركة قبل شهر قرار تخفيض رأسمالها سوف يتضرّرون بصورة مباشرة من التخفيض، أما الدائنين الذين نشأت حقوقهم بعد شهر هذا القرار؛ فإنهم قد تعاملوا مع الشركة وهم على بيّنة من أمرهم وليس لهم أن يعترضوا على قرار سابق على تعاملهم معها، طالما أنه أشهر بالطرق القانونية².

قانون الشركات الأردني جاء أكثر تفصيلا للإجراءات، فبالنسبة لشركة المساهمة الخاصة جعل المعارضة في قرارها تتم خلال مرحلتين؛ حيث يتوصّل الدائن بمراقب الشركة الذي ينشر إعلانا على نفقتها في صحيفة يومية واحدة على الأقل ثلاث مرات مُتتالية، يتضمّن قرار الهيئة العامة غير العادية بتخفيض رأس المال، ويحق لكل من دائنيها الاعتراض خطياً لدى مراقب الحسابات خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ نشر آخر إعلان، ولدائنين حق الطعن في قرار التخفيض لدى المحكمة إذا لم يتمكّن المراقب من تسوية إعتراضه خلال ثلاثين يوم من تاريخ تقديمه، على ألا يُوقف هذا الطعن إجراءات التخفيض؛ إلا إذا قرّرت المحكمة ذلك³. أما شركة المساهمة العامة تشهد إختلاف في آجال وإجراءات النشر؛ بحيث يُبلّغ المراقب كل الدائنين الواردة أسمائهم في القائمة المُقدّمة من الشركة بقرار هيئتها العامة القاضي بتخفيض رأسمالها المُكّتب به، ويُنشر الإشعار في صحيفتين يوميتين محليتين بدل صحيفة واحدة كما كان عليه الوضع بالنسبة للمساهمة الخاصة على نفقة الشركة دائماً، ولكل دائن حق تقديم إعتراض خطي على تخفيض رأسمال الشركة إلى المراقب خلال مُدة لا تزيد على ثلاثين يوم من تاريخ نشر الإشعار لآخر مرة؛ فإذا لم يتمكّن المراقب من تسوية الإعتراضات المُقدّمة إليه خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إنتهاء المُدة المُحدّدة لتقديمها، يحق لأصحابها مُراجعة المحكمة بشأن ما ورد في إعتراضاتهم خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إنتهاء المُدة التي منحت للمراقب لتسويتها، وترفض أي دعوى مُقدّمة بعد

¹ المادة 713 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري. ولو أنه من الأفضل لو تم إدراج الإعلام الشخصي للدائنين عن طريق رسالة مضمونة الوصول على نفقة الشركة وعدم الإكتفاء بالنشر حتى تُحفظ حقوق الدائنين في التعرض، أسوة بما عمل به المشرع الأردني.

² سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 997.

³ المادة 82 مكرر فقرة أ - ب من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

هذه المدة¹، وللدعوى أثر موقف لإجراءات التخفيض إلى أن يصدر قرار المحكمة ويكتسي درجة القطعية، كما تُعتبر هذه الدعوى من الدعاوى الإستعجالية².

المشرع التونسي³ بدوره لم يتعارض مع باقي الأحكام؛ حيث أكد على أحقية الدائنين الذين نشأت ديونهم قبل تاريخ آخر إشهار لقرار تخفيض رأس المال أن يُعارضوه، ما لم يتم ضمان ديونهم التي لم يحل أجلها زمن الإشهار، على ألا يتمتع بهذا الحق الدائنون الذين كانت ديونهم مضمونة الخلاص بشكل كاف، ويُمارس حق الاعتراض في أجل شهر من تاريخ آخر إشهار لقرار التخفيض. بدوره، المشرع المصري أكد على نشر محضر تنفيذ قرار التخفيض في صحيفة الإستثمار على نفقة الشركة، ليقوم الدائنون بالاعتراض عليه داخل الآجال القانونية، ويجوز للشركة أن تُردّ للدائنين المُعارضين حقوقهم أو أن تُقدّم لهم الضمانات اللازمة لأدائها في مواعيدها، ويكون للدائن المُعارض إذا لم يقبل ما عرضته عليه الشركة حق اللجوء إلى القضاء للحكم بما يحفظ له حقوقه⁴. ذات الأمر ذهب إليه المشرع المغربي، مؤكداً أنه في حال وجود تخفيض لرأس المال غير مُقترن بخسارة، يحقّ لمُمثل كتلة حاملي سندات القرض ولكل دائن يعود دينه إلى ما قبل تاريخ إيداع مداوات الجمعية العامة في كتابة الضبط أن يعترض على التخفيض داخل ثلاثين يوماً، يبدأ سريانها من التاريخ المذكور أمام رئيس المحكمة الإستعجالية الذي يقضي إما برفض التعرّض أو يأمر بإرجاع الديون أو تكوين ضمانات إذا عرضت الشركة ذلك وإعتبرت كافية، على ألا تبدأ عمليات التخفيض خلال أجل التعرّض ولا قبل البت فيه من طرف القاضي الإستعجالي؛ فإذا قبل الأخير التعرّض توقفت إجراءات التخفيض حتى يتم تكوين ضمانات كافية أو حتى تُسترجع الديون. وعلى نقيض ذلك، إذا رُفض التعرّض يُمكن البدء في مُباشرة عمليات التخفيض⁵. وقد لقي هذا الحكم نقد من قبل الفقه المغربي، الذي رأى أن النص لم يُقرّر أي إستثناءات على حق التعرّض المُحوّل للدائنين؛ إذ يُمنح لهم بصرف النظر عما إذا كان رأس المال الذي تعاقدوا على أساسه باقٍ كما هو قبل التعديل، أم جرت الزيادة فيه قبل هذا التاريخ.

¹ المادة 115 فقرة ب من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

² المادة 115 فقرة ج من قانون الشركات الأردني، مرجع نفسه.

³ الفصل 311 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁴ المادتين 112-113 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁵ المادة 212 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

من ناحية أخرى، إذا كان من السهل على مُمثل كتلة حملة السندات معرفة تاريخ إتخاذ قرار التخفيض وتاريخ إيداعه بكتابة ضبط المحكمة التجارية المُختصة -في الأنظمة التي تأخذ بإزدواجية القضاء العادي- نظرا لحقه في الإطلاع على الوثائق الموضوعة رهن إشارة المساهمين، مما يعني أنه سوف يُقدّم طلبه داخل المواعيد المُقرّرة خلافا لباقي الدائنين العاديين وحتى الممتازين الذين قد يجهلون هذا القرار وتاريخ إيداعه لعدم إطلاعهم على السير اليومي للشركة المعنية، اللهم إلا إذا وصل إلى علمهم بطريقة خاصة¹. وعلى إثر ذلك، كلّما تبيّن للقاضي الناظر في المُعارضة أن مُلتمس المُعترضين غير مبني على أسس متينة، أو أن الشركة قد عرضت على الدائنين إرجاع ديونهم، أو قدّمت ضمانات كافية في نظره؛ فإنه يقضي برفض طلب مُمثل الكتلة. أما في الحالة العكسية التي يتبيّن فيها للقاضي قوة الأسس التي يُبنى عليها التعرّض ووجاهته، وأن فعلا قرار التخفيض له تأثير سلبي على مصالح الدائنين رغم ما تُقدّمه الشركة من ضمانات التي لن تجدي نفعا، هنا ما عليه سوى قبول طلب التعرّض² بهدف إرغام المساهمين على رد ما إستوفوه من رأس المال الذي يزيد عن حاجة الشركة، أو جبرهم على دفع الأقساط المُستحقة التي أعفوا منها، أو رد الأرباح التي قبضوها نتيجة التخفيض الذي جرى بسبب ما أصيبت به الشركة من خسارة؛ لأنه ينبغي أن تُحفظ تلك الأرباح لتغطية الخسائر، ما يستلزم إعادة رأس المال إلى أصله³. بالتالي، يترتّب على حكم القاضي وقف جميع عمليات التخفيض غير المُبرّرة بخسارة إلى حين إلتزام الشركة بحكم المحكمة، وحتى في الحالة التي تمتثل فيها الشركة إلى حكمها، عليها العودة من جديد للمحكمة للبت في مدى كفاية الضمانات والتأكّد من واقعة الدفع⁴.

لم يشر القانون التجاري الجزائري إلى مسألة طرق الطعن في الحكم الصادر بمناسبة دعوى مُعارضة قرار التخفيض، كما لم يُحدّد إذا كان للطعن أثر موقف لقرار التخفيض أو العكس⁵، ولا يُمكن خلال سير الإجراءات القضائية أو حتى قبل ذلك أثناء أجل المُعارضة مواصلة عملية التخفيض، ما لم يبت القضاء برفض طلب المُعارضة أو تسديد الديون أو تكوين الضمانات

¹ _عبد الله جدة، مرجع سابق، ص117.

² _عبد الله جدة، مرجع نفسه، ص118.

³ _فوزي عطوي، مرجع سابق، ص302.

⁴ _Noureddine Chadli, la garantie de la solvabilité des sociétés, *Revue de la cours suprême*, N°2, 2004, p. 91.

⁵ _حنان موشارة، مرجع سابق، ص164.

المعروضة من جانب شركة المساهمة. أما في حالة قبول المعارضة، تتوقف في الحين عملية التخفيض إلى غاية سداد الديون أو تكوين ضمانات كافية¹، وانتقد البعض هذا التوجه عند قبول التعرض؛ إذ كيف يتم توقيف قرار التخفيض فوراً بالمقابل جعل أجل التعرض والتعرض نفسه موقف لأي إجراء من إجراءات التخفيض، على أساس أنه حينما يستعمل المشرع لفظ "فورا" وكأن إجراءات التخفيض هذه سارية المفعول في حين أنها لم تبدأ بعد². وكان المشرع الفرنسي قد قرّر بمقتضى القانون الصادر في 1981 المعدل للمادة 261 من قانون الشركات لسنة 1966 أنه ليس لإستئناف الأمر الصادر عن رئيس المحكمة برفض التعرض أي أثر واقف، بخلاف الفقه الفرنسي الذي إنقسم بهذا الشأن؛ حيث رأى معارضو هذا الموقف أن حماية مصالح الدائنين تستدعي ترتيب الأثر الواقف على إستئناف الأمر الصادر برفض التعرض، حفاظاً على مصالح الطرفين³.

2- رفع دعوى عدم نفاذ التصرف

يُعتبر حق المعارضة من الآليات ذات الأهمية الكبيرة التي أوجدتها التشريعات على إختلافها، لما تمنحه للدائنين من حماية لحقوقهم ضد القرارات التي تتخذها الشركة ومن شأنها التقليل من الضمان العام المقرر لهم، غير أن ما تمت ملاحظته كونها مقترنة بأجال قانونية وإجراءات شكلية، فبإمكان الدائنين تفويتها لسبب أو لآخر كعدم ممارستها داخل أجلها القانوني أو عدم وصول الإشعار بالمعارضة إلى الدائنين أو رفض المحكمة قبول المعارضة لأسباب أخرى ما يجعل قرار التخفيض سارياً في حقهم؛ لكن هذا لا يعني ضياع حقوقهم في مواجهة الشركة؛ إنما يبقى أمامهم خيار رفع الدعوى البوليصية أو ما تُسمى أيضاً الدعوى البوليانية أو دعوى عدم نفاذ التصرف السابق ذكرها بمناسبة الحماية السابقة لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، قصد الطعن في تصرفات الشركة الضارة بحقوقهم، وهو ما يتجسد في حالة التخفيض⁴.

¹ المادة 713 فقرة 02-03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² عبد الله جدة، مرجع سابق، ص119.

³ حنان موشارة، مرجع سابق، ص164.

⁴ لتفاصيل أكثر حول الدعوى البوليصية، راجع عبد الرزاق دربال، مرجع سابق، ص34.

ففي حالة إستيفاء جميع الشروط القانونية¹ التي تستدعي أن يكون حق الدائنين من حملة السندات مُستحق الأداء في ظل صدور تصرف ضار من الشركة المدينة يستوجب عدم نفاذه في مُواجهتهم، ما على الدائنين سوى أن يتَّخذوا الإجراءات الكفيلة التي تصون حقوقهم كالمطالبة بتأمين خاص²؛ وإذا ثبت إفلاس الشركة، لهم أن يطلبوا من المحكمة إسقاط أجل إستحقاق دينهم حتى يتمكنوا من الطعن في تصرفات الشركة عن طريق الدعوى البوليصية³ داخل الآجال القانونية. ولصحة الدعوى، يجب أن تُرفع خلال المُدة المُحدَّدة بثلاث سنوات من يوم علم الدائن بسبب عدم نفاذ التصرف في حقه، فقد يعلم الدائن بتصرفات المدين؛ لكنه يجهل أنه من شأنها الإنتقاص من الضمان العام المُقرَّر له ولسائر الدائنين من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، أو كَوْنها تتطوي على غش. وفي جميع الأحوال، تسقط الدعوى بمُضي خمسة عشر سنة من تاريخ إبرام التصرف، حتى لو لم يتم العلم بالتصرف أو بسبب عدم نفاذه.

ثانيا : إستهلاك رأسمال الشركة المُصدرة

يُقصد بإستهلاك رأس المال: "رد قيمته الإسمية أثناء حياة الشركة، على أن تعود الأسهم إلى المساهم تدريجيا أو لمرة واحدة حتى يسترد جميع ما دفعه من أسهم أثناء قيام الشركة، مع بقاء إستحقاقه لجزء من أرباح هذه الأسهم التي رُدَّت إليه حسب نظام الشركة"⁴. بالتالي، هو عملية غير إعتيادية تُقدَّم عليها الشركة التي في غالب الأحيان يفرضها عليها واقعا الإقتصادي، ويصدر بناء على مُقتضى نظامي أو قرار تتَّخذه الجمعية العامة غير العادية، وهناك حالات تُفضَّل فيها شركة المساهمة إرجاع حقوق مساهميها تدريجيا، لاسيما إذا كانت موجوداتها مما تُستهلك بالإستعمال بعد مرور مُدة من الزمن، فتُصبح آيلة للفناء بمرور الوقت، كأن تقوم الشركة بإستغلال محجر أو منجم، أو كانت تُمارس نشاطها بناء على إمتياز ممنوح من الحكومة التي يُمكنها أن تستولي على موجودات الشركة بلا مقابل أو بمقابل ضئيل بعد إنتهاء مُدة الإمتياز⁵، فخوفا من

¹ راجع المواد من 191 إلى 197 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 212 من القانون المدني الجزائري، مرجع نفسه.

³ حنان موشارة، مرجع سابق، ص 165.

⁴ صالح بن زابن المرزوقي البقمي، مرجع سابق، ص 361.

⁵ علي حسن يونس، مرجع سابق، ص 531.

ضياح حقوق المساهمين، تُقرّر الشركة الإرجاع المُسبق لرأسمالها مادامت تقوم على حقوق مؤقتة، بمعنى يجب أن تمتلك الشركة الأسباب والدوافع الحقيقية حتى تُقرّر إستهلاك أسهمها.

كما عليها أن تُراعي عند إستهلاك رأسمالها إعتبارين أساسيين؛ أولهما مبدأ المساواة بين المساهمين الذين يحملون ذات الطائفة من الأسهم، ويتحقّق هذا المبدأ مادام الإستهلاك منصوص عليه سلفا بموجب بند في القانون الأساسي للشركة أو بقرار من الجمعية العامة غير العادية، خاصة أنه لم يرد نص يحظر تعديل نظام الشركة الأساسي وإدراج شرط الإستهلاك، مما يعني أنه يمكن للهيئة العامة غير العادية إدراج هذا البند لاحقا¹ تأكيدا لما جاءت به التشريعات المختلفة²، على أن يتم الإستهلاك عن طريق القرعة بين الأسهم لغاية نهاية مُدة الشركة، في المقابل يمكن للشركة أن تُقرّر إجراء الإستهلاك الجزئي سنويا في حدود نسبة مُعيّنة من كل الأسهم داخل المدى الزمني الذي يُحدّده نظام الشركة، وإن كان المشرع الجزائري قد حظر الحالة الأولى بخلاف المشرع المصري.

أما الإعتبار الثاني الذي يهم أكثر هو عدم إخلالها بالضمان العام المُقرّر لدائنيها أثناء الإستهلاك، فلا يمكن للشركة أن تفتعل الإستهلاك بغرض تهريب جزء من رأسمالها إنقاصا لضمان حملة السندات لاسيما قبل مُمارستهم خيار التحويل، وعليها أيضا أن تُراعي عدم حدوث أي إنخفاض في مقداره أثناء الإستهلاك³؛ كما يجب عليها أن تدفع قيمة الأسهم المُستهلكة من الإحتياطي الإختياري أو من الأرباح القابلة للتوزيع بدل رأس المال كونه ضمان عام لهم، فالإستهلاك لا يعني أن الشركة تُصبح من غير رأسمال؛ إنما يبقى رأسمالها الإسمي ثابت؛ فإذا لم تُحقّق أي أرباح لا يمكنها إجراء عملية الإستهلاك، وإذا حصل عكس ذلك ولم تُراعي شروط

¹ علاء سعيد قاسم-أيسر عصام داؤد، إستهلاك أسهم شركة المساهمة (دراسة مقارنة)، مجلة الراافدين للحقوق، مج 23، ع75، 2019، ص ص303_304. متوفر على الرابط: https://alaw.mosuljournals.com/article_168454.html تم الإطلاع بتاريخ: 2021/09/07 على الساعة 20:33.

² المادة 709 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 202 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 223 من قانون الشركات الكويتي، والمادة 115 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

³ المادة 709 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الإستهلاك وترتب عنه عدم كفاية موجوداتها لقضاء حقوق دائنيها، هنا عليهم العودة إلى المساهمين ممن إستهلكت أسهمهم لإسترجاع قيمتها من الأرباح¹.

ولأن الإستهلاك يعني إسترجاع المساهمين قيمة أسهمهم مُعجلاً، غير أن هذا لا يعني قطع صلتهم بالشركة نهائياً²؛ إنما تمنحهم بدلها أسهم تمتع³ تُبقي على ذات الحقوق التي كانت لهم داخل الشركة ما عدا الحق في الربح الأولي بطبيعة الحال⁴، كَوْن الأَسهَم التي كانت تُنتج لهم الأرباح تم إطفائها⁵. يُستنتج مما سبق، أن المساهمين يضمنون إسترداد قيمة أسهمهم عكس حملة السندات الذين مارسوا خيار التحويل وإنقلبوا إلى مساهمين لا يمكنهم الإستمرار بقيمة أسهمهم إلا بعد التصفية، وهذا فيه إخلال واضح لمبدأ المساواة بين المساهمين الذي تُراعيه الشركة أثناء الإستهلاك؛ لأن النظام قد بُني على أساس مقاصة المخاطر بين ما قد يحصل عليه أصحاب الأَسهَم التي لم تُستهلك من أرباح زائدة طُول حياة الشركة وما يتعرّضون له عند إنقضائها مع عدم وجود ما يكفي لوفاء قيمة الأَسهَم المُتبقية، مما يجعل الأولين في مركز ممتاز على حساب الآخرين⁶.

ثالثاً: تغيير طريقة توزيع أرباح الشركة المُصدرة

ترك المشرع الأولوية في تنظيم مسألة توزيع الأرباح للشركاء، تماشيًا مع الحرية التعاقدية للمساهمين وما يترتب عنها من إدخال الإعتبار الشخصي على حق المساهم في تحصيل الربح⁷، ففي غالب الأحيان تكون طريقة التوزيع مرهونة باتفاق الشركاء، تُنظّمها إرادتهم الجماعية،

¹ علي حسن يونس، مرجع سابق، ص536. أيضا علاء سعيد قاسم-أيسر عصام داؤد، مرجع سابق، ص305.

² هذا هو الفرق بين إستهلاك السهم وإستهلاك السند، ففي الحالة الثانية تنقطع صلة حامل السند بالشركة نهائياً.

³ المادة 117 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁴ Maurice Cozian-Alain Viandier-Florence Deboissy, droit des sociétés, 21^{ème} édition, LEXISNEXIS, Paris, 2009, p.381.

⁵ عرّفت المادة 715 مكرر 45 من القانون التجاري الجزائري أسهم التمتع كالتالي: "أسهم التمتع هي الأَسهَم التي تم تعويض مبلغها الإسمي إلى المساهم عن طريق الإستهلاك المخصوص إما من الفوائد أو الإحتياطات. ويمثل هذا الإستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".

⁶ علي حسن يونس، مرجع سابق، ص535.

⁷ لكن المشرع لم يترك لهم الحرية على إطلاقها؛ بل تتخلّ بنصوص آمرة لحماية بعض المسائل وتفعيلاً لمبدأ المساواة بين المساهمين.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

وتُحدِّدها جمعيتهم العامة العادية أو مجلس الإدارة أو القائمون بها حسب الأحوال¹، وتندرج في شكل بنود تعاقدية تُبيِّن مقدار ما سوف يحصل عليه كل واحد منهم، على أن تُوزَّع حسب ما يقتضيه عقد الشركة ونظامها الأساسي، فيمكنهم لما لهم من إرادة أن يتفقوا على تجزئة الأرباح بينهم بالنظر إلى نسبة مساهماتهم، كما يمكن أن يُعطى لأحدهم الحق في الحصول على نسبة مُعيَّنة من الأرباح على أن يشترك مع بقية الشركاء في إقتسام ما يتبقى منها، كما يمكنهم تخصيص جزء من الأرباح لأسهم الأفضلية قبل أن يُوزَّع الباقي على كل الأسهم بما فيها أسهم الأفضلية². أما إذا سكت عقد الشركة عن بيان نصيب كلٍّ منهم؛ فإن طريقة التوزيع لا تتعدَّر في هذه الحالة؛ إنما يتم إعمال القواعد العامة بحسب حصة كل منهم في رأس المال، وهو ما يُصطلح عليه بـ "التوزيع النسبي"³ القائم على إفتراض تساوي القيم إذا إقتضى الأمر⁴، تماشيًا مع مبدأ المساواة بين المساهمين في إقتضاء الأرباح حسب الصنف الثابت لكل سهم⁵.

بعد الإتيافاق على مسألة تقدير الأرباح التي يتوجَّب على الجمعية العادية السنوية التوزيع بمقتضاها⁶؛ فإنه يتم كذلك بيان طريقة صرفها، وفي غالب الأحيان يكون الدفع نقداً، وقد يُدرج شرط في القانون الأساسي مفاده إمكانية إعطاء جمعية المساهمين لأعضائها الحق في طلب الدفع عن طريق أسهم يتم إصدارها خصيصاً لهذا الغرض، ويُمكن دفع الأرباح بواسطة تسليم المساهمين بضائع تصنعها الشركة مثلاً إذا نص القانون الأساسي على ذلك⁷، كما يمكن أن يتفقوا على تحصيل الأرباح بمقابل عيني كإجراء مُبسَّط، عن طريق إضافة قيم إسمية للأسهم الموجودة⁸. كما

¹ المادة 723 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 331 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² سمية فاطمة الزهراء بن غالية، الحقوق الأساسية للمساهم ومبدأ الحرية التعاقدية في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص 62_63.

³ المادة 425 فقرة 01 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 463 من القانون المدني البحريني، والمادة 1300 من القانون المدني التونسي، والمادة 514 من القانون المدني المصري، والمادة 1033 من القانون المدني المغربي، مرجع سابق.

⁴ المادة 419 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁵ المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶ أسماء بن ويراد، مرجع سابق، ص 44.

⁷ مختار دحو، مرجع سابق، ص 57.

⁸ المادة 687 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

قد تُحصّل الأرباح عن طريق حساب جاري إذا إشتراط نظام الشركة توزيع قسط منه خلال السنة المالية؛ بحيث يُعطى للمساهم مُقدّمًا قبل إتمام الحساب بغرض التعجيل بصرفه ليفادى المساهمون مشقة الإنتظار حتى نهاية العام، غير أن لهذه الطريقة مخاطر؛ لأنها تقوم على إحتتمالات غير مؤكدة، فقد تسوء حالة الشركة وتتكبّد خسارة بعد أن كانت تشهد إنتعاشًا، عندها تُعدّ الأرباح الموزّعة صورية¹، والجدير بالذكر أن الأرباح تُدفع مباشرة للمساهم؛ فإذا كانت الأخيرة إسمية يتقدّم لتحويلها مباشرة، على أن يتم صرفها حسب الإجراءات التي تحتاجها كالتابع وختم إثبات تاريخ الصرف، أما الأسهم لحاملها يكفي صرفها بتقديم الكوبون أو السند نفسه².

وتُعدّ سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية المُهمّة؛ حيث تضع المؤسسات إهتمامًا بالغًا لكيفية التوزيع نظرًا للعلاقة بينها وبين القيمة السوقية للشركة³، فهي تدخل ضمن العوامل التي تُهم المدخرين من حملة السندات وغيرهم من أصحاب الشأن، فهم لا ينظرون إليها بإعتبارها وسيلة دخل فقط؛ إنما وسيلة لتقييم أداء شركة، هذه الأخيرة يُمكنها أن تستقر على نمط مُعيّن للتوزيع من بين العديد من الطرق الممكنة قانونًا⁴، مما يعني أنها تتوقّر على بدائل تستعملها حسب ما يناسبها، كما يُمكنها أن تُغيّر الطريقة المُتبّعة في التوزيع بشرط ألا تُعيد تغييرها بعد أن تقوم بإصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم⁵؛ لأن من شأن التغيير التأثير على قرار المستثمرين الذين يحق لهم المطالبة بإبطال أي قرار توزيع مُخالف لما تم العمل به في النظام

¹ المادة 723 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² سمية فاطمة الزهراء بن غالية، مرجع سابق، ص 65.

³ مختار دحو، مرجع سابق، ص 56.

⁴ تنقسم سياسة توزيع الأرباح إلى الأنواع الآتية: سياسة نسبة توزيع الأرباح المستقرة أو الثابتة؛ سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة؛ سياسة توزيع الأرباح المنتظمة؛ سياسة توزيع الأرباح المنتظمة منخفضة ومتزايدة؛ توزيعات الأرباح في صورة أسهم؛ إشتقاق الأسهم تجزئة أو تقسيم الأسهم؛ إعادة شراء الأسهم. العامري سعود جايد مشكور، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة (بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة مركز دراسات الكوفة، ع50، 2018، ص ص 224_225_226. متوفر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/download/00fee4da5aca463f> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/27 على الساعة 22:57.

⁵ Cour de cassation, Chambre criminelle, 19 mars 2014, 12-87.416. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000028757739?fonds=JUF&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePagination=DEFAULT consulté le : 11/06/2021.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

والقانون¹، زيادة على العلاقة الطردية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر الأسهم التي ستحوّل إليها السندات لاحقاً؛ لأن خيار التحويل يتأثر بنمط التوزيع المُعلن عنه في نظام الشركة وهو ما يشد إنتباه المستثمرين الجدد، خاصة أن الطريقة المُتبعة سوف يتم العمل بها إلى ما بعد إنقضائها، أي أثناء توزيع فائض التصفية².

تعقبا على ما سبق، يُلتزم نوع من الفراغ التشريعي بخصوص حالات المنع السابق ذكرها؛ لأن المنطق القانوني يقتضي إرفاق المنع بجزء وهو ما لا وجود له، فلم يشر المشرع الجزائري إلى جزء مخالفة منع الشركة المُصدرة من القيام بهذه العمليات القانونية بالموازاة مع إصدار السندات القابلة للتحويل، ولو أن صياغة النص المانع كانت آمرة، مما يعني أن مخالفتها يترتب عنها البطلان³، خصوصا أن المشرع أخضع الأجهزة الإدارية لجزاءات جنائية في حال مخالفة بعض التصرفات الممنوعة السابق ذكرها⁴.

¹ المادة 199 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981. ولم يتبنى المشرع الجزائري حكم صريح بخصوص الجزاء المُقرّر في حال ما غيرت الشركة من سياسة توزيع الأرباح التي تبنتها سابقا، أو في حال أقدمت على إستهلاك أسهمها تزامنا مع إصدارها السندات. بالتالي، فلا مناصّة من تبني جزاء البطلان المُقرّر لمخالفة قاعدة آمرة (المادة 733 من القانون التجاري)، لاسيما أن نص المادة إستهلّت بصيغة الأمر "يحظر".

² أسماء بن ويراد، مرجع سابق، ص 44.

³ المادة 733 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ جاء في نص المادة 827 من القانون التجاري الجزائري، ما يلي: "يعاقب بغرامة من 20.000 دج إلى 200.000 دج رئيس شركة المساهمة أو القائمون بإدارتها الذين قاموا عمدا بتخفيض رأسمال الشركة:

- دون مراعاة المساهمين؛

- دون تبليغ مشروع تخفيض رأسمال الشركة إلى مندوبي الحسابات قبل 45 يوما على الأقل من إنعقاد الجمعية العامة المدعوة للبت في ذلك؛

- دون أن يقوموا بنشر قرار تخفيض رأس المال في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية وفضلا عن ذلك في جريدة مؤهلة لقبول الإعلانات القانونية". ولم يسلم هذا الحكم من نقد الفقه الجزائري، الذي رأى أن النص جاء قاصرا على شركة المساهمة ذات النمط التقليدي في التسيير فقط، كما أنها تخص فقط حالة تخفيض رأس المال دون باقي العمليات الأخرى المحضورة، زيادة على أن المشرع قد هدف من خلال هذا النص إلى حماية المساواة بين المساهمين دون أي مراعاة لحملة السندات القابلة للتحويل".

_ Mohamed Salah, op.cit., n°91-1, pp.118_119.

الفرع الثاني

العمليات المسموحة للشركة المُصدرة القيام بها بشروط

هناك مجموعة عمليات مذكورة على سبيل الحصر لا يستوي الأمر أن تقوم بها الشركة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم؛ إلا بعد إتمام إجراءات مُعيّنة، قصد الحفاظ على حقوق دائئيتها أي حملة هذا النوع من السندات كما لو كانوا مساهمين، والتي راعتها السلطة المُكلّفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قصد الحفاظ على قيمة الأسهم المُحتمل إصدارها لمن يرغب في التحويل مستقبلا.

أولا: إصدار أسهم نقدية جديدة

مادامت شركة المساهمة تمارس نشاطها؛ فإنها دائما في حاجة إلى تمويل وموارد جديدة تزيد من موجوداتها، فرصد لها المشرع عدة طرق وأعطاهها الحرية في إختيار ما يناسبها من بدائل تمويلية كإصدار أسهم جديدة تؤدي ذات وظيفة طرح سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، غير أن هذه الحرية تضيق إذا كانت الشركة قد سبق لها أن أصدرت هذا النوع من السندات ومازالت لم تُسوي وضعيتها حملتها بعد، مما يعني أن الإصدار الجديد يكون مشروط لصالح حملة السندات السابقين، ويبدأ مجاله الزمني منذ تاريخ تصويت الجمعية العامة بإصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، ومادامت هذه السندات موجودة فلا يتم إصدار أسهم زيادة رأس المال عن طريق الدعوة العلنية للإدخار¹ إلا بعد إعلام حملة السندات برغبة الشركة القيام بهذه العملية، قصد تمكينهم من ممارسة خيار التحويل عن طريق الإكتتاب في الأسهم المُزمع طرحها بالأولوية، وينشر الإعلان في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، ويتضمّن البيانات التالية التي أوردها القانون الجزائري:

- 1- تسمية الشركة متبوعة برمزها، إن إقتضى الأمر؛
- 2- شكلها؛
- 3- مبلغ رأسمالها؛

¹ يطرح تساؤل بخصوص الإكتتاب المغلق لأسهم زيادة رأس المال في هذه الحالة؛ إذا كان يستوجب ذات الإعلان أم لا؟ خاصة أن النص لم يبيّن ذلك، فيمكن التقيّد بالنص والتأكيد أن الإعلان يتم في حالة الدعوة العلنية للإدخار لا غير.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها

- 4- رقم تسجيلها في المركز الوطني للسجل التجاري؛
- 5- طبيعة العملية؛ نوع السندات المُصدرة؛ سعر الإكتتاب؛ نصاب حق الإكتتاب وشروط مُمارسته¹.

تُقابلها ذات البيانات التي أورها المشرع المغربي²؛ لكنه أضاف عليها ما يلي:

- 1- تسمية الشركة متبوعة عند الإقتضاء بمختصر تسميتها؛
- 2- شكلها؛
- 3- عنوان مقرها ورقم تقييدها بالسجل التجاري؛
- 4- مبلغ رأسمالها؛
- 5- طبيعة العملية ونوع السندات التي سيتم إصدارها وثمان الإكتتاب ونسبة حق الإكتتاب وشروط مُمارسته؛
- 6- الإجراءات المُتخذة من قبل الشركة؛
- 7- الأجل الذي يجوز خلاله ممارسة الخيار الممنوح لحاملي سندات القرض، الذي لا يمكن أن يقلّ أجل نشر الإعلان عن شهر قبل بدء العملية.

ومثلما سبق الحديث عن حق أولوية الإكتتاب في أسهم زيادة رأس المال وكيفية تقريره من عدمه؛ فإنه إذا تقرّر إلغاءه لا تستأثر الجمعية العامة للمساهمين بهذا القرار لوحدها؛ إنما عليها المرور على الجمعية العامة لأصحاب السندات القابلة للتحويل قصد المُصادقة على قرار الإلغاء³، لما فيه من مساس مباشر بحقوقهم وحتى يكون القرار نافذا تجاههم؛ لكن تقرير الحق التفاضلي في الإكتتاب في هذه الحالة يشوبه شيء من الغموض، كَوْن حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم ليسوا بمساهمين إلى أن يتخذوا قرار التحويل، فالإعلان لا يغدوا أن يكون سوى بغرض

¹ المادة 33 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

² المادة الخامسة من المرسوم رقم 2.09.481 الصادر في 04 محرم 1431 (21 ديسمبر)، يتعلق بتطبيق القانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة، ج ر ع 5806، الصادرة بتاريخ 05 صفر 1431 (21 يناير 2010)، ص 170. متوفر على الرابط: <https://adala.justice.gov.ma/production/html/ar/159979.htm> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/18 على الساعة 23:47.

³ المادة 715 مكرر 123 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 192 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

إعلامهم بالعملية¹؛ وإلا ما المانع الذي يُحول دون أن يُفرد المشرع حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بنص خاص يُشير فيه بصريح العبارة إلى حقهم التفاضلي في الإكتتاب؟ اللهم إلا إذا حدّدت لهم الشركة المُصدرة فترات زمنية إستثنائية قصد السماح لهم بممارسة حقهم في التحويل، خاصة إذا كانت الفترات المُحدّدة سابقا بعيدة، ليكتسبوا صفة المساهم في هذه الحالة ويستهلوا الإكتتاب في الأسهم المطروحة بالأولوية².

ولأن تقرير إصدار أسهم نقدية جديدة يتضمّن رأي مراقب الحسابات تحت طائلة بطلان العملية، فقد بيّن المشرع المغربي محتواه الذي يتضمّن رأيه بشأن إقتراح حذف حق الأفضلية في الإكتتاب والأسباب المذكورة في تقرير مجلس الإدارة الجماعية ورأيه بخصوص ثمن الإصدار ومبلغه أو فارق الثمن عند الإقتضاء والفارق الذي إعتمده مجلس الإدارة الجماعية إذا كان صحيح وصادق، بالإضافة إلى رأيه حول أثر الإصدار على وضعية المساهم المُشار إليها في تقرير مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية³.

ثانيا: إدماج الإحتياطات والأرباح وعلاوة الإصدار في رأس المال

يُعتبر هذا التصرف شكلا من أشكال الرسملة التي تمسّ الإحتياطي، وهو من الناحية القانونية أحد أشكال زيادة رأس المال، أما من الناحية المالية يُعدّ شكلا جديدا من أشكال تعديل كتلة الأموال الذاتية⁴، ووجود إحتياطي كبير لدى الشركة دليل على قوة مركزها المالي مما يؤدي إلى إرتفاع أسعار أسهمها في البورصة، كما يؤدي دمجها في رأسمال الشركة إلى تعزيز الضمان المُقرّر لدائنيها أكثر، زيادة على كونه يدخل في الضمان المُقرّر لهم حتى قبل تحويله؛ لكن بمُجرّد ضمّه إلى رأس المال ينقلب إلى ضمان أكيد يمنع توزيعه على المساهمين؛ وإلا إعتُبر توزيع لأرباح صورية يترتّب عنه البطلان⁵.

¹ المادة 715 مكرر 128 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² نوال فنيخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 127.

³ المادة الرابعة من المرسوم رقم 2.09.481، مرجع سابق.

⁴ عز الدين بنستي، ج 01، مرجع سابق، ص 149.

⁵ نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 321_322.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

لا يتنافى دمج الإحتياطات والأرباح وعلاوة الإصدار مع إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، غير أنه يستوجب على الشركة التي شرعت في إصدار هذه السندات أن تتبّع الإجراءات المنصوص عليها في فحوى القانون حماية لحقوق هؤلاء الحملة الذين من الضروري أن يُخصّص لهم نصيب من أموال الشركة لتسديد ديونهم، وهو ما عليها مراعاته قبل القيام بهذه العمليات، عن طريق تحويل جزء من أموالها إلى حساب مُجمّد لفائدة حملة سندات الاستحقاق الذين مارسوا خيار التحويل، إما على العدد ذاته من الأسهم المجانية أو على ذات المبلغ أو ذات السندات، كما لو كانوا مساهمين عند إجراء عملية الإدماج أو التوزيع¹.

ويتم دمج الإحتياطي في رأس المال عن طريق إما زيادة القيمة الإسمية للأسهم الموجودة بنسبة الزيادة الطارئة على رأس المال، دون أن تتقاضى الشركة هذه الزيادة من المساهمين؛ بل تقوم بدفعها من الإحتياطي وتؤثر على الأسهم بقيمتها الجديدة، حينها تُرفع قيمة الأسهم المُعطاة نتيجة التحويل بالنسبة ذاتها²، وإما بالتوزيع المجاني للإحتياطي على المساهمين في شكل أسهم ذات قيمة إسمية³ أو سندات دين تملكها، حينها يجب عليها حفظ عدد كافي من السندات المُوزعة بالطبيعة نفسها، قصد السماح لحاملي السندات الذين إختاروا التحويل الحصول على حقوقهم⁴.

ثالثاً: إصدار سندات جديدة

إذا قرّرت شركة المساهمة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إعادة إصدار آخر لسندات استحقاق قابلة للتحويل جديدة أو سندات ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم؛ فإنها تقوم بذات الإجراءات الشكلية، المُتمثلة أساساً في الإعلان الذي يسبق أي إجراء علني للإدخار مُقترن بحق الأفضلية في الإكتتاب الذي يُخصّص في الأصل للمساهمين⁵، وتُحدّد شروطه عن طريق

¹ _نادية هلاله، مرجع سابق، ص130. أيضا نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة - دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص209.

² _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص79.

³ _نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص323.

⁴ _نادية هلاله، مرجع سابق، ص130.

⁵ _المادة 715 مكرر 122 من القانون التجاري الجزائري، وكذا المادة 33 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الأول حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى

أسهم وآليات حمايتها

التنظيم¹، كما تهدف من خلاله الشركة إلى مخاطبة دائئيتها من حملة السندات القابلة للتحويل الحاليين، قصد السماح لهم بالإكتتاب في السندات المُزمع إصدارها بالأفضلية إذا إكتسبوا صفة المساهمين، شأنهم شأن المساهمين القدامى².

يتعدّد حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بتعدّد إصدارات الشركة، مما ينتج عنه زيادة عدد دائئيتها، الأمر الذي يجعل فرضية نقص الضمان العام المُقرّر لحملة سندات الإصدار القديم أمر وارد إن لم يكن مؤكد، لاسيما إذا إقترن الإصدار الجديد بتأمينات خاصة، مما يعني أن الأولوية في الإستيفاء تتقرّر للدائنين الجُدد المُحصنين، وهو ما يتم مراعاته مخافة مُزاحمة حملة السندات الجُدد في الحقوق المُقرّرة لهم. وقصد تفادي هذا الإشكال، ينبغي على الشركة المُصدرة مُراعاة الشكليات الواردة كالإعلان المُوجّه للحملة الحاليين بهدف دراسة وضعيتهم اللاحقة داخل الشركة التي تنوي تجديد الإصدارات، لإعتبارات تُصَب في مصلحتها.

أما إذا قرّر حملة سندات الاستحقاق الحاليين الإكتتاب في السندات التي قامت الشركة بطرحها، فما هو مصير حقوقهم السابقة داخل الشركة؟ وهل يُعدّ هذا بمثابة تجديد دين، أم أنه قرض آخر يُضاف إلى الأول؟ وهل تُصبح الشركة مُلزّمة بدفع فائدتين بدل واحدة لذات المُقرض؟ وغيرها من الأسئلة التي تبقى بدون جواب؛ لكن المُرجّح وحتى لا تنتهك الشركة نفسها وهي التي تحتاج لموارد أكبر بأقل التكاليف، يُمكنها أن تنص في الإعلان عن توقّف سريان فوائد الإصدار القديم من يوم مُمارسة الإكتتاب في السندات الجديدة بدل بقائها سارية لغاية نهاية مُدة القرض ككل، على أن ترفع من نسبتها شيئاً ما؛ لأن المُكتتب بطبعه يغلب عليه الفكر الإستثماري الذي يُترجم في بحثه عن أكبر قدر ممكن من المداخل، ويظلّ هذا الأمر مشروع قانوناً.

¹ المادة 33 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

² نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص127.

الفصل الثاني

التنظيم الجماعي لهيئة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى
أسهم

الفصل الثاني

التنظيم الجماعي لهيئة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يُعد تنظيم حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم ضمن جماعة واحدة من أهم مُفرزات مبدأ وحدة القرض السندي الذي يُفرز بدوره حقوق وواجبات مُماثلة لأصحابه، تقتضي الضرورة تداولهم بشأن حمايتها ضمن جماعة مُكوّنة من كل الحملة دون إستثناء، فالمصلحة المُوحّدة لهؤلاء جعلت القوانين تعتني بتنظيمها، قصد التصدي الجماعي لأي تصرف غير مدروس يصدر من الشركة ويُخالف مقاصد القوانين التي تسعى للحفاظ على حقوقهم عن طريق وضع حد لمثل هذه القرارات، بواسطة إبطالها أو المُطالبة بجبر الأضرار الناجمة عنها، بهدف خلق نوع من التوازن الإقتصادي بين المُقرضين الدائنين الضعاف وبين الشركة المدين القوي¹، لاسيما أن الرابطة المتينة التي تربط المساهمين بالشركة من شأنها أن تُصدر نوع من التعسف في مُواجهة الدائنين حملة السندات، الأمر الذي يستدعي التصدي من جانبهم؛ لكن هذا التصدي لا يتم فردياً من أي حامل لوحده؛ بل جماعةً كون وحدة مصالح حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تقتضي ذلك، فلو نظرنا إليهم مجتمعين وجدناهم قوة لها ثقل، أما إذا نظرنا إليهم منفردين نجدهم يمثلون أجزاء تافهة من الديون لا وزن لها في عين الشركة²، وهو ما يُشكّل مُواجهة بين تنظيمين أو هيئتين مُختلفتين، هيئة الدائنين مع هيئة أخرى مُنظمة لحقوق ومصالح المساهمين، لنكون أمام تياران مُتضادان دائنين وشركاء، مصلحتهم مُختلفة وهدفهم واحد هو تحقيق أكبر عائد مناسب.

باعتبار أن طموح حملة السندات في الإدخار ضمن هذا النوع من الأدوات المالية التي تطرحها شركة المساهمة محكوم بعقد الإصدار الذي يمتد على فترة من الزمن قد تطول في غالب

¹ غير أنه هناك جانب من الفقه إنتقد هذه المعادلة البالية القديمة لتحوّل حاملي سندات القرض من صغار المدخرين منعدمي الكفاءة يحضون بالرعاية والحماية، إلى مقرضين مُدخرين كبار كالبنوك وشركات التأمين والإستثمار وغيرها من المؤسسات المُزوّدة بالخبرة والكفاءة والتقنية العالية لدراسة سوق المال. أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات التجارية والمجموعات ذات النفع الإقتصادي، مرجع سابق، ص 426. وهو ذات الإنتقاد الذي وُجّه للمستثمرين كونهم محدودي المعرفة لا يفقهون قواعد المعرفة، مما سارع إلى ظهور طيف جديد من المستثمرين المؤسساتيين، مُتمثلين في مؤسسات مُعيّنة كشركات التأمين التي تسعى لتمكّل أسهما مؤثرة في بعض الشركات بغرض إستثمار ما لديها من أموال، على خلاف المُدخّر الفرد الذي تقلص دوره لِقلة خبرته. مختار دحو، مرجع سابق، ص 32.

² محمد صالح بك، مرجع سابق، ص 389.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الأحيان، الأمر الذي يُبقيهم على صلة بالشركة طوعاً ما لم ينقلبوا إلى مساهمين نتيجة ممارستهم خيار التحويل، فيتحملون بذلك إمكانية تعرّضهم لأي أضرار ناتجة عن تصرفات الشركة، مما يمكن معه القول أن حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل قد اجتازوا طريقاً واحداً لا يخلو من المخاطر التي تستدعي التصدي لها، عن طريق إتخاذ قرارات صائبة داخل جماعتهم.

وحتى يكون تكتّلهم بشكل سليم، يجب أن يتم وفق الأشكال التي يُريدها القانون من حيث هيكله هذا التجمع في جمعيتين لكل واحدة إختصاصها ونظام خاص بها، وكذا من حيث النصاب والأغلبية وكيفية المداولة، الأمر الذي سوف يُبحث فيه وفق ما هو مُنظّم في التشريع الجزائري وباقي القوانين موضوع المقارنة (المبحث الأول). كما لا يغفل أن عدد حملة السندات قد يتجاوز المائة بكثير، فلا يُتصوّر أن يمثّل كل واحد أمام المحكمة لإبداء رأيه أو مُعارضة تصرفات الشركة لوحده؛ لأن السند الواحد ما هو إلا جزء صغير من القرض الكلي، فاجتماع مالكي السندات في جماعة واحدة يكون له ثقل وتبقى لأرائهم آذان صاغية، وهو ما شدّ إنتباه التشريعات التي حاولت نقل هذه الصفة إلى وكيل أو أكثر للدفاع عن مصالحهم ضد قرارات الشركة، كما نظّمت كذلك مسألة تعيينه وعزله، بالإضافة إلى الإختصاص الممنوح له والأجر الذي يتقاضاه وغيرها من المسائل التي سيتم التوسّع فيها (المبحث الثاني).

المبحث الأول

جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

مثلاً هو الحال بالنسبة للمساهمين الذين يتكتّلون داخل جماعة تعتني بشؤونهم، الأمر ذاته يتكرّر من جانب حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الذين يسعون إلى تنظيم العديد من الإنشغالات المطروحة داخل شركة المساهمة مُصدرة القرض السندي كلما سمحت لهم الفرصة، ويتبادلون الآراء بشأنها لتحقيق مصالحهم المشتركة عن طريق مناقشة المسائل التي تعرضها عليهم الشركة أو تخفيها عنهم؛ لكنها تلقى إهتمامهم، قصد إتخاذ القرار المُناسب بشأنها في ظل ما يُحيط بالشركة من ظروف ومُستجدات إقتصادية ومالية.

فجماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل كتنظيم قانوني داخل أهم وحدة إقتصادية تضم جانب مُهم من الدائنين، أمر ضروري جدا البحث فيه لمعرفة المُفارقات التي تبنّتها القوانين

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

المقارنة بما فيها القانون التجاري الجزائري، وإستنتاج الكيفية التي تنظر بها التشريعات إلى الدائنين ككتلة واحدة مُشكّلة من مُقرضين يحتلون ذات الصفات والمصالح والمراكز القانونية، ليثبت القول أو يُنكر بخصوص أن القانون التجاري يميل إلى صف الدائن بدل المدين عكس الشرائع العامة، ودراسة هذا التنظيم المُميز تقتضي بداية التطرّق لنشأة الجماعة (المطلب الأول)، مُرورا ببيان الكيفية التي تُنظم بموجبها إجتماعاتها في مختلف القوانين محل الدراسة (المطلب الثاني).

المطلب الأول

نشأة جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إن الحديث عن جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل يقود للبحث عن نشأة هذا التنظيم بالعودة إلى أصله التاريخي، لتقصي الطريقة التي ظهر فيها إن كانت بمناسبة مُمارسة أعمال تجارية أو غيرها من الأعمال الأخرى (الفرع الأول)، وكذا معرفة الكيفية التي تتكوّن بها الجماعة إما تلقائيا أم تحتاج إلى نصاب مُعيّن. إضافة إلى ذلك، يجب التطرّق إلى الأعضاء المُشكّلين لها إذا كانوا هم ذاتهم حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم أم فقط ممن يبلغون نسب مُعيّنة من السندات (الفرع الثاني). وكيفما كانت طريقة إنضمام أصحاب السندات إلى الجماعة؛ فإنه يثبت لهم مجموعة من الحقوق الخاصة التي تنشأ بمناسبة إنعقاد هذا التجمّع (الفرع الثالث).

الفرع الأول

التطوّر التاريخي لجماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تعود جذور هذا التنظيم القانوني مع ظهور شركة المساهمة، ففي سنة 1409 نشأ في جنوة "بنك القديس جورج casa di san giorgio"، وظل هذا البنك يعمل حتى سنة 1799؛ ولعل السبب الرئيسي في تأسيسه أنه في القرن الثاني عشر عقدت جمهورية جنوة قروضا بضمان بعض الضرائب وإقتضى ذلك ضرورة تأسيس هيئة تُمثّل مجموع الدائنين، أما في سنة 1409 توحدت كل الديون وأصبحت دينا واحدا بما فيها الديون التي إقتضتها صوب هذه الجمهورية ضد جمهورية البندقيّة، ومنحت مدينة جنوة إلى دائنيها حق تحصيل الإيرادات الجمركية وحق الإجتماع في أحد

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

قصور المدينة، فأسس الدائنون لجنة إدارية وقسموا ديونهم إلى أقسام مُتساوية، وأطلقوا على نقاباتهم هذه تسمية (بنك القديس جورج)

¹. وبعد توحيد الديون سنة 1408، تجزأت إلى أجزاء قابلة للتداول مضمونة بالإرادات الجمركية، ولم يُغيّر تأسيس هذا البنك صفة هؤلاء المقرضين فقد ظلوا دائنين، وإستمر بنك القديس جورج مدة طويلة كنقابة لأصحاب الأسناد وكان أبعد ما يكون عن شركة تجارية². والواقع أن سبب تجمع الدائنين وإعتبارهم مجموعة أو نقابة هو فقدان جمهورية جنوة سلطاتها العامة³.

بعدها، عُنيت التشريعات المختلفة بإيجاد مثل هذا التنظيم الجماعي لمالكي السندات، ففي فرنسا نشأت جمعيات لمالكي الأسناد في صورة شركات مدنية لا تهدف إلى تحقيق الربح إستنادا إلى قانون المالية لسنة 1901، وخلال تاريخ 30 أكتوبر 1935 تم إصدار مرسوم تشريعي تضمّن نصوصا مُتفرقة لحماية حقوق أصحاب الأسناد، كما تم إنشاء كتلة سُميت بكتلة حملة السندات⁴، نفس الأمر تكرر بالنسبة للتشريع الإنجليزي الذي نصّ في قانون الشركات التجارية على أن هذه الجماعات تنشأ بحكم القانون وتتكوّن من مالكي أسناد القرض عن كل إصدار، كما تتولى حماية حقوقهم وإتخاذ التدابير اللازمة لصيانتها⁵.

وإدراكًا من التشريعات المقارنة أن سندات الاستحقاق في جوهرها تُعبّر عن قرض واحد تُمثّل الشركة أحد أطرافه ويُمثّل الطرف الآخر مجموع مالكي الأسناد، فقد خصّصت لها مواد قانونية تعنتي بتنظيمها خلال مختلف مراحل نشاطها.

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 205.

² العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 90.

³ محمد صالح بك، مرجع سابق، ص 391.

⁴ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 205.

⁵ يوسف محمد المصاروة، مرجع نفسه، ص 205.

الفرع الثاني

تكوين جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تتكوّن جماعة حملة سندات الاستحقاق كقنابة تدافع عن مصالح الحاملين حُكمًا بصورة حتمية يفرضها القانون على وجه الإلزام¹؛ لذا تُعتبر من النظام العام دون الحاجة إلى القيام بإجراءات خاصة لتشكيلها، ولم تترك التشريعات القانونية مسألة تنظيم الجماعة لإرادة مالكي السندات أو حتى لإرادة الشركة المُصدرة، كما أن النصوص لا تشترط شكلاً مُعيّنًا لها؛ إنما تُرك الأمر على إطلاقه؛ بحيث تتشكّل تلقائيًا مهما بلغ عدد الإكتتابات، كما تبقى قائمة مادام هناك مصالح تقتضي الدفاع عنها²، وهذا توجّه سليم في جميع الأحوال، فالتنظيم الجماعي من شأنه أن يعتني بحقوق حملة السندات ويصون مصالحهم المشتركة ضد قرارات الشركة المُصدرة طيلة مدة القرض السندي.

وعليه، فلا يتصور أن تشترط الشركة ضمن عقد إصدارها عدم تكوين الجماعة، أو تتججج بطبيعة الإكتتاب كأن يكون مُغلقًا مثلًا، أو بطبيعة المُكتتبين كأن يكونوا أشخاصًا معنوية وغيرها من الأعذار غير المؤسسة، فكل هذه الإفتراضات تسقط أمام حُكم القانون؛ بل يستوي أن يكون المُكتتبون أشخاصًا معنوية ويستوي أيضا أن يكون الإكتتاب مُغلقًا أو مفتوحًا سواء كان المُكتتبون من المُدخرين المحليين أو الأجنبي. كما أن الجماعة تتعدّد بتعدّد الإصدارات بغض النظر عن قيمتها³، ما لم يتم النص على إجتماع ذوي الحقوق المُتمثلة في هيئة واحدة؛ كأن ينقسم القرض السندي الواحد إلى جُزئين، فيحوز بعض الحملة على نسب مُغايرة من الفائدة، في المقابل يستفيد البعض الآخر من بنود تسديد مختلفة، حينها ينظم ذات الحملة لذات الجماعة، دون الإخلال بمبدأ المساواة داخل الجماعة الواحدة بطبيعة الحال، كونه ضابط موضوعي يحكم الأطراف داخله.

فبعض التشريعات تُفضّل إنضواء السندات من إصدارات مُغايرة تحت لواء هيئة واحدة من أصحاب السندات المُتمثلة؛ إذا تضمّن كل إصدار شرطًا يقضي بإنضمامها جميعًا إلى ذات

¹ _Georges Ripert-René Roblot, op.cit.,n° 1452, p.734.

² _« La masse demeure constituée tant que les obligations n'ont pas été intégralement remboursées, seraient-elles venues à échéance. Elle ne doit pas être dissoute tant qu'il y a des intérêts communs à défendre (Cass. com. 7 mars 1967, RTD com. 1967.803, obs. Houin ; CA Paris, 21 janv. 1937, Journ. soc. 1939.411 ; 24 déc. 1939, DH 1939.120, Rev. sociétés 1949.394) ». Daniel OHL,op.cit., p.109.

³ _محمد صالح بك، مرجع سابق، ص393.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الهيئة، متى كانت لهم حقوق مُماثلة ولو لم تتعلّق بذات الإصدار، ففي حال لم يرد ما يُفيد هذا المعنى، يجب حينها النظر إلى أن كل عقد إصدار يُمثّل عقد قرض مُستقل عن عقود القرض الأخرى التي تمثّلها باقي الإصدارات. وقد لقي هذا الطرح إنتقاداً، فلما كان الطرف الثاني في كل عقد هو مجموع مالكي السندات في الإصدار الخاص بذلك العقد؛ فإنه من غير المُستساغ أن ينطوي تحت لواء هيئة واحدة جميع الأطراف في عقود القرض المختلفة؛ حيث يفقد مالكو الأسناد في إصدار مُعيّن المركز القانوني الذي يُخولهم المشاركة في إتخاذ قرار يهدف إلى حماية حقوق مالكي سندات إصدار آخر، كما قد تتعارض مصالح مالكي الأسناد في الإصدار الواحد مع مالكي سندات الإصدار الثاني رغم تماثل حقوقهم في كلا الإصدارين¹.

وإن كان مثل هذا الإحتمال وارد؛ إلا أنه ضعيف، ففي الغالب تلجأ الشركات إلى الإقتراض لمرّة واحدة خوفاً من الإنزلاق في متاهات الديون؛ ولعل التشريعات التي نصّت على ذلك صراحة قد راعت نفقات إنعقاد جمعيات مالكي السندات التي تقع على عاتق الشركة المُصدرة وحاولت الإنقاص منها. ومهما تكن كيفية التجمّع، لا يجوز أن تُسقط الشركة المُصدرة حق أحد حملة السندات أو أكثر من العضوية داخل الكتلة، أو تفرّض عليه حد أدنى من عدد السندات للإشتراك فيها، فمثل هذه الشروط باطلة؛ لأنها تُخالف أحكام أمرّة تتعلّق بقانون الشركات².

كما نصّت مختلف التشريعات المقارنة على هذا التكوين التلقائي³ قصد رعاية المصالح المشتركة للحملة، ويُثار في هذا الشأن سؤال بشأن طبيعتها القانونية، فهذه الكتلة لا هي بشركة؛ لأنها لا تتمتع بمظاهر الشخصية الاعتبارية للشركة، على إعتبار أنها لا تملك ذمة مالية خاصة بها ولا تهدف إلى تحقيق الربح، ولا هي بجمعية لإنذار إرادة المُقرضين بشأن تأسيسها، زيادة على أن القانون فرضها عليهم جبراً وقسراً بالقوة للإنضمام إليها، ولا هي ضمن أجهزة الشركة المُصدرة؛ لأنها قابلة للزوال بمجرد التحويل الجماعي للسندات إلى أسهم، ومع ذلك تتمتع بالشخصية

¹ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 161.

² المادة 733 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ المادة 715 مكرر 88 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 299 فقرة 01 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 56 من قانون شركات المساهمة المصري، والمادة 126 من قانون الشركات الأردني، والمادة 162 من قانون الشركات البحريني، والمادة 173 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

المعنوية¹، الأمر الذي إعتبره البعض من العجائب القانونية²، فعلى الرغم من صحة القول القاضي أنه لا غنى عنها في خلق التوازن بين المصالح المتعارضة بين الدائنين والمساهمين؛ إلا أنها لا تتمتع بالقوام القانونية للشركة التجارية حتى تكتسب الشخصية المعنوية، فليس للجماعة ذمة مالية مستقلة، زيادة على تكفل الشركة المصدرة بتكاليف تنظيم الجمعيات العامة لحملة سندات وسيرها، كما تتدبر مرتب وكيلها³، ومادامت الكتلة لا تملك أي مال، فهي تعيش في ظل نظام الحرية التعاقدية التي تُترجم التضامن القائم بين أعضائها الذي أساسه وحدة الدين الذي يُثقل الشركة⁴؛ لذا لا يسع سوى القول أن الإقرار لها بالشخصية المعنوية يُعتبر من المستجدات التي طرأت على هذا النوع من الأوراق المالية؛ حيث كان القضاء المصري يعتبر في حكم سابق أن حامل السند مجرد دائن عادي والشركة ليست مسئولة قبل حملة السندات عن كيفية مسك دفاترها ولا عن كيفية توزيع فروق الصرف المدرجة في حساباتها⁵، وهذا التكييف الجديد من شأنه أن يخلق تضارب بخصوص التكييف القانوني لجمعيات المساهمين التي بدورها تعتنى بجميع المسائل الماسة بحقوق حملة الأسهم، غير أنها لا تتمتع بالشخصية المعنوية، فهل هذا سهو من المشرع الجزائري أم هو مئيل صوب حماية حقوق الدائنين بزيادة؟ هذا الفرض الأخير فيه مُبرر كافي.

إن الإقرار لجماعة حملة سندات الاستحقاق بالشخصية المعنوية يُثير نوع من التضارب بشأن المفهوم العام لإكتساب الشخصية المعنوية في الأحكام العامة⁶ التي جعلت إكتسابها رهنا للإرادة التشريعية، فالشخص المعنوي يُولد بإقرار صريح من المشرع يمنحه حرية التعاقد في إطار القانون⁷، والإقرار قد يكون عاما أو خاصا، ويتحقق الإقرار العام بالنسبة إلى نماذج

¹ المادة 715 مكرر 88 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 299 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات التجارية والمجموعات ذات النفع الإقتصادي، مرجع سابق، ص 427.

³ المادة 715 مكرر 100 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ ج. ريبير-ر. روبلو، المطول في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 752.

⁵ محمد صالح بك، مرجع سابق، ص 327.

⁶ المادة 49 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 17 من القانون المدني البحريني، والمادتين 50-51 من القانون المدني الأردني، والمواد من 18 إلى 21 من القانون المدني الكويتي، مرجع سابق.

⁷ Dominique Lafleur, droit des sociétés (annales+ entrainement à l'épreuve 2010, DUNOD, Paris, 2009, p.04.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

مُعَيَّنة من جماعات الأشخاص والأموال وهو ما حدّده المشرع على سبيل الحصر¹، أما الإعراف الخاص يقتضي أن يصدر من المشرع إذن خاص بمنح الشخصية الاعتبارية لكل جماعة من الأشخاص أو مجموعة من الأموال عند تكوينها. بناء عليه؛ فإن جماعة حملة سندات الاستحقاق لا تقع ضمن الإطار العام، فهي ليست ضمن تعداد الهيئات الاعتبارية الخاضعة للإعتراف العام بالشخصية المعنوية؛ لكن يستوي عليها الإطار الخاص كهيئة مُكوّنة من مجموعة أشخاص يمنحها القانون الشخصية الاعتبارية، فلا يتعارض هذا التحليل مع تركيبة الجماعة التي تتشكّل في ظل عدد كبير من الأعضاء، تجمعهم مصلحة واحدة نظرا لوحدة قرضهم، والغاية التي تضطلع الجماعة لحمايتها بحاجة إلى تأطير قانوني كبير، وهو ما لا يمكن أن يكون فعّالا إلا بموجب إعراف خاص في النصوص المنظمة للشركة المُصدرة، كما لا تتأثر الهيئة بتغيير أحد الأعضاء أو خروج أحدهم أو إفلاسه على مواصلة إختصاصها.

غير أن ما يطرحه الإعراف لها بالشخصية المعنوية هو المجال الذي تسري في ظلّه هذه الشخصية، هل هي ذات الشخصية القانونية المُقرّرة للشركة المُصدرة والمُتعارف عليها قانونا التي تبدأ بتاريخ تسجيلها في السجل التجاري²؟ أم هناك مواطن إختلاف؟ ما يُمكن قوله في هذا الشأن؛ أن الشركة كمشروع إقتصادي مُدتها مُحدّدة في عقدها التأسيسي وتبقى هذه الشخصية مستمرة إلى أن تنقضي بأحد الأسباب السابق ذكرها، غير أنه بالنسبة للشخصية المعنوية لكتلة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل نجدها مُرتبطة بالقرض السندي وليس بغرض الشركة؛ لذا يجب تحديد تاريخ تمام إكتمال الإكتتابات في السندات المعروضة على الجمهور³ أو تاريخ تقرير الشركة الإكتفاء بعدد السندات المُكاتب فيها، فبمجرد تبني إحدى هاتين الطريقتين تبدأ الشخصية المعنوية لكتلة الحملة على أن تنتهي بإنهاء مُدة القرض المُحدّد في عقد الإصدار، ما لم يتم التحويل الجماعي للسندات إلى أسهم، عندها تنتهي شخصيتها المعنوية بإنقضاء الكتلة نتيجة التحويل الجماعي؛ لأنه ما من داعي لإستمرارها⁴، فالدائنون أصبحوا مساهمين ومن الطبيعي إنضمامهم

¹ المادة 49 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 417 من القانون المدني الجزائري، مرجع نفسه.

³ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي، مرجع سابق، ص 427.

⁴ Cour de cassation, Chambre commerciale, 10 décembre 2013, 12-24.198. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000028329376?fonds=JUF&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePagination=DEFAULT Consulté le : 11/06/2021.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إلى تكتل آخر هو جمعيات المساهمين؛ لكن كما سبق الإشارة إليه في حالة إصدار السندات للإكتتاب فيها من قبل جهة ما مُحدّدة، أو كانت مضمونة من الدولة أو جماعاتها المحلية أو إحدى المؤسسات العمومية هنا لا تتكوّن الجماعة بقوة القانون، وذلك بسبب إنعدام حملة السندات¹، وتبقى حرية الإختيار للشركة في إتخاذ قرار تشكيل الجماعة من عدمه².

ووجد الفقه تبريره هذا إستنادا إلى التحليل الحقوقي الحديث الذي يقضي توقّر الشخصية الاعتبارية عند وجود مجموعة من الأشخاص تستهدف الدفاع عن المصالح الجماعية بواسطة أجهزة تعبّر عن إرادتها وفق نظام خاص، لاسيما أن الفقه الحديث لم يعد يُعوّل على الذمة المالية المستقلة كفيصل للإعتراف بالشخصية المعنوية³، فتبقى الكتلة قائمة طالما لم يقع إرجاع القرض السندي كاملا إلى الدائنين؛ بل إن محكمة النقض الفرنسية قضت بعدم جواز إرجاع الكتلة طالما وجدت مصالح يمكن الدفاع عنها⁴، ولا يمكن للشركة الإحتجاج بشروط أو بأخرى حتى تمنع تكوين الجماعة مثلما سبق الإشارة إليه، كما تستمر الكتلة طالما أن القروض لم تُسدّد كاملة⁵، فقد يتجاوز ذلك الموعد المُقرّر لوفاء القرض بكامله⁶.

¹ Yves Guyon, op. cit., n° 762, p.765.

² المادة 715 مكرر 109 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص182.

⁴ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي، مرجع سابق، ص427. أيضا ر.ريبير-ج.روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص752.

⁵ بما أن الكتلة تختفي بمجرد تحويل السندات لأسهم؛ فإن أي ضرر لاحق يترتّب عنه تعويض مالي يتم بشكل شخصي من المضرور.

⁶ Cour de cassation, Chambre commerciale, 10 décembre 2013, 12-24.198, op, cit.

⁶ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص180.

الفرع الثالث

العضوية داخل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يحق لكل مالك سند إستحقاق قابل للتحويل المشاركة في الجمعيات العامة مثله مثل باقي الدائنين الآخرين الذين ينتمون لذات الإصدار قصد الدفاع عن مصالحهم المشتركة¹؛ لأنهم ركبوا سفينة واحدة وسيتعرضون لذات المخاطر²، وإذا تعذر عليهم الحضور لسبب ما؛ فإنه لحسن سير الإجراءات يصحّ تمثيلهم داخل الجمعية من قبل وكيل من إختيارهم³، على ألا يكون الوكيل ممنوع من المشاركة في الجمعيات⁴، ويثبت هذا الحق بموجب وكالة خاصة⁵ ثابتة كتابياً⁶ وفق الأشكال القانونية المطلوبة⁷.

يطرح سؤال بخصوص الوكلاء الممنوعون من المشاركة في الجمعيات ولا يصحّ تمثيلهم لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم؟ لا إجابة تُذكر في القانون التجاري الجزائري الذي إكتفى بذكر المنع دون إعطاء تفاصيل أكثر⁸، عكس ما هو عليه الأمر في التشريع الفرنسي

¹ المادة 715 مكر 81 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² محمد صالح بك، مرجع سابق، ص388.

³ ما لوحظ، أن المشرع أطلق الحرية لحملة السندات في إختيار ممثليهم دون وضع قيود لذلك ودون بيان مدة الوكالة، مما يعني إمكانية العودة في هذه الحالة إلى نص المادة 586 من القانون المدني، التي أكدت في فحواها على إنتهاء الوكالة بإتمام العمل الموكل فيه، أو بإنتهاء الأجل المُعين للوكالة.

⁴ المادة 715 مكر 96 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ عمار عمورة، مرجع سابق، ص258.

⁶ إشتراط المشرع ضرورة أن يكون وكيل المساهم مساهماً أيضاً بغض النظر عن نوع السهم الذي يحمله، فهل يعني إنطباق ذات المبدأ على وكيل حامل السند؟ أمام فراغ النصوص من بيان الحكم صراحة لا يوجد ما يمنع ذلك، ولو أن بعض الفقه أسقط هذا الشرط. إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص186.

⁷ رغم أن المشرع لم يوضّح هذه الأشكال القانونية سواء تمت الوكالة في شكل عادي أو رسمي أو غيره، ولا البيانات التي تتضمنها؛ غير أن المنطق يقتضي قياسها على ذات البيانات التي تتضمنها الوكالة في جمعيات المساهمين التي حدّدتا المادة 681 من القانون التجاري الجزائري.

⁸ لم يبيّن المشرع شكل الوكالة المُقرّرة لحامل سند الاستحقاق؛ غير أنه يمكن تطبيق نص المادة 681 فقرة 02 من القانون التجاري، على أن تتضمنَ إسم كل موكل ولقبه وموطنه، وكذلك الأصوات التابعة لهذه الأسهم (السندات).

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الذي قام بتعدادهم على سبيل الحصر، ليختزلهم في كل من هُم تحت سيطرة الشركة المصدرة، أي: الأعضاء القائمون بالإدارة وأعضاء مجلس المديرين أو مجلس المراقبة، أيضا المُدراء العامون ومندوبو الحسابات وعُمال الشركة المدينة أو الضامنة في التزامات الشركة المدينة، وكذا أصولهم وفروعهم وأزواجهم¹، بالإضافة إلى الأشخاص الممنوعين من مهنة المصرفي أو الذين يسقط حقهم في تسيير الشركة وإدارتها²، إضافة إلى الأشخاص الممنوعين من أن يكونوا وكلاء في الجماعة³. وعلى إثر الفراغ التشريعي المُسجّل في القانون الجزائري، لا مانع من السير على خطى المشرع الفرنسي، ليشمل المنع كل من تشملهم حالات التنافي في ترأس جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، بالإضافة إلى كل من لهم مصالح مُتضادة ومصالحة هؤلاء الحملة، دائما في إنتظار التعديل المناسب، ولو أن هذا الفراغ التشريعي من شأنه إلحاق الضرر بهم، لاسيما أن النصوص التشريعية خلت من وضع عدد الوكالات الممنوحة للوكيل، ليقتصر⁴ مجموعة من الحلول، أساسها منع توكيل كل من لهم علاقة بأجهزة تسيير الشركة المُصدرة لعدم تمتّعهم بالإستقلال الكافي عنها، بالإضافة إلى ضرورة حصر الوكالة في جمعية عامة واحدة إعمالاً للنصوص العامة⁵، فكل جمعية تُقابلها وكالة واحدة، ليشمل البطلان كل وكالة دائمة أو

¹ Art. L.228-62 C.com.fr : « ne peuvent représenter les obligataires aux assemblées générales, les gérants, administrateurs, membres du directoire et du conseil de surveillance, directeurs généraux, commissaires aux comptes ou employés de la société débitrice ou des sociétés garantes de tout ou partie des engagements de ladite société, ainsi que leurs ascendants, descendants et conjoint ». et Art.309 loi n°66-537

² Art.L.228-63 C.com.fr : « la représentation d'un obligataire ne peut être confiée aux personnes auxquelles l'exercice de la profession de banquier est interdit ou qui sont déchues du droit de diriger, d'administrer ou de gérer une société à un titre quelconque ». et Art.310 loi n°66-537

³ Art.L.228-49C.com.fr : « ne peuvent être choisis comme représentants de la masse :

- 1- La société débitrice ;
- 2- Les sociétés possédant au moins le dixième du capital de la société débitrice ou dont celle-ci possède au moins le dixième du capital ;
- 3- Les sociétés garantes de tout ou partie des engagements de la société débitrice ;
- 4- Les gérants , administrateurs, membres du directoire, du conseil de surveillance , directeurs généraux, commissaires aux comptes ou employés des sociétés visées aux 1 et 3, ainsi que leurs ascendants, descendants et conjoint ;
- 5- Les personnes auxquelles l'exercice de la profession de banquier est interdit ou qui sont déchues du droit de diriger, administrer ou gérer une société à un titre quelconque ». et Art.296 loi n°66-537

⁴ Mohamed Salah, op.cit., n°63, p.79.

⁵ حسب المادة 586 من القانون المدني الجزائري؛ فإنه: "تنتهي الوكالة بإتمام العمل الموكّل فيه أو بإنهاء الأجل المُعيّن للوكالة ..".

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

مفتوحة، وكذا كل وكالة عادية لإدارة أموال حامل السند، هذا في ظل إمكانية إلغاء الوكالة الممنوحة للممثل في أي وقت من جانب مُلاك السندات¹.

القاعدة تقتضي أن كل من له علاقة بالشركة وما زال سنده قائماً كالالتزام على عاتق الشركة من حقه حضور أطوار الاجتماعات؛ لكن ما هو الحال بشأن سندات الاستحقاق التي استهلكتها الشركة وتخلّفت عن سداد قيمتها؟ هل العبرة في إنتهاء علاقة حامل سند الاستحقاق بتاريخ إستهلاك سنده أم بتاريخ الدفع الفعلي لقيمة السند المُستهلك؟ نجد المشرع الجزائري² على غرار المشرع الفرنسي³ قد أجاز لحامل السند حق حضور إجتماعات الجمعيات العامة للجماعة والتصويت عليها، فتخلّف الشركة المدينة عن سداد قيمة السند المُستهلك لا شأن للحامل به؛ بل إنه تخلّف عن تنفيذ إلتزام مُستحق الأداء عليها، ومن غير المقبول أن يتحمّل الدائن حامل السند تبعات إهمالها، فلا يمكن حرمانه من حق الإشتراك داخل الجمعية، ولا يزول حقه هذا إلا إذا فقد سنده برضاه، سواء بالتنازل عنه أو بقبض ثمنه بعد إستهلاكه الكلي؛ لأن له مصلحة جديّة داخل الشركة المُصدرة جديرة بالحماية حتى لو كان في حالة نزاع معها بسبب شروط التسديد، على ألا يُفسّر هذا تفسيراً عريضاً فيتخلّف حامل السند عن التقدّم لقبض قيمة سنده إهمالاً منه، فهنا بالتأكيد لا مجال لإشراكه في أشغال الجمعية العامة لحملة السندات؛ إنما يتحمّل كامل مسؤولية خطئه وتعنّته عن إستيفاء قيمة سنده⁴.

لكن، هل يُفاس ذات الحكم على حملة سندات الاستحقاق الذين مارسوا حقهم في التحويل؟ بمعنى، هل يثبت لحملة هذه السندات حق المشاركة في أنشطة الجمعيات بعد ممارسة خيار التحويل؟ قطعاً لا يمكن ذلك؛ لأنه بمُجرّد أن يُفعل حامل سند الاستحقاق خيار التحويل ينقلب إلى مساهم في الشركة وتتقطع صلته بجمعيات الدائنين نهائياً، فلا تثبت له ذات الصفة التي كان يحوزها أي صفة الدائن التي كانت تمنحه حق الإشتراك في هذا النوع من الجمعيات، فما من داعي لذلك، على أن يُعطى له بالمقابل ذات الحق؛ لكن في جمعيات المساهمين وليس الدائنين.

¹ المادة 587 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 715 مكرر 97 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ Art.L.245-12/4 C.com.fr

⁴ إلباس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 187.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

كما يبقى الإشكال قائماً إذا كان الدائن يحوز عددا كبيرا من السندات وقرّر تحويل جزء منها إلى أسهم وإحتفظ بالبقية كسندات دين، فالمنطق يقتضي أن تثبت له الصفتين في هذه الحالة، فهو دائن بمقدار سندات التي تمنحه جميع حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل لأسهم بما فيها الإشتراك في الجمعيات العامة للحملة، بالإضافة إلى إكتسابه صفة المساهم وما ينجر عنها من حقوق هي الأخرى تُثبت له بقدر الأسهم التي يحوزها، وعلى رأسها الإشتراك في الجمعيات العامة للمساهمين.

المطلب الثاني

سير جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تضم جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم كل مالكي هذا النوع من السندات دون إستثناء، قصد إجتماعهم في تجمعات مختلفة للبحث في عديد المسائل المطروحة أمامهم لإتخاذ التدابير والقرارات الملائمة بشأنها. ونظرا لعددهم الكبير؛ فإن الأمر يتطلب تنظيم مُميّز لإنجاح إنعقاد هذه التجمعات، التي يشترط القانون ضرورة إستيفائها إجراءات خاصة تتعلق بدعوتها للإنعقاد، عن طريق بيان أوقات الإجتماع إذا كانت مُحدّدة في القانون أو مفتوحة، بالإضافة إلى تحديد الجهة المختصة بالإخطار ومعرفة أي موجبات إشهار أخرى مُتطلبّة لصحة الإجتماع (الفرع الأول).

لا يستوي الحديث عن نجاح إنعقاد جمعية حملة السندات القابلة للتحويل وحُسن سيرها دون التطرّق إلى إختصاصاتها والمسائل المُعدّة سلفا التي تبحث فيها والتي تختلف باختلاف نوع الجمعية المُنعقدة (الفرع الثاني). ولأنها تشهد حضور العشرات من حملة السندات القابلة للتحويل إن لم نقل المئات، مما يقتضي معه الأمر وضع نظام خاص للجلسات يتم فيه إثبات حضور المعنيين للمشاركة في فعاليتها، بالإضافة إلى ضبط حدود النصاب والأغلبية الخاصة المفروضة (الفرع الثالث). ومما لا شك فيه أن هذه الإجراءات مُقرّنة بجزاءات في حال مخالفتها، تقتضي الضرورة توضيحها كذلك عن طريق بيان الجهة التي تتحمّل مسؤولية سوء التنظيم، مُرورا برصد العقوبات المختلفة التي جاءت بها التشريعات المقارنة (الفرع الرابع).

الفرع الأول

إستدعاء جمعية حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل للإنعقاد

إستنادا إلى ما هو معمول به بخصوص جمعيات المساهمين في شركة المساهمة؛ فإنه بمُجرّد الإنتهاء من إجراءات الإكتتاب تتعدّد جمعية خاصة لأول وآخر مرة تُسمى بالجمعية التأسيسية للبحث في الخطوط العريضة التي تحكم النظام الذي تسيّر في فلكه الشركة، وهو ذات الأمر الذي من المفترض أن تشهده الكتلة الموازية للمساهمين داخل الشركة؛ ألا وهي كتلة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، التي من المُفترض أن تتعدّد بدورها جمعية تأسيسية فور الإنتهاء من الإكتتاب في السندات المطروحة؛ لكن هذا الإجراء الهام جدا يغيب تنظيمه عن التشريع التجاري الجزائري الذي تناسى مرة أخرى تنظيم تفاصيل هذا الشكل القانوني من الأوراق المالية، ورغم محاولة البحث عن حلول لذلك؛ لكن الحل الفعّال يأتي من السلطة التشريعية التي لا مُبرّر لها في إغفال مثل هذه المسائل الهامة.

في المقابل وعلى سبيل المقارنة، ذات الإشكال عالجه التشريع البحريني¹ الذي إشتراط على شركة المساهمة خلال مدة شهر من إنتهاء الإكتتاب في سنداتها أن تدعو هيئة حاملي السندات للموافقة على النظام الخاص بها وكذا لإنتخاب أو إختيار مُمثل لها، وتتم الدعوة عن طريق النشر في جريدة يومية؛ وإذا لم يتم دعوتها خلال المدة السابقة، يصوغ لكل ذي مصلحة أن يطلب من وزير التجارة والصناعة دعوة الهيئة للإنعقاد خلال مدة لا تتجاوز خمسة عشر يوما من تاريخ تقديم الطلب. المشرع الأردني² بدوره أكّد على دعوتها لأول مرة بناء على طلب من مجلس إدارة الشركة، على ألا تقل إجتماعات الهيئة عن مرة واحدة في السنة، ففور الإنتهاء من الإكتتاب في السندات، تُستدعى أول جمعية للإنعقاد من مجلس إدارة الشركة على وجه الإلزام، بمعنى أنه من الضروري دعوتها للإنعقاد قصد البحث في المسائل الأولية التي تحكم التنظيم؛ لكن الإشكال يُطرح في الحالة التي لا يُبادر فيها مجلس الإدارة بتوجيه الدعوة؛ فإن الحل يغيب في هذه الفرضية كون المشرع الأردني لم يُعالج هذا الفراغ، مما يُعطي إمكانية دعوتها من قبل كل من له مصلحة في

¹ المادة 162 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

² المادة 127 فقرة 02 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

ذلك، ومن بين من لهم مصلحة نجد حملة السندات بناء على طلب أحد أعضائها قضائياً، وهو ذات الحل الذي تبناه المشرع البحريني أيضاً. بالتالي، ما من مانع يحول دون تطبيق هذا الحكم بخصوص كل من التشريع الجزائري والمصري والمغربي والتونسي تبعاً، اللذين لم يُنظمو الاجتماع التأسيسي الأول، خلافاً لبعض القوانين العربية الأخرى كالسوري والكويتي مثلاً، اللذان أوجبا عقد الاجتماع الأول خلال أسبوعين من تاريخ إختتام الإكتتاب، قصد الموافقة على النظام الأساسي وتعيين المُمثلين¹.

بخصوص إختصاص الجمعية التأسيسية، نجدها غير واضحة المعالم في التشريعات محل دراستنا؛ لكنها لا تخرج عن تسمية الممثل أو أمين الإصدار مثلما يُسمى أيضاً، الذي يتولى تمثيل الجماعة في علاقاتها مع الجهات المختلفة لاسيما مع الشركة المُصدرة، على أن يقوم هو لاحقاً بدعوة الجمعيات للإنعقاد²، كما تختص الجمعية التأسيسية أيضاً بوضع النظام العام للجماعة والمُصادقة عليه، أو تُسمى لجنة خاصة من حملة السندات تتولى هذا الأمر إذا تعذر عليها ذلك، فالنظام لا غنى عنه في تنظيم سير هذا التجمع، على أن يُوثقوه بما يشاءون من بنود، شريطة ألا يخرجوا عن القواعد الأمرة التي تحكم عقد تأسيس الشركة المُصدرة أو عقد إصدار السندات كتغيير بند أو أكثر من بنود الإصدار، إحتراماً لمبدأ المساواة بين حملة السندات، وإحتراماً كذلك لمبدأ الفصل بين السلطات داخل الشركة.

فور الإنتهاء من العمليات التأسيسية لكتلة حملة السندات القابلة للتحويل، وتعليقاً على تصرفات وقرارات الشركة المُصدرة، تستدعي الجمعية العامة لحملة هذه سندات في التشريع الجزائري والتشريعات المقارنة للإجتماع مثلما هو مُقرر بالنسبة لإستدعاء جمعيات المساهمين³، قصد معالجة تداعيات تلك القرارات على حقوقهم، فلا تنعقد الجمعية تلقائياً أي لا تستدعي نفسها

¹ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص189.

² _العبايدي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص170.

³ _المادة 715 مكرر 94 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 130 فقرة ب من قانون الشركات الأردني، والمادة 307 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 180 من قانون الشركات المصري، والمادة 84 من لائحة سوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بنفسها؛ بل يتم دعوتها من جهات مُحدّدة على سبيل الحصر¹، التي تتوجّه بالدعوة إلى كل أعضائها وليس البعض منهم فقط؛ لأنهم يحوزون على ذات المراكز القانونية في ذات الجماعة، تطبيقاً لمبدأ وحدة القرض السندي والحقوق الناجمة عنه، تحت طائلة البطلان²، أي أن دعوتها من جهات أجنبية أخرى غير تلك التي حدّدها القانون تكون باطلة أيضاً³؛ بحيث لا صفة لها ولا مصلحة في دعوة الجمعية للإنعقاد. ومن بين الجهات التي حدّدها القانون نجد: مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة⁴ أو مجلس المديرين على حسب نمط إدارتها⁵، بالإضافة إلى وكلاء الجماعة⁶ والقائمون بالتصفية إذا كانت الشركة في طور التصفية⁷، غير أن المفارقة تكمن في أن هذه الجماعة بإمكانها الإجماع في أي وقت تُريده⁸، عكس ما هو مُقرّر بالنسبة لجماعة المساهمين⁹ التي تجتمع مرة واحدة على الأقل في السنة خلال ستة أشهر التي تسبق قفل التصفية، فيما عدا الحالة التي يُمدّد فيها هذا الأجل بناء على طلب مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة، بأمر من القضاء المُختص في المكان والزمان اللذان يُعيّنهما نظام الشركة¹⁰، وحسنا فعلت التشريعات بإعطاء صلاحية الإستدعاء للسلطات الداخلية للشركة، فهذه الأخيرة تستعين بهيئاتها

¹ المادة 715 مكرر 93 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² مخالفة المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري تؤدي إلى تطبيق نص المادة 733 فقرة 02 من ذات القانون، على أساس أن كل مخالفة لنص ملزم يطالها البطلان. أنظر أيضاً نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 282.

³ إستناداً إلى نص المادة 733 فقرة 02 من القانون التجاري، مرجع سابق.

⁴ ما هو متعارف عليه؛ أنه لا دخل لمجلس المراقبة في أعمال التسيير، فكيف له أن يقوم بهذا الإختصاص؟ لكن لربما لإعتبرات أخرى كمخافة إهمال الهيئة الإدارية إستدعاء الجماعة تم إسناد الإختصاص لهذه الجهة دون إثارة أي مشكل تنازع بينهما.

⁵ تتم دعوة الجماعة للإنعقاد بناء على دعوة موجّهة من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو مجلس المراقبة، ولا تكفي الدعوة الموجّهة من أحد أعضاء المجالس السابقة.

⁶ يُعتبر إستدعاء الممثل للجماعة إختصاص أصيل له كلما رأى أن هناك مصلحة تقتضي ذلك.

⁷ المادة 715 مكرر 93 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁸ المادة 715 مكرر 88 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 305 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁹ ما يلاحظ بخصوص هذا الشأن لاسيما الإحالة بين النصوص، أن المشرع لم يضع قاعدة عامة لإستدعاء المساهمين لحضور المداولات، وإكتفى بذكر جزء مخالفة إحاطة المساهمين بالتاريخ المُحدد لإنعقاد الجمعية. المادة 817 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

¹⁰ المادة 676 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

لدعوة الجمعية كلما رأت ضرورة في ذلك. بالمقابل، يحق لوكلاء الجماعة طلب عقد الجمعية قصد التفاوض بشأن مشاريع القرارات التي إتخذتها الشركة ومناقشة تداعياتها على حقوق مُمثليهم من حملة السندات القابلة للتحويل؛ ولعل هذا هو السبب الذي ترك بموجبه المشرع الجزائري لجماعة الحملة حُرية الإنعقاد في أي وقت؛ لأنه بإمكان الشركة أن تتخذ حُرمة من القرارات الأولية في أي وقت كان، الأمر الذي سيسمح لحملة السندات من مُواكبة ومناقشة هذه المشاريع على وجه السرعة دون تضييع للوقت، وحتى لا تتعرقل الشركة عن تنفيذ مُقترحاتها لاسيما إذا فرضتها عليها الضرورة المُلحة وكان من الضروري أخذ رأيهم لتنفيذها.

بالمقارنة مع أحكام دعوة جمعية المساهمين للإنعقاد في القانون الفرنسي، نجد المشرع الجزائري قد خالف حكم هذا الأخير القاضي بمنح الحق لكل مساهم (حامل سند إستحقاق قابل للتحويل) في أن يطلب من القضاء تعيين وكيل يُكلّف بدعوتها بناء على أمر إستعجالي¹، وإقتصر هذا الإجراء في حال ما إذا كانت الشركة في مرحلة التصفية² وتخلّف المصفي عن القيام بذلك، فما من مانع يحول دون تطبيق ذات الحكم على إستدعاء جمعية حملة السندات القابلة للتحويل إذا كانت الشركة المُصدرة تمرّ بهذه المرحلة. زيادة على الحالات السابقة، يمكن دعوة جمعية حملة الأسهم للإنعقاد من طرف مندوبي الحسابات عندما ترتكب الإدارة مخالفات مالية تُضر الشركة، فيستدعونها للنظر والبت في الأمر إذا إقتضت الضرورة الإستعجالية ذلك³، وهو نفس الحكم الذي تبناه المشرع التونسي أيضا⁴.

أما في التشريع المصري، يجوز دعوة جماعة حملة السندات للإجتماع في أي وقت بناء على طلب مجلس إدارة الشركة أو الشركاء المديرون بحسب الأحوال، أو ممثل الجماعة أو مصفي الشركة خلال فترة التصفية كذلك، فلا فرق بين النص المصري والجزائري في هذه الحالة؛ لكن النص المصري أضاف أنه يحق لحملة 05 % من قيمة السندات أن يطلبوا بكتاب مصحوب بعلم الوصول من الشركة أو الممثل القانوني للجماعة ضرورة عقد الإجتماع، على أن يتضمّن الطلب

¹ نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص278.

² المادة 773 فقرة 01-02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ المادة 715 مكرر 04 فقرة 06 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ المادة 277 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

المواضيع المطلوب عرضها على الجماعة؛ فإذا لم يتم الإجتماع خلال ثلاثين يوم، جاز لحملة السندات الذين يُمثلون النصاب القانوني أو بعضهم أن يطلبوا من القضاء تعيين ممثل مؤقت للجماعة، يتولى الدعوة لعقد الإجتماع ورئاسته وتحديد جدول الأعمال وإبلاغ قراراته إلى الجهات المعنية¹. من ناحية ثانية، منح المشرع الفرنسي سلطة إستدعاء الجمعية زيادة عن الهيئات السابق ذكرها، لحامل السند المالك على الأقل 30/1 من سندات الجماعة، بناء عن طلب مُقدم للشركة وممثل الجماعة². وتجتمع ذات الهيئة في القانون البحريني كَمَا دعت الضرورة ذلك، بناء على طلب ممثلها أو الشركة أو عدد من حاملي السندات الذين يملكون 10 % من قيمتها³.

بدوره، قانون شركة المساهمة المغربي⁴ جعل الدعوة إلى عقد جمعية حاملي سندات القرض تتم من طرف مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية، وكذا بمبادرة من ممثل أو ممثلي الكتلة، بالإضافة إلى حملة سندات القرض، شرط ألا تقل نسبة ما يُمثلونه من سندات عن 10 % بعد إخطار ممثل أو ممثلي الكتلة، كما يمكن دعوتها من طرف المُصنفين إذا كانت الشركة في طور التصفية. وحسب التشريع الليبي، يتم دعوتها بواسطة مديري الشركة أو ممثلي حملة سندات القرض عندما يرون ذلك ضروريا، أو بطلب من حملة السندات الذين يُمثلون جزءا من عشرين جزء من السندات الصادرة التي لازالت قائمة ولم تُستهلك بعد⁵؛ ولعل فرض هذه الشروط الإضافية من شأنه إعطاء ميزة للغالبية داخل الجماعة، خاصة إذا تعذر تطبيق قانون الإجماع، وهو ما كان

¹ _سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص826.

² _Art.L.228-58 C.com.fr: « l'assemblée générale des obligataires est convoquée par le conseil d'administration, le directoire ou le représentant légal de la société, par les représentants de la masse ou par les liquidateurs pendant la période de liquidation. Un ou plusieurs obligataires, réunissant au moins le trentième des titres d'une masse, peuvent adresser à la société et ou représentants de la masse une demande tendant à la convocation de l'assemblée ».

³ _المادة 136 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁴ _المادة 306 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁵ _هدية عبد الحفيظ مفتاح بن هنيدي، حصص التأسيس والسندات التي تصدرها شركة المساهمة، مجلة الجامعة الأسمرية، ع16، السنة 09، ص502. متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://dspace.asmarya.edu.ly/handle/123456789/286%3Fshow%3Dfull&ved=2ahUKEwiMh9r->

3qbrAhWxC2MBHZ83DlwQFjACegQIAxAB&usg=AOvVaw3eio03tpPH3HqvftowBRgK تم الإطلاع بتاريخ:

2020/03/20 على الساعة 17:18.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

من المُستحسن لو ضمّنه المشرع الجزائري بدوره، الذي لم يُبيّن الكيفية التي يُمكنهم بموجبها الإطلاع على تفاصيل إنعقاد الجلسة في الحالة التي تُستدعى فيها جمعية حملة السندات من قبل مجلس الإدارة، وقياسا على ما هو معمول به بالنسبة لجمعيات المساهمين، يلزم مجلس الإدارة أو مجلس المديرين تبليغ حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم ووضع تحت تصرفهم قبل ثلاثين يوم من إنعقاد جمعيتهم العامة¹، كل الوثائق الضرورية التي تسمح لهم بإبداء رأيهم فيما يتعلّق بإدارة الشركة وتسييرها بكل دراية وتمحيص² عن طريق المعلومات التي يطلّعون عليها.

تلتزم كل جهة مُكلّفة بدعوة الجمعية العامة للإنعقاد بضرورة تحضير جدول أعمال قصد التداول بشأنه³، كما يحق لكل حامل سند إستحقاق طلب إدراج مشاريع لوائح ليتم البحث فيها داخل الجمعية المنعقدة، مع الإشارة إلى أن المشرع لم يُبيّن الحد الأدنى الذي يحوزه الحامل حتى يتمكّن من إدراج مشروع اللائحة، مما يعني أن حق الإدراج يثبت لكل حامل سند إستحقاق بغض النظر عن عدد السندات التي يحوزها، كما لم يُبيّن الأجل الذي يجب فيه على حامل السند تقديم مشروعه وترك الأمر غامضا، وحتى لو تم إزاحة هذا الغموض بالإحالة إلى ما هو مُقرّر بالنسبة للمساهمين، تبقى الإحالة فارغة المضمون؛ حيث أن ذات الإشكال يبقى مطروح في الجانب الآخر⁴.

لكن، ما العمل إذا تم إستدعاء الجمعية من ذات الهيئات المعنية مرة واحدة، خصوصا في ظل غياب أي أفضلية مُقرّرة قانونا لجهة دون أخرى؟ لا جواب يُذكر، وإن كان المنطق يقتضي إعطاء الأفضلية لممثل الهيئة؛ إلا أنه من المُستحسن أن يُعالج الإشكال تشريعا أو بموجب بند

¹ المادة 677 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 678 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ المادة 715 مكرر 95 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ أقرّ المشرع حق المساهم في إعداد مشاريع قرارات لمناقشتها ضمن أطوار الجمعية العامة في الفقرة الثالثة من المادة 678 من القانون التجاري دون بيان التفاصيل، فلم يشترط إمتلاك حد أدنى من الأسهم للتمكّن من إعمال هذا الحق تقاديا لتعسف المساهمين حتى تكون هذه الخطوة مدروسة بدقة ومنبعثة من مصلحة مشتركة بينهم، وهو الأمر الذي كان موجود قبل التعديل بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93؛ حيث كانت المادة 645 تقضي بجواز إدراج مشاريع القرارات من مساهم أو أكثر الحائزين على 05 % من رأسمال الشركة، على أن ترسل طلبات التسجيل المتعلقة بمشروع القرار في جدول الأعمال قبل خمسة وعشرين يوما على الأقل من تاريخ إنعقاد الجمعية، بناء على الإستدعاء الأول. فما العلة من إلغاء هذا النص وعدم إستبداله بأحكام تنظم ذات الحق؟! . هند قاسي عبد الله، مرجع سابق، ص 231.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

صريح في نظام الهيئة يُقرّر الأفضلية لجهة ما، وإن كان القضاء الإستعجالي مُمكن أن يفصل في هذا الإشكال إذا وقع¹.

يصح القول أن المشرع أعطى الحرية التامة لهذه الجمعية للإجتماع في أي وقت تراه مناسباً ولم يفرض عليها ضرورة القيام بإجتماعات دورية؛ لكن عدم تقييد الجماعة بحد أدنى من الإجتماعات بدوره يقود لطرح تساؤل؛ فإذا لم تدعوا الضرورة جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم لعقد إجتماع أو أكثر، فهل هذا معناه أنها من الممكن ألا تجتمع إطلاقاً خلال السنة المالية للشركة؟ يبقى هذا فرض صحيح، وإن كان من الأجدر على المشرع أن يُحدّد الحد الأدنى لإجتماعاتها ولو لمرة واحدة على الأقل في السنة -قياساً بإجتماع المساهمين- حتى لا تضيع حقوق الدائنين ولا تتراكم عليهم جداول الأعمال مما يجعلهم يتّخذون قرارات إعتباطية، ولو أنه لا مانع من أن يتم وضع نظام جماعة حملة سندات الاستحقاق والنص عليه في الإجتماع الأول أو تُكلّف لجنة من أعضائها لوضع هذا النظام ليتم المصادقة عليه، رغم أن بعض الفقه رأى أن عدم تحديد إجتماعات جماعة حملة السندات أمر يجد تبريره في طبيعة هذا النوع من الجمعيات الذي تقلّ فيه الإجتماعات عادة².

كان المشرع الفرنسي يشترط لصحة الإجراءات ضرورة نشر إشعار الدعوة للإنعقاد في جريدة الإعلانات القانونية داخل مركز الشركة، ويُنشر إضافة إلى ذلك في نشرة الإعلانات القانونية B.A.L.O³؛ فإذا كانت جميع سندات الدين إسمية، يمكن إستبدال هذا النشر بدعوة تتم على نفقة الشركة بواسطة كتاب عادي أو مضمون، أما بالنسبة للسندات غير القابلة للقسم فتوجه الدعوة إلى المالك الأصلي للسند، كما أن المهلة المفروضة سواء بالنسبة للنشر أو النشرة الأخيرة

¹ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص191.

² _« La loi n'impose aucune périodicité pour leurs réunions, qui sont donc moins fréquentes que celles de l'assemblée des actionnaires ». Yves Guyon, op. cit., n° 763, p.765. Voir aussi Mohamed Salah, op.cit., n° 54, pp.66_67. « l'absence de détermination de la périodicité des réunions des assemblées d'obligataires s'explique parce que ces réunions sont certainement moins fréquentes que celles des assemblées d'actionnaires. En effet, les assemblées d'obligataires ne sont convoquées que pour la défense des intérêts communs des obligataires, notamment l'exécution du contrat d'emprunt, ou lorsque la société débitrice prévoit de demander aux obligataires la modification de ce contrat ou de certains de ses éléments ».

³ _ Yves Guyon, op.cit., n°292, p.285. voir aussi Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1460, p.737.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

المُتضمنة إشعار الدعوة والإرسال يجب ألا تقلّ عن خمسة عشر يوما بالنسبة للدعوة الأولى وستة أيام بالنسبة للدعوة الثانية¹.

أما التشريع المصري حصر نشر الدعوة للإجتماع في جريدتين يوميتين واسعتي الانتشار إحداهما على الأقل باللغة العربية، مُوجّهة إلى حملة السندات في عناوينهم الثابتة بسجلات الشركة بواسطة خطابات مُسجلة²، وهو تقريبا ذات ما نص عليه المشرع المغربي³ أيضا، مُشيرًا إلى أن دعوة الجمعية للإنعقاد تُنشر في صحيفة مُخوّل لها نشر الإعلانات القانونية أو القيام ببعث رسائل مضمونة الوصول. غير أن الشكليات المطلوبة للإنعقاد غابت عن المشرع الجزائري لا بالنسبة لجمعية حملة سندات الاستحقاق بما فيها القابلة للتحويل ولا حتى بالنسبة لجمعية المساهمين؛ حيث ترك بيانها لنظام الشركة، على أنه غالبا ما يتم الإعلان عن طريق إخطار يُنشر في الصحف، ليرسل إلى حملة السندات عن طريق البريد العادي في عناوينهم الثابتة بسجلات الشركة، كما يتم النشر والإخطار قبل الموعد المُحدّد لإجتماع الجمعية بوقت كافي، مع تحمّل الشركة كامل مصروفات النشر والإخطار⁴.

وعادة ما تشمل الدعوة للإنعقاد قياسا لما هو معمول به في باقي التشريعات، المعلومات الخاصة بالشركة المُصدرة، لاسيما: إسمها وعنوانها ومقرها الرئيسي، بالإضافة إلى بيان رأسمالها ورقم قيدها في السجل التجاري، يُضاف إليها المعلومات المُتعلّقة بإنعقاد الجمعية كبيان نوعها وزمان ومكان إنعقادها، بالإضافة إلى جدول الأعمال المُبرمج والنصاب المطلوب للإنعقاد، يُضاف إليها بيان الجهة التي قامت بالإخطار وصفتها⁵. وإذا تم الإستدعاء بقرار قضائي، يستوجب بيان قرار المحكمة المُتضمن تعيين الممثل الذي تولى الدعوة قياسا على ما جاءت به اللائحة التنفيذية المصرية التي شملت أهم المعلومات. أما بخصوص مكان الإنعقاد، فقد ربطه كل من التشريع الليبي⁶ والمغربي¹ بمقر الشركة مُصدرة السندات أو أي مكان آخر تُحدّده، ويمكن أيضا أن يكون

¹ ج. ريبير - ر. روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 758.

² المادة 79 فقرة 02 من لائحة سوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

³ المادة 123 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ أنظر في المعنى نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 281.

⁵ Yves Guyon, op.cit., n°293,p.286.

⁶ هدية عبد الحفيظ مفتاح بن هنيدي، مرجع سابق، ص 502.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بالمدينة التي بها مقر الشركة، على أن تتحمل الأخيرة نفقات الإجتماع والدعوة إليه، أما المشرع التونسي² ترك حرية بيان تفاصيل الإنعقاد لما يتضمنه عقد الشركة. وباعتبار هذا الإعلان موجه لحملة السندات القابلة للتحويل؛ فإن أي خرق للقواعد المطبقة أو تظليل في المعلومات المقدمة من شأنه عرقلة حسن سير الإجتماع؛ لذا تبقى السلطة التقديرية للقاضي في تكييف البيانات الجوهرية من البيانات الإضافية، وتقدير مدى بطلان الدعوة بسبب إغفال تضمين البيانات الجوهرية من صحتها.

الفرع الثاني

إختصاصات جمعية حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

نص القانون التجاري الجزائري في العديد من المواطن على أن يكون لحملة سندات الاستحقاق من نفس الإصدار جماعة بقاءه بقوة القانون تسعى للدفاع عن مصالحهم المشتركة³، ويُترجم هذا المبدأ في الواقع بإستدعاء جمعية حملة السندات القابلة للتحويل للإنعقاد بالكيفيات المنظمة قانونا والتي تتوقف على إختصاصها بالدرجة الأولى، ولا يخفى أن إحداث هذه الكتلة يُعدّ في صالح شركة المساهمة وحملة سندات في آن واحد، لفرض التوازن بينهما وإنجاح الغايات التي يستهدف المشرع تحقيقها، فهذا التكتل يجنب الشركة التعامل الإفرادي مع المُقرضين الذي ينجم عنه تعدّد النزاعات والمشاكل بتعدّد آراء هؤلاء، كما يمنحهم من جهة أخرى القوة والمناعة للدفاع عن مصالحهم الجماعية لا الفردية بصوت واحد، يحمل مشغله ممثلو الكتلة، في نظام مُحكم وديمقراطي، يقوم على الحوار والنقاش البناء داخل الجمعيات العامة، قصد التوصل إلى إتخاذ قرارات صحيحة من طرفها، بذات النصاب والأغلبية التي حدّدها القانون⁴.

فحضور حامل سند الاستحقاق للجمعية يُعدّ حقا مُستقلا له بغض النظر عن مشاركته في المناقشة أو التصويت من عدمه، وهو ما يقود إلى التساؤل عن نطاق المصالح المشتركة لحملة

¹ المادة 126 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² المادة 276 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

³ المادة 715 مكرر 88 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي، مرجع سابق، ص 425.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

السندات إذا كانت تقتصر على المصالح المباشرة لهم، أم تتجاوزها إلى كل ما يتعلّق بالمصالح غير المباشرة، كالرقابة على إدارة الشركة ونشاطها وما ينتج عنها من تأثير على حقوقهم نتيجة إضعاف إئتمانها ومركزها المالي، الذي يؤثر بدوره على أسعار السندات في الأسواق المالية؟ فمن المؤكد أنها تجمع في إختصاصها بين المصالح المباشرة وكذا غير المباشرة، ويظهر هذا قياساً على الإختصاصات المُعطاة لجمعيات المساهمين.

أولاً: إختصاص الجمعية العامة العادية لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل

"تداول الجمعية العامة العادية لأصحاب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في جميع المسائل المُتصلة بحمايتهم، لاسيما ما يتعلّق بتنفيذ عقد القرض.."¹، هذا ما إكتفى المشرع الجزائري بقوله دون بيان مدلول هذه الحماية، التي دون شك أنها تكون في شكل إتخاذ قرارات بمناسبة جميع الحوادث التي تطرأ على الشركة المُصدرة ما لم تتعلّق بتعديل عقد القرض، ففي هذه الحالة يؤول الإختصاص إلى الجمعية العامة غير العادية لحملة السندات، التي تتخذ قرارات إستثنائية هي في الحقيقة تعبير عن الإرادة الجماعية لأعضائها. بالرجوع إلى التشريعات المقارنة، نجد المشرع الأردني² قد إكتفى بالتأكيد على أن مهمة هيئة مالكي أسناد القرض هي حماية حقوق مالكيها وإتخاذ التدابير اللازمة لصيانتها، مثله مثل المشرع المغربي³ كذلك، الذي جعل الجمعية تتداول بشأن الإجراءات التي يكون الغرض منها ضمان حماية حقوق حملة السندات وتنفيذ عقد الإقتراض، وكل الإجراءات ذات الطابع التحفظي والإداري، أما المشرع التونسي⁴ والسعودي⁵ إكتفيا بالنص على أحقية مالكي الرقاع أو مالكي صكوك الدين الإجتماع في جمعية عامة دون بيان إختصاصاتها.

عموماً، يمكن تعداد نشاطات هذه الجمعية في بحث الأمور الإدارية والتحفظية بوجه عام، الهادفة إلى تنفيذ عقد القرض بحسن نية وفقاً لما تم الإتفاق عليه في عقد الإصدار؛ تعيين ممثل

¹ المادة 715 مكرر 98 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 127 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

³ المادة 308 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ الفصل 333 من مجلة الشركات التجارية، مرجع سابق.

⁵ المادة الخامسة والعشرون بعد المائة من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

أو أكثر عن هذه الهيئة وبيان كيفية عزلهم وإستبدالهم؛ تحديد مدة ولايتهم وأجورهم وتقرير الإجراءات التحفظية التي يتولى ممثلو الهيئة تنفيذها كرفع الدعاوى المتعلقة بتنفيذ القرض وإقامة دعاوى البطلان على الشركة إذا صدر منها تصرف ينقص من الضمانات المقررة للحملة؛ بيان كيفية تنفيذ الأحكام الصادرة في هذه الدعاوى وغيرها من المسائل المتعلقة بإدارة الجمعية¹. كما تتولى الجمعية مراقبة إدارة الشركة مُصدرة السندات القابلة للتحويل والقرارات الصادرة عنها التي من شأنها الإضرار بحقوق أعضائها أو الإخلال بمبدأ المساواة بينهم، وكذا إستشارتها في المسائل المختلفة كالغاء الحق التفاضلي في الإكتتاب في حال قررت الشركة إصدارات جديدة تتوقف على ضرورة مُصادقتها²، فهذه الهيئة لما لها من سلطات تجعلها أساس تأمين أقصى حماية لمالكي السندات ضد ما تتخذه الجمعية العامة للمساهمين في الشركة المُصدرة من قرارات مُجحفة في حقهم³.

وحتى تتمتع الهيئة بالمرونة الكافية لممارسة الرقابة على إدارة الشركة؛ فإن بعض التشريعات كالتشريع العراقي مثلا يسمح لمجلس الإدارة أن يوجّه الدعوة لمالكي أسناد القرض قصد حضور إجتماعات هيئات المساهمة العامة، ويُرسَل لهم نفس الدعوة ومُرفقاتها التي تُرسَل إلى المساهمين⁴، ويُبرَّر منحهم هذه السلطة لاسيما المشاركة في المناقشات وإبداء الرأي وتقديم المُقترحات، كَوْن لهم مصلحة مادية في إنجاح أعمال الشركة، مُتمثلة في نوعية القرارات التي تتخذها الهيئة العامة للمساهمين؛ إلا أن مصلحتهم هذه لا يجب أن تتعدى دائرة تعزيز ضمان دينهم ولا تجعل منهم أعضاء في الشركة، فهي محدودة بحدود ضمان القرض ولا يحقّ لهم التصويت داخل تلك الإجتماعات⁵.

¹ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص201.

² _المادة 715 مكرر 123 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ _من أهم القرارات التي تتخذها الشركة المُصدرة هو البت في الحسابات السنوية وقرار توزيع الأرباح بين المساهمين (المادة 723 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري) وما يتفرّع عنها من تحديد أتعاب القائمين بالإدارة (المادة 632 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري) وإجراء الإقتطاعات المُتطلبة أو ما يسمى بالإحتياطي سواء القانوني أو النظامي أو الإختياري (المادتين 721 و722 من القانون التجاري الجزائري).

⁴ _يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص219.

⁵ _يوسف محمد المصاروة، مرجع نفسه، ص219.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

ثانيا: إختصاص الجمعية العامة غير العادية لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بما أنها جمعية غير عادية؛ فإنها تبحث في المواضيع الأكثر خطورة، هذا ما يُشير إليه مدلول تسميتها¹، ففي بعض القرارات التي تتخذها الشركة ما يمسّ بشكل مباشر حقوق حملة السندات القابلة للتحويل، ويدخل ضمنها مسألة إعطاء مهل الإيفاء أو تخفيض معدل الفائدة² أو رأسمال الدين، إضافة إلى طرح إمكانية إستبدال فائدة ثابتة بأخرى مُتغيرة، أو تمديد أجل الوفاء، أو إجراء الوفاء المُبستر، أو إنقاص التأمينات الضامنة للوفاء بدينهم³، كما يدخل ضمنها تعديل شروط إستهلاك السندات وإقرار المُصالحة حول الحقوق المُتنازع عليها أو المقضي فيها بحكم قضائي أو أي تعديل لشروط القرض، وغيرها من الحالات⁴ الأخرى التي تُريد الشركة المُصدرة إبرامها ويشترط عليها القانون ضرورة أخذ مُوافقة الجماعة⁵.

بخصوص إختصاصات هذه الجمعية في القانون التجاري الجزائري لا نجدنا مُبيّنة كما يلزم؛ حيث لم يُوضّح المشرع نوع القرارات التي تتداول بشأنها، حتى أنه لم يُبيّن بنود الإصدار ليطم حصر القرارات التي من الممكن أن تقوم الشركة بتعديلها، لتختص بشأنها الجمعية العامة غير العادية، بإعتبارها بنود جوهرية أي تعديل يمسّ العقد ككل؛ إلا أنه لا يكاد يخلو عقد إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل من ذكر البيانات التي سبق معالجتها في الجزء الأول من البحث والمتعلقة أساسًا بمضمون عقد الإصدار، فلا بأس من ذكرها مُجددا كونها تعريفية، كالإشارة لتسمية الشركة متبوعة برمزها ومقرها الإجتماعي ورأسمالها وغرضها، بالإضافة إلى رقم قيدها في السجل التجاري، فالمساس بقالب الشركة من شأنه القضاء على حقوق هؤلاء، الأمر الذي يستدعي دراسة تداعيات القرار على مراكزهم القانونية ضمن الجمعية الإستثنائية نظرا لخطورته⁶. أما البيانات المتعلقة بالإصدار التي تكون موضوع بحث في الجمعية غير العادية لحملة السندات،

¹ Yves Guyon, op.cit., n°290, p.284.

² Mohamed Salah, op.cit., n°43, p.58_59.

³ المادة 163 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

⁴ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص201.

⁵ Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1473, p.741.

⁶ كالحالة التي تُغيّر فيها الشركة المُصدرة من شكلها القانوني لتتحول إلى نظام آخر من الشركات.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تشمل كل من: حجم الإصدار الكلي ومبلغ القرض وكذا قيمة الفائدة والتأمينات إن وجدت ونوعها بالترتيب إن تعددت؛ تاريخ الاستحقاق وكيفيته ومواعيد تحويل السندات إلى أسهم وأي إمتيازات أخرى، لتختص الجمعية غير العادية في مناقشة هذه البنود، كالمداولة حول تمديد مدة القرض السندي، أو تغيير شروط وأسس التحويل، وكذا تغيير معدل الفائدة المقررة سواء بالإنقاص منه أو إلغاءه تماما، أو أي إنقاص أو إسقاط للضمانات المقررة لوفاء قيمة السندات، كما أن احتمال إجراء تعديل مُبرّر لهذه البيانات يستلزم موافقة أغلبية حملة السندات مثلما ينص عليه القانون بشأن الأغلبية المُطبّقة داخل جمعيات المساهمين، ولا ينتج للتعديل أي أثر في مواجهة الحملة الذين يبقى لهم حق رفع دعاوى القضائية بواسطة وكلائهم، للمطالبة إما بالفسخ لعدم التنفيذ مع تقرير تعويض مناسب¹، أو المطالبة بإبطال التصرف لمخالفة أحكام أمر².

تبنى المشرع الفرنسي³ بدوره قواعد مُتقاربة مع تلك التي تم ذكرها؛ حيث منح للجمعية العمومية لحملة السندات حق مناقشة كل المسائل المُتعلّقة بالدفاع عن حقوقهم وتنفيذ عقد القرض، وكل الإقتراحات الرامية إلى تعديله كتلك المُتعلّقة بتعديل موضوع الشركة أو شكلها كدمجها أو تجزئتها، إضافة إلى إقتراح التحكيم أو الصلح بشأن الحقوق المتنازع فيها أو التي صدرت فيها أحكام قضائية، أو أي غرض مُتعلّق بإصدار سندات تتمتع بحق الأفضلية بالنسبة إلى دين حملة السندات، وكل إقتراح مُتعلّق بإلغاء الضمانات الممنوحة لهم إما إلغاء كلي أو جزئي، أو القضاء بتأجيل موعد الوفاء، أو تعديل شروط الإستهلاك أو معدل الفائدة.

وتعقبا على ذلك، يمكن تصنيف هذه الأمثلة إلى نوعين: منها ما يتعلّق بعلاقة الشركة وحملة السندات الذين يتدخلون بواسطتها في قراراتها قصد معالجة أثر التصرفات التي يُبيح لها القانون القيام بها وفق شروط خاصة، ويندرج ضمنها كل تعديل لموضوع الشركة ومشروعها الإقتصادي الذي وُجدت لأجله، إضافة إلى كل إقتراح إندماج أو إنفصال يُعيد هيكلتها من جديد، أو كل إقتراح يتعلّق بإصدار سندات إستحقاق جديدة تتضمن حقوق أفضلية بالنسبة لدينهم، مما يؤدي إلى تعدد إصدارات الشركة ومضاعفة عدد دائنيها.

¹ المادة 119 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 124 من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

² المادة 733 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ Art.L.228-65 C.com.fr

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

أما النوع الثاني من الإقتراحات، يتعلّق بحملة السندات أكثر من الشركة التي تُحاول تخفيض حقوقهم بطرق غير مباشرة في شكل تعديل بنود عقد القرض التي كانت السبب المباشر لإقدام هؤلاء على التعاقد معها، بالإضافة إلى البحث في مقترحات التحكيم أو الصلح بشأن الحقوق المُتنازع فيها، أو التي صدرت بشأنها أحكام قضائية لصالح الدائنين، والتي تُجبر فيها الشركة على أداء حقوقهم مباشرة، بالإضافة إلى المقترحات التي تهدف من خلالها إلى جبر الحملة على التخلي الكلي أو الجزئي عن الضمانات المُقرّرة لأداء ديونهم، سواء كانت هذه الضمانات شخصية أو عينية، سابقة أو لاحقة للإصدار، أو إرغامهم على تأجيل تواريخ إستحقاق قيمة سنداتهم دون تبرير مُقنع، أو تأجيل دفع الفوائد المُقرّرة لهم داخل المواعيد المُحدّدة دون حدوث طارئ، أو أي تعديل لطرق إستهلاك السندات دون مراعاة مبدأ المساواة بين حملتها، وهو ما يُصنّف ضمن دائرة إخلال الشركة بأداء إلتزاماتها التعاقدية، ففي هذه الحالة لا يمكن لها أن تتجاهل حقوق مُقرضيها، وعليها أن تعرض عليهم مقترحات للموافقة عليها ضمن جمعيتهم الإستثنائية بصفة مُطلقة، ولا يمكنهم العدول عن قرارهم النهائي¹؛ أما إذا رفضوا تلك المقترحات، يتوجّب على الشركة تسديد قيمة سنداتهم بعد أن يُقدّموا لها طلباتهم بالوفاء². وعلى كُلِّ، لا يمكن للجمعيات المُنعقدة أن تزيد في أعباء حملة السندات، كأن تجبرهم على دفع مبالغ إضافية عن المُتفق عليها، أو تقديم موعد وفاء الأقساط المُتبقية من قيمة الأسناد، أو تفرض عليهم تحويل السندات لأسهم عكس رغبتهم أو قبل حلول موعد التحويل المُقرّر في نشرة الإصدار، خاصة إذا تزامن ذلك مع إنخفاض الأسعار في السوق، وكل تصرف مُخالف يُعتبر كأنه لم يكن³. تجدر الإشارة أنه لا يصحّ أن تشمل مناقشات الجمعية وقراراتها سوى المسائل التي تهّم حملة السندات كهيئة مُنظمة لها مصلحة جماعية، دون التطرّق إلى المسائل الأخرى الفردية الخاصة بحامل أو أكثر، كالمنازعة القائمة حول دفع الفائدة أو رد قيمة السند لحامله، ففي هذه الحالة تُعدّ هذه الحقوق خاصة بكل دائن مُنفرد يُمكنه المطالبة بها بصورة شخصية دون الحاجة لإنعقاد الجمعية العمومية⁴.

¹ _Yves Guyon, op. cit., n° 764, p.766.

² _Art.L.228-72 nv C.com.fr et Art.321 loi n°66-537

³ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص210.

⁴ _إلياس ناصيف، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تتحدّد إختصاصات جمعية حملة سندات الاستحقاق بموجب التشريع المصري¹ في البحث عن كل ما من شأنه حماية المصالح المشتركة للحملة وتنفيذ شروط الإكتتاب، بالإضافة إلى تقرير النفقات التي قد تترتب على أي من الإجراءات التي تتخذها، وإبداء أية توصيات في شأن من شؤون الشركة لتعرض على الجمعية العامة للمساهمين أو مجلس الإدارة، ولا يجوز لجماعة حملة السندات أن تتخذ أية إجراءات يترتب عليها زيادة أعباء أعضائها أو عدم المساواة في المعاملة بينهم، كما تجتمع بشأن تقرير التعديلات الضرورية على بنود نشرة الإكتتاب أو مذكرة المعلومات الخاصة بالسندات، أو حدوث أي حالة من حالات الإخلال الواردة على هذه النشرة أو المذكرة، وكذا عدم سداد مُستحقات حملة السندات في تواريخ إستحقاقها المُحدّدة، إضافة إلى أي موضوعات أخرى منصوص عليها بنشرة الإكتتاب أو مُذكرة المعلومات أيضا². أفصح المشرع الليبي بدوره عن صلاحيات جمعية حملة السندات دون التفرقة بين نوعيها، وجعلها تنتظر في تعيين المُمثل العام للجماعة وإقالته، بالإضافة إلى تقرير أي تعديلات لشروط العقد، أو إقتراح الصلح الواقي مع الشركة، أو تكوين رصيد مالي لمواجهة المصاريف الضرورية لحماية مصالحهم المشتركة وطريقة تقديم الحساب عنه³.

الفرع الثالث

نظام جلسات الجمعيات العامة لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

مثلا تم الإشارة إليه؛ فإن المشرع الجزائري بخلاف بعض التشريعات الأخرى⁴ جعل من حملة السندات يجتمعون ضمن جمعيتين مُختلفتين من حيث شروط النصاب والأغلبية في كل واحدة، دون التطرق لبيان جوانب هذه الجلسات لاسيما مع غموض صياغة المادة 715 مكرر 94

¹ المادة 184 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

² دليل حماية المساهمين في الجمعيات العمومية الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، ص 20. متوفر على الرابط: www.fra.gov.eg تم الإطلاع بتاريخ: 2021/06/04 على الساعة 15:05.

³ هدية عبد الحفيظ مفتاح بن هنيدي، مرجع سابق، ص 501.

⁴ على خلاف المشرع الفرنسي والمغربي والتونسي الذين أفردوا الجمعية وجعلوها واحدة تبسيطا لإجتماعات حملة السندات، فلم يعد هناك أي تمييز بين الإجتماعات العادية والجلسات الخاصة.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

من القانون التجاري، التي أحالت إستدعاء جمعية حملة سندات الاستحقاق إلى ما هو معمول به بشأن جمعيات المساهمين، علماً أن الصياغة الفرنسية تقتضي أن جمعية أصحاب سندات الاستحقاق تُستدعى وتنعقد حسب شروط الشكل والأجل في جمعيات المساهمين¹، فبالرغم من أن صياغة النص بالعربية هي الأصل؛ إلا أن الصواب هو ما ورد في الصياغة الفرنسية، كونها شملت الإستدعاء والإنعقاد وليس مُجْرَد الإستدعاء، فلا يغدوا هذا إلا أن يكون خطأ مادي من المشرع الجزائري². وعلى إثر هذه الإحالة، ليس في الوسع سوى الإستدلال بالنصوص والأحكام التي تُطبَّق في هذا الشأن والواردة في الشق المُتعلِّق بتنظيم الجمعيات العامة للمساهمين، غير أنه في المقابل لم يتناول المشرع الطريقة التي يتم بها دعوة المساهمين لحضور الجمعيات العامة في الأحكام المُتعلقة بها؛ لكنه نص عليها بطريقة غير مباشرة ضمن المواد المتعلقة بمخالفات جمعيات المساهمين، لاسيما المادة 817³. قياساً على هذا الحكم، يُستنتج أن إعلام حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الإسمية -الإحالة إلى إعلام المساهمين- بإنعقاد الجمعية العامة، يكون قبل خمسة وثلاثين يوم على الأقل من التاريخ المُحدَّد للإنعقاد، بموجب رسالة عادية أو موصى عليها على نفقتهم إذا كان قد نص عليها القانون الأساسي، أو بناء على طلب المعنيين بالأمر. أما السندات القابلة للتحويل لحاملها لم يُبيِّن المشرع كيفية دعوتهم، فما من مانع يحول دون تنظيم المسألة ضمن عقد الإصدار، تقادياً لجهلهم الذي يُؤدي إلى ضياع حقوقهم. وعلى العموم، تقوم الشركة بدعوتهم بموجب رسالة عادية أو برسالة موصى عليها أو حتى برسالة مُوجَّهة للبريد الإلكتروني الخاص بحامل السند أو في الحساب المملوك للشركة لذات الغرض؛ حيث تكون هويتهم معروفة وكذا مواطنهم أو عناوينهم الإلكترونية، مما يسهّل عملية تبليغهم بإنعقاد الجمعية العامة، لاسيما إذا كانت السندات لحاملها مجهولة هوية صاحبها، حينها يبقى له الحق في تلقي

¹ « L'assemblée générale des obligataires réunit les obligataires d'une même masse en vue de délibérer sur toutes les mesures ayant pour objet d'assurer la défense des intérêts communs ainsi que sur toutes propositions tendant à le modifier. Le régime des assemblées d'obligataires, largement calqué sur celui des assemblées d'actionnaires, a été simplifié par une unification des règles de quorum et de majorité, quelle que soit la nature des décisions à prendre ». **philippe merle-Anne Fauchon**, op. cit., n°2056, p. 400.

² **نوال فنيخ**، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 160.

³ جاء في نص المادة 817 من القانون التجاري الجزائري ما يلي: "يعاقب بغرامة من 20.000 دج إلى 200.000 دج رئيس شركة المساهمة الذي لم يحط علماً المساهمين بموجب رسالة موصى عليها بالتاريخ المُحدَّد لإنعقاد الجمعية قبل خمسة وثلاثين يوماً على الأقل من التاريخ المُحدَّد للإنعقاد".

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الدعوة عن طريق إعلان عام ينشر بموجب مختلف وسائل النشر، ويمكن للشركة التأكد من هويته إذا كان السند مُقَيّد في حساب؛ حيث تكون السندات لحاملها ممسوكة من طرف وسيط مؤهل كالبنك، الذي يوجّه لهم رسائل شخصية لإعلامهم بمواعيد الإجتماع¹.

أما بالنسبة لسند الاستحقاق المُشاع -على غرار السهم المُشاع-؛ فإن المشرع أيضا لم يُبيّن كيفية إستدعاء مالكيه، ولو أن المنطق يقتضي أن يتم دعوتهم جميعا دون إستثناء؛ إلا أن المشاركة في فعاليات الجمعية تتم من قبل واحد منهم أو ممثل عنهم، كما يستدعى مالك السند المرهون بالرغم من أن سنده في يد الدائن. وبخصوص المُنتفع من السند، يُستدعى لحضور أطوار الجمعية العادية فقط، في حين يُستدعى مالك الرقبة إلى الجمعية غير العادية². ومهما تكن طريقة الدعوة؛ فإن المشرع عزف عن تحديد المُدة الفاصلة بين إرسال الرسائل الموصى عليها وتاريخ إنعقاد الجمعيات العامة، لا بالنسبة للإستدعاء الأول، ولا بالنسبة للإستدعاء الثاني في حال عدم توفّر النصاب القانوني اللازم لإنعقاد المداولة، عكس التشريع الفرنسي³ الذي حدّدها بخمسة عشر يوم بالنسبة للإستدعاء الأول وستة أيام بالنسبة للإستدعاء الثاني، ومثلما تخلف المشرع عن بيان كيفية الإستدعاء؛ فإنه تخلف عن ذكر البيانات التي يتضمّننها الإستدعاء والتي من المؤكد أنها تشمل البيانات التعريفية للمقرض، إضافة إلى تحديد زمان ومكان الإجتماع وجدول الأعمال المُراد مُناقشته. ففي حال لم تُحترم شكليات الدعوة، لا وجود لأيّ جزاء صريح مُقترن بهذا الإهمال؛ إلا ما ورد بطريقة غير مباشرة في المسائل المُتعلّقة بالبطلان، فزيادة على القاعدة العامة التي تقضي ببطلان أي مخالفة لنص مُلزم⁴، على إعتبار أن المواد القانونية المُتعلّقة بدعوة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل -قياسا على دعوة المساهمين- جاءت في صياغة مُلزمة؛ فإنه يمكن أيضا لكل مُتضرّر من حملة السندات القابلة للتحويل شابه عيب من عيوب الرضا ومنعه من التعبير الصريح عن إرادته الحرة والكاملة نتيجة مُخالفة قواعد المداولات أن يرفع دعوى البطلان، خاصة إذا لم تُصحّح الأوضاع في حينها⁵.

¹ _Yves Guyon, op.cit., n°292, p.285.

² _فاتح آيت مولود، مرجع سابق، ص105.

³ _Art. 126 décret n°67-236

⁴ _المادة 733 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ _المادة 738 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بالرجوع دائماً إلى ما هو مُقرّر بالنسبة لجمعيات المساهمين، نتوقّف عند وجوب مسك ورقة حضور *la feuille de présence* بمناسبة إنعقاد كل جمعية عامة، والتي تتضمن مجموعة من البيانات أفرغت النصوص من ذكرها بمناسبة تنظيم هذا النوع من السندات، مما يُحتّم مرة أخرى الرجوع إلى النصوص التنظيمية لجمعيات المساهمين، قصد الإستدلال بها وسد الفراغ الحاصل. وقياساً عليه، تتضمن ورقة الحضور البيانات التالية¹:

- إسم كل (مساهم) حامل سند إستحقاق قابل للتحويل حاضر ولقبه وموطنه وعدد السندات التي يملكها؛
- إسم كل (مساهم) حامل سند إستحقاق قابل للتحويل مُمثل ولقبه وموطنه، وكذلك إسم موكله ولقبه وموطنه وعدد (الأسهم) السندات القابلة للتحويل التي يملكها.

على أن يُلحق مكتب الجمعية² بالوكالة التي تتضمن إسم كل مُوكل ولقبه وموطنه وكذلك الأصوات التابعة لهذه (الأسهم) السندات، وفي هذه الحالة لا يلزم مكتب الجمعية بتسجيل البيانات المُتعلّقة بـ (المساهمين) حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم المُمثلين في ورقة الحضور؛ وإنما يُعيّن عدد الوكالات المُلحقة بهذه الورقة ضمن هذه الأخيرة، ويجب أن تُبلّغ هذه الوكالات في نفس الوقت وحسب نفس الشروط المُتعلّقة بورقة الحضور، على أن يُصدّق مكتب

¹ - قياساً على المادة 681 من القانون التجاري. أما بالنسبة للتشريع الفرنسي أنظر:

Art.L.228-60 C.com.fr

² - رغم أن المشرع نص على مكتب الجمعية؛ إلا أنه لم يُنظم أحكامه لا من حيث تشكيلته ولا وظيفته، غير أن قول المشرع يلحق مكتب الجمعية بورقة الحضور دليل على أن له وظيفة تنظيمية سابقة على إنعقاد الجلسة ولاحقة لها، ويتكوّن على الأقل من رئيس ومكتب، وغالباً ما يرأس المكتب ممثل الكتلة؛ لكن إذا تمت الدعوة إلى الإجتماع بناء على طلب شخص آخر؛ فإنه هو من يرأس المكتب، ومن مهامه التأكد من صفة المُوقّعين وعدد الوكالات المُلحقة بورقة الحضور، كما يُصادق على صحة الورقة المُوقّعة من حملة السندات الحاضرين ووكلائهم. نادياً فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 285_286. كما يرأس اللجنة ويدير المناقشات ويستقبل الاسئلة ويحفظ النظام والإنضباط داخل الجلسة، ولا ينهي الجلسة إلا بعد تمام المناقشات، كما بإمكانه تعليق أطوار الجلسة أو رفعها نهائياً إذا سارت الأمور بشكل سيئ. ولأن عدم وجود نص صريح يؤكد على ضرورة تكوينه، يعني عدم تقرير البطلان في هذه الحالة؛ لأنه لا يوجد نص صريح تستلزم مخالفة البطلان رغم الأهمية البالغة له في ضبط سير الجمعية، بالتالي فأى ممارسات حالت دون السير الحسن لأطوار الجمعية، يتوقّف تقرير بطلانها من عدمه على السلطة التقديرية للقاضي، ولو أنه على المشرع ضرورة التأكيد على تكوين مكتب الجمعية وإلحاق أي مخالفة بجزء.

Mohamed Salah, op.cit., n°69-1, p.87.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الجمعية على صحة ورقة الحضور الموقّعة قانونا من حملة (الأسهم) سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الحاضرين والوكلاء، تحت طائلة البطلان كونه نص أمر. بدورهما المشرعان التونسي¹ والمغربي² تباعاً، بينا محتوى ورقة الحضور التي تُمسك في كل جمعية، على أن تشمل: الإسم الشخصي والعائلي وموطن (المساهمين) حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم ووكلائهم إن وجدوا، وعدد الأسهم (السندات) التي يملكونها، والأصوات التي تمنحها لهم.

كما تكمن أهمية ورقة الحضور في كونها تُساعد على رقابة مدى شرعية الإجتماع، بعد التأكد من إحترام النصاب القانوني المشروط لصحته، والتأكد أيضا من صفة الأشخاص الذين حضروا الإجتماع، وعدد الأصوات التي يملكها كل عضو في الجمعية، وصحة الوكالات المرفقة؛ فإذا غادر حملة السندات الإجتماع، وجب خصم تلك السندات التي يملكها أولئك الدائون، ويمكن إثبات مُغادرتهم بجميع الوسائل³، على أن توضع في مركز الشركة حتى يتمكّن حملة السندات من الإطلاع عليها بعد إثبات صفتهم⁴ ومن ثم التوقيع عليها، ولو أن بعض الفقه الجزائري رأى أن عدم التوقيع على ورقة الحضور لا يترتب عنه بطلان الإجتماع⁵، غير أن لورقة الحضور أهمية بالغة في إثبات توقّر النصاب في الجمعية المنعقدة إذا ثار نزاع، عن طريق إجراء مقارنة بينها وبين محضر الجمعية المُثبت للسندات الممتنعة عن التصويت والمُصوّتة، فعدم التوقيع عليها من شأنه أن يؤدي إلى بطلان الإجتماع في هذه الحالة، خاصة أن المشرع إعتبر الإمتناع المادي عن تقديمها مخالفة وأقرنها بجزاء⁶.

¹ المادة 282 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

² المادة 134 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ ديدن بوعزة، مرجع سابق، ص 25.

⁴ والجدير بالذكر أنه يثبت للممثل القانوني لجماعة حملة الأسناد حق حضور الجمعية وإبداء ملاحظاته وعرض قرارات وتوصيات الجماعة دون أن يكون له صوت في المداولات.

⁵ ديدن بوعزة، مرجع سابق، ص 26.

⁶ يعاقب المشرع الجزائري طبقا لنص المادة 820 فقرة 01 من القانون التجاري كل من شركة المساهمة والقائمون بإدارتها الذين إمتنعوا عن تقديم ورقة الحضور، بغرامة تتراوح من 20.000 دج إلى 50.000 دج.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

ففور إكمال النصاب القانوني اللازم للحضور والذي يجب المحافظة عليه طوال أطوار الجلسة منذ إنفتاحها لغاية نهايتها¹، تبدأ مرحلة المناقشة²، لتبت الجمعية في جدول الأعمال المعد سلفاً من الجهة التي قرّرت دعوتها للإنعقاد³، فلا يمكن توجيه الدعوة للإنعقاد دون تحضير جدول الأعمال، ولا يمكن أيضاً تحضير جدول الأعمال من جهة أخرى ليست هي من توجّهت بالدعوة للإنعقاد تحت طائلة البطلان⁴، غير أنه يمكن لأصحاب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أن يطلبوا بصفة فردية أو جماعية إدراج مشاريع لوائح في جدول الأعمال لتخضع فوراً لتصويت الجمعية العامة تحت طائلة البطلان كذلك⁵، ويترجم هذا الجدول موضوع الإعلام السابق لإنعقاد الجمعية العامة ويعكس مدى شفافية تسيير الجماعة، كما أنه يُفيد الحملة في بناء رأي مُسبق حول الحضور للتصويت أو العزوف عنه⁶، ولا يمكن للجمعية العامة أن تتداول بشأن مسائل غير مُدرجة في جدول الأعمال⁷، تفادياً لوقوع أي مفاجآت لحملة السندات أثناء الجلسة بخصوص طرح مسائل لا دراية لهم بها، فلا تُتاح لهم فرصة مُناقشتها والتداول بشأنها بأحسن صورة، الأمر الذي يُعطلّ حقهم في الرقابة على حسن سير الجلسة؛ لكن إستثناء عما سبق، يمكن للجمعية المداولة بشأن الوقائع الخطيرة التي تكتشف أثناء الجلسة حتى لو لم تكن قد بُرّجت سابقاً، تطبيقاً لنظرية حوادث الجلسة incidents de séance، وعلى الرغم من أن المشرع لم يتطرّق إليها؛ إلا أنها من قبيل الأعمال التطبيقية التي تحدث في واقع الشركة⁸. من جانب آخر، لا يجوز للجمعية أن تُغيّر

¹ _Mohamed Salah, op.cit., n°70, p.89.

² رغم أن المشرع الجزائري لم يُنظّم هذه المرحلة لا بخصوص جمعيات حملة السندات ولا حتى بخصوص جمعيات المساهمين؛ ما عدا النص بطريقة غير مباشرة على عقوبة عدم إثبات ملخص المناقشات، ضمن نص المادة 820 فقرة 03 من القانون التجاري.

³ المادة 715 مكرر 95 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها إحالة المادة الخامسة والعشرون بعد المائة إلى المادة السادسة والتسعون من نظام الشركات السعودي، والمادة 283 من مجلة الشركات التونسية، وإحالة المادة 130 فقرة ب إلى المادة 171 فقرة 08 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁴ المادة 715 مكرر 96 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ المادة 715 مكرر 95 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁶ هند قاسي عبد الله، مرجع سابق، ص 190.

⁷ _Art.307 loi n°66-537

⁸ _نادية فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 287.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

من المسائل المُدرجة في جدول الأعمال إذا تم تأجيل الإجتماع إلى موعد آخر بسبب عدم إكمال النصاب¹؛ لأنها ثابتة في محضر الجلسة²، تأكيدا لمبدأ ثبات جدول الأعمال.

التشريع المصري كذلك، أوكل للجهة التي تستدعي الجمعية للإنعقاد ضرورة إعداد جدول الأعمال، ويجوز أيضا لحملة ما لا يقل عن 50 % من القيمة الإسمية للسندات أن يطلبوا من الشخص أو الجهة التي لها الحق في الدعوة إدراج مسائل مُعيّنة في جدول الأعمال للنظر فيها وإصدار قرارات بشأنها³، ولا يمكن التداول بشأن أعمال لم تدرج⁴. كما نص المشرع الفرنسي على ذلك، وأكد أن جدول الأعمال تضعه الهيئة التي تدعو لإنعقاد الجمعية، كما يُمكن لأحد حملة السندات أو أكثر من سندات الكتلة أن يطلبوا إدراج مشاريع في جدول الأعمال من أجل مُناقشتها⁵، على أن تُسجل هذه المشاريع من قبل رئيس الجلسة لعرضها على التصويت في الجمعية⁶، وتتظّم لائحة الحضور بالرجوع إلى جمعيات المساهمين، وتسجّل القرارات في محضر مُدوّن على سجل خاص يُحفظ بالمركز الرئيسي⁷.

بعد التمام من مناقشة جدول الأعمال، يتوجّب على رئيس المكتب رفع الجلسة وتحرير محضر إلزامي لها⁸، يُبيّن فيه جميع الوقائع التي تمت فيها الجلسة، بداية بتحديد إطارها الزمني

¹ دليل حماية المساهمين في الجمعيات العمومية الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، مرجع سابق، ص35.

² رغم أن المشرع لم يعالج محضر الجمعية؛ إلا أنه ضمن عقوبة ضد عدم التقديم المادي للورقة حسب ما جاءت به المادة 819 فقرة 04، وكذا المادة 820 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري.

³ المادة 181 فقرة 01 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁴ المادة 181 فقرة 02 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع نفسه.

⁵ Art.305 loi n°66-537

⁶ Art.L.307-1 loi n°66-537 et Art.L.228-60 C.com.fr

⁷ Art.L.245-13 C.com.fr

⁸ رغم أن المشرع الجزائري لم ينص على محضر الجلسة لا في الأحكام المنظمة لجمعيات حملة السندات بما فيها القابلة للتحويل، ولا حتى بالنسبة لجمعيات المساهمين؛ إلا أنه نص عليها بطريقة غير مباشرة من خلال الأحكام الجزائية لاسيما ضمن المادة 820 فقرة 03 من القانون التجاري، التي عاقبت بغرامة من 20.000 دج إلى 50.000 دج رئيس شركة المساهمة أو القائمون بإدارتها الذين لم يقوموا بإثبات قرارات جمعية المساهمين بمحضر يوقع من طرف أعضاء المكتب، ويحفظ بمركز الشركة في ملف خاص يثبت فيه البيانات المذكورة أعلاه. يفهم من هذا النص أن إغفال وضع المحضر أو

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

والمكاني، وكذا بيان الهيئة التي دعت إليها وجدول الأعمال الذي حضرته، وإثبات وجود حالة طوارئ إذا وقعت. ولأن إعداد جدول الأعمال يكون بغاية البحث فيه ومناقشته، فمن الضروري الإشارة إلى نتائج المناقشة، لاسيما نتيجة التصويت وعدد الأصوات المُصوّتة والمُمتنعة، بالإضافة إلى الأوراق البيضاء غير المحسوبة سواء للأعضاء الحاضرين أو المُصوتين بالوكالة.

أولاً: النصاب والأغلبية في الجمعية العامة العادية لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تتخذ الجمعية العامة العادية كل القرارات غير المُحدّدة فيما يتعلّق بإختصاص الجمعية العامة غير العادية، عن طريق تداولها الذي لا يكون صحيحاً إلا بتوفّر النصاب المُحدّد قانوناً¹، فالعبرة بعدد السندات المُتداولة وليس بعدد المالكين؛ حيث أن الإجتماع لا يكون صحيحاً حتى لو حضره مالكون يزيد عددهم عن النصف إذا كانوا لا يملكون أكثر من نصف السندات كنسبة مئوية²، وإذا كانت السندات الصادرة عن الشركة في قرض واحد لها قيم إسمية مختلفة؛ فإن نصاب حضور الإجتماع يُحسب على أساس القيمة الإسمية للسندات المُمثّلة فيه³.

التشريعان المغربي⁴ والجزائري، يشترطان في الدعوة الأولى بلوغ عدد الحملة الحاضرين أو ممثليهم القانونيين على الأقل ربع السندات التي لها حق التصويت، وأساس ذلك أنه من مصلحة حملة السندات أن تتعدّد الجمعية من قبل أكبر عدد ممكن منهم، وإذا لم يكتمل هذا النصاب في الإجتماع الأول وجب توجيه الدعوة لإجتماع ثانٍ، على ألا يشترط أي نصاب قانوني في الدعوة

إغفال التوقيع عليه من رئيس وأعضاء المكتب يترتب عنه بطلان الجمعية؛ لأن النص له طابع جزائي وإلزامي، أما في الحالة التي يشمل فيها المحضر على بعض البيانات دون الأخرى، أو يشمل توقيع بعض الأعضاء فقط، هنا تبقى السلطة التقديرية للقضاء في تقرير البطلان من عدمه.

¹ _Le Quorum est la fraction du capital qui doit être présente ou représentée pour que l'assemblée puisse délibérer valablement. Yves Guyon, op.cit., n°304, p.301. aussi Le Quorum c'est nombre minimum de personnes physiques ou morales, présentes ou représentées, exigées pour qu'une assemblée puisse valablement délibérer et voter. Laure Siné, op.cit., p.155.

² _يقصد بالنصاب، حضور عدد من حملة السندات أطوار الجمعية، على أن تمثّل سندايم نسبة من ديون الشركة يُحددها القانون.

³ _يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص228.

⁴ _المادة 111 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الثانية، فتكون صحيحة أيًا كان عدد السندات المُمثّلة فيه¹. وهو نفس حكم المشرع السعودي²؛ لكنه في المقابل إشتراط ألا يزيد نصاب الحضور عن النصف، كما أنه إستوجب أن تكون المدة الفاصلة بين الإجتماعين ثلاثين يوم، عكس المشرع الأردني الذي خالف النصاب المذكور؛ بحيث إشتراط في الإجتماع الأول أن يبلغ عدد الحاضرين أو من يمثلونهم أكثر من نصف عدد مالكي أسناد القرض المُكْتتب بها، وإذا لم يتوفّر هذا النصاب بمُضي ساعة من الموعد المُحدّد للإجتماع، يتم الدعوة إلى إجتماع ثانٍ خلال عشرة أيام من تاريخ الإجتماع الأول، عن طريق إعلان يُنشر في صحيفتين يوميتين محليتين قبل موعد الإجتماع بثلاثة أيام على الأقل، ويُعدّ الإجتماع الثاني صحيحاً مهما كان عدد الأسناد المُمثّلة فيه³.

لا تكون مداورات الجلسة العامة الأولى صحيحة في التشريع التونسي⁴؛ إلا إذا كان حملة السندات الحاضرون أصالة أو من يمثلونهم يملكون ثلث عدد السندات على الأقل التي تمنح لمالكيها حق التصويت؛ وإذا تعذّر هذا النصاب في الإجتماع الأول تتعقد الجلسة الثانية خلال خمسة عشر يوم على الأقل دون مراعاة أي نصاب آخر. بخلاف التشريعات السابقة التي أحالت تنظيم المسألة إلى ما هو وارد بشأن جمعيات المساهمين؛ فإن المشرع البحريني⁵ أورد نص يُفيد مسألة إجتماع جمعية حملة السندات دون بيان نوعها في المواد الخاصة بتنظيمها، وإشتراط أن يبلغ الحضور ثلثي السندات المُصدرة؛ فإن لم يكتمل هذا النصاب، دعت الهيئة إلى إجتماع ثانٍ يُشترط فيه حضور ثلث السندات.

تعقيباً على الأحكام السابقة؛ فإن المشرع الجزائري لم يُبيّن المدة التي ينعقد خلالها الإجتماع الثاني كما أوضح ذلك بخصوص الجمعية العامة غير العادية، ولم يترك الأمر إلى القانون

¹ المادة 675 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة الثالثة والتسعون من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

³ المادة 170 من قانون الشركات الأردني. وهناك بعض التشريعات تشترط في نصاب الإجتماع أن يكون مالكو الأسناد الحاضرون يمثلون ثلثي الأسناد المُصدرة؛ وإذا لم يكتمل هذا النصاب يتم إجتماع عقد ثاني يكفي لصحته أن ينعقد به ثلث قيمة الأسناد. أنظر المادة 193 من قانون التجارة اللبناني، والمادة 174 من قانون التجارة السوري، والمادة 127 من قانون الشركات الكويتي، والمادة 93 من قانون التجارة العماني. عن يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 228.

⁴ المادة 278 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁵ المادة 163 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الأساسي، لكونه بالتالي أمام أمرين: إما أن يتم مراعاة نفس الآجال المنصوص عليها بموجب إنعقاد الجمعية غير العادية، أي لا تقل المدة بين إعلان الدعوة للإجتماع الثاني وميعاد إنعقاد الجمعية عن شهرين على الأكثر عملاً بنص المادة 674 من القانون التجاري، أو يترك الحرية لحملة السندات في تحديد موعد لاحق لإنعقاد الجمعية، وإن كان تطبيق الحل الأول هو المرجح، توحيداً للأحكام في ظل الفراغ التشريعي وعدم زيادة المدة عن شهرين، خاصة إذا كانت المسائل المراد مناقشتها ذات أهمية؛ بحيث ليس من مصلحة المقرضين تأجيل الإجتماع لمدة أطول من تلك التي أوجدها القانون.

أما بخصوص التصويت؛ فإذا كان حامل السند شخص إعتباري مُتمتع بالشخصية المعنوية له أن يمارس حقه في التصويت بواسطة نائب يُعبّر عن إرادته¹، أما إذا كانت الشركة المُصدرة قد ألغت جزء من السندات التي طرحتها للإكتتاب؛ فإنه يُمنع إعادة تداولها أو التصويت بواسطتها²، غير أن الشركة الحائزة على 10 % على الأقل من رأسمال الشركة المدينة رغم أن المشرع لا يمنعها من حضور الجمعيات العامة لأصحاب السندات؛ إلا أنه لا يُجيز لها التصويت فيما تملكه من سندات إستحقاق³، وهو ذات ما ذهب إليه المشرع الفرنسي أيضاً⁴.

أما إذا كان حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل شخص طبيعي تكون هناك أيضاً عدة فرضيات، فقد منح القانون لحملة السندات بما فيها القابلة للتحويل حق إبداء الرأي في مسألة من المسائل المطروحة، على أن يكون التصويت بالتناسب مع قيمة مبلغ القرض الذي يملكه في إطار المبدأ العام القاضي بأن لكل سند صوت واحد على الأقل⁵، ومثلما يثبت لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل المستهلكة وغير المُسدّدة حق الإشتراك في جمعيات حملة السندات؛ فإنه يثبت لهم

¹ المادة 50 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 715 مكرر 102 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ المادة 715 مكرر 96 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ Art. L. 228-61 al 3,4 nv C.com.fr et Art. 308 al 3,4 loin°66-537

⁵ المادة 715 مكرر 99 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 684 بخصوص الأسهم، ويقابلها المادة 315 من قانون الشركات الفرنسي لسنة 1966، والمادة 307 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة الثالثة عشر بعد المائة من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق. يفهم من هذه النصوص أن جماعة حملة السندات تقوم على أساس المُعطى المالي ولا عبء فيها للإعتبار الشخصي، وذلك من خلال تفعيل حق التصويت الذي يشترط فيه التناسبية بين عدد السندات والأصوات المُعبّر عنها.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

حق التصويت فيها أيضا، أما إذا كان الدائن يملك عددا من السندات وحول بعضها إلى أسهم وأبقى على الجزء الآخر؛ فإن المنطق يقتضي أن يفقد حق التصويت داخل جمعيات مالكي السندات في حدود السندات المحولة، لينتقل هذا الحق إلى جمعيات المساهمين، أما السندات التي لم تُحول بعد، تبقى تتمتع بهذه الميزة. كما يثبت للمنتفع حق التصويت في الجمعيات العادية؛ لأنها هيئة مُختصة بالبحث في الشؤون المالية للحملة وهو ما يهم المنتفع، أما مالك الرقبة يكون له ذلك في إطار الجمعية العامة غير العادية؛ لأنها تُعالج المسائل التي تهم المالك أكثر كونها تتعلق بتعديل عقد القرض¹، أما التشريعات التي لا تُفرّق بين أنواع الجمعيات، فالتصويت في الحالتين يعود إلى المالك الحقيقي².

بالنسبة لتمثيل المالكين في الملكية المُشاعة للسند داخل الجمعيات العامة؛ فإنه يتم من قبل واحد منهم؛ فإذا لم يحصل إتفاق، يتم تعيين وكيل من طرف القضاء بناء على طلب أحد المالكين الذي يهمله الأمر على وجه الإستعجال³، وإذا كان السند مرهونا؛ فإن حق التصويت يكون للمدين الراهن دون الدائن المرتهن⁴. أما إذا كان مالك السند قاصرا وأمام عدم معالجة الأمر تشريعا، فلا مانع من تمثيله بواسطة مُمثل ينقل إرادته؛ لأنه ليس أهلا لمباشرة حقوقه بمفرده⁵، فلوليه أو وصيه أن ينوب عنه في التصويت، فالأمر هنا يتعلّق بالتعبير عن الإرادة بواسطة التصويت والقاصر لعدم إكتمال إرادته غير قادر على ذلك، ففي حال صوّت القاصر يكون تصويته باطلا، مما قد يؤدي إلى بطلان مداوات الجمعية العامة وما يصدر عنها من قرارات لتخلّف النصاب أو الأغلبية المطلوبة لصحة إنعقادها وإصدارها للقرارات⁶.

وفي الحالة التي تكون السندات مشمولة بالحراسة القضائية، لا يُمكن للحارس القضائي أن يُباشر حق التصويت؛ لأنها ليست عملية ضرورية لإتمام مهمته في المحافظة على السندات؛ لكن

¹ المادة 679 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 307 فقرة 03 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² Art. 314 loi n° 66-537

³ المادة 679 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 129 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

⁴ المادة 679 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 129 فقرة 03 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة الثانية عشر بعد المائة فقرة 02 من نظام الشركات السعودي، مرجع نفسه.

⁵ المادة 42 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁶ نادبة فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 289.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يجوز للقاضي كإجراء إستثنائي تُبرره الظروف المستعجلة أن يوسّع من مهامه ويرخص له مباشرة حق التصويت اللصيق بهذه السندات في الجمعية العامة¹. وقياسا على حامل السهم الذي يُحرم من التصويت بمناسبة تخلفه عن دفع الأقساط المُتبقية من قيمة سهمه²، يظهر أن ذات الحكم قابل للتطبيق بخصوص تصويت حامل السند داخل الجمعية؛ إذا إشتطت الشركة المُصدرة في عقد الإكتتاب تحرير جزء من قيمة السند على أن يُدفع الباقي لاحقا ولم يُسوي وضعيته بعد، أو يكون الحامل حائز على عدد كبير من الأصوات ومن شأن ذلك أن يُؤلد مصلحة خاصة تتعارض مع مصلحة باقي الحملة الآخرين.

ولا يوجد ما يمنع من أن يعقد أعضاء هيئة مالكي السندات إتفاقيات فيما بينهم تتعلّق بالتصويت، يكون موضوعها إما تخلي مالك السند عن حقه في التصويت إلى غيره من المالكين الآخرين فيُفوضه بموجب توكيل إستخدام الصوت كما يشاء، وهذا النوع من الإتفاقيات جائز كونه لا يتضمّن حرمان مالك السند من حق التصويت، بعكس الإتفاقيات التي تنص على عدم إستخدام مالك السند أصلا حقه في التصويت فنُعد باطلة، كما أنه لا يجوز لمالك السند أن يتنازل عن حقه في التصويت لوحده مع إحتفاظه بملكية السند؛ لأن التصويت مرتبط بملكيته، فنقتصر حينها ممارسة التصويت على مالك السند بنفسه أو بواسطة نائب عنه³.

منه، فالأغلبية المُشترطة لإتخاذ القرارات في جميع التشريعات محل دراستنا هي أغلبية الأصوات المُعبّر عنها، بإستثناء المشرع الأردني الذي لم ينص صراحة على الأغلبية المُحدّدة للتصويت بالنسبة لإجتماع الهيئة العامة العادية لحملة سندات الاستحقاق، فيكفي لإتخاذ القرار أن تتوفّر الأكثرية المُطلقة المُمثّلة في الإجتماع، هذا ما يُفهم ضمنا من نصوص القانون⁴، على ألا تُأخذ الأوراق البيضاء بعين الإعتبار إذا أُجريت العملية عن طريق الإقتراع، وتُسمى هذه الأكثرية بالأغلبية المُطلقة لعدد الأصوات المُعبّر عنها، بمعنى نصف عدد الأصوات المُمثّلة في الإجتماع زائد واحد، وقد أبعد المشرع صراحة الأوراق البيضاء المُمتنعة عن التصويت في حساب الأغلبية⁵

¹ أنظر في المعنى نادية فضيل، مرجع سابق، ص288.

² المادة 715 مكرر 49 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ أنظر في المعنى علي حسن يونس، مرجع سابق، ص365.

⁴ المادة 176 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁵ المادة 675 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

وحسنا فعل؛ لأن الأوراق البيضاء تُعدّ في الحقيقة موقفاً محايداً مثل حامل السند الغائب، وتُعبّر عن رفضه الإهتمام بشؤون الكتلة فلا يستحق أن يُدرج المُمتنع ضمن المُصوتين لحساب الأغلبية، وإن كان الغائب في الحقيقة لا يعترض في الكثير من الحالات عن القرارات المُقترحة، كما أن الأسباب التي تدفع الحامل إلى الإمتناع عن التصويت لا تُماثل تلك التي تُبرّر موقف الحامل الغائب¹.

والأغلبية التي يفرضها القانون عادة ما تكون مُصاحبة للقرارات ذات الطابع الإجرائي، كموافقة هيئة المالكين على النظام الخاص بها، وكذلك شروط تعيين أمين الإصدار وإستبداله، وتحديد مدة ولايته وتحديد مقدار المكافأة المالية التي يحصل عليها من الشركة وفقاً لأحكام القانون إذا قام بتسقيفها في حدود دنيا وقصى، وكذا بالنسبة لإصدار القرارات المُتعلّقة بتكليف أمين الإصدار بمهام مُعيّنة مثل إتخاذ التدابير أو الإجراءات التي تهدف إلى حماية الضمان العام المُقرّر للدائنين، كتكليفه برفع الدعاوى غير المباشرة أو توقيع الحجز التحفظية على أموال الشركة المُصدرة أو غير ذلك من الإجراءات الوقائية أو التحفظية². ما يلاحظ في هذا الشأن؛ أنه يجوز تضمين القانون الأساسي للشركة أغلبية أعلى أي أغلبية موصوفة حتى تكون القرارات المُتخذة داخل الجمعية منتجة لآثارها، لاسيما في المسائل الأكثر خطورة والتي تحتاج إلى أكثر من أغلبية النصف زائد واحد، بالمقابل لا يجوز النزول بالأغلبية المطلقة إلى أغلبية أقل منها³.

ثانياً: النصاب والأغلبية في الجمعية العامة غير العادية لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بما أن الجمعية العامة غير العادية تعنتي بالتداول في تداويات السير غير العادي لنشاط الشركة المُصدرة على دائنيها من حملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم؛ فإن شروط النصاب والأغلبية تكون أقوى مما هي عليه بالنسبة للجمعية العامة العادية⁴، فلا يصحّ تداولها في التشريع

¹ أنظر في المعنى ديدن بوعزة، مرجع سابق، ص24.

² يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص230.

³ ديدن بوعزة، مرجع سابق، ص24.

⁴ Yves Guyon, op.cit., n°311, p.312.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الجزائري¹ ولا المغربي² إلا بحضور نصف حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم على الأقل التي لها حق التصويت، أو من يمثلونهم بالنسبة للدعوة الأولى، وإن كانت الجمعية العادية لحملة السندات لا تشترط أي نصاب بالنسبة للدعوة الثانية؛ إلا أن الشأن هنا مختلف، فلا يصح تداولها إلا إذا بلغ عدد السندات التي لها حق التصويت الربع؛ فإذا لم يكتمل النصاب المقرّر، جاز تأجيل انعقاد الجمعية الثانية إلى شهرين على الأكثر من يوم دعوتها للإجتماع، مع بقاء ذات النصاب المطلوب أي الربع. بالنسبة للتشريع الأردني، إشتراط لصحة إجتماع الهيئة الذي يعقد للنظر في أي تصرف يُخالف إصدار أسناد القرض ألا تقلّ عدد السندات المُمثّلة فيه عن ثلثي مجموع قيمة الأسناد المُصدرة والمُكتتب بها³، أما المشرع السعودي⁴ إشتراط نفس نصاب المشرع الجزائري في الإجتماع الأول شرط ألا يتجاوز الثلثين، أما إذا لم يتوفّر النصاب المطلوب، تتم الدعوة إلى إجتماع ثانٍ يصح بحضور ربع عدد السندات المُمثّلة فيه. وإذا لم يتوفّر النصاب اللازم، يتم الدعوة إلى إجتماع ثالث ولا يُهم عدد السندات الحاضرة، ودائماً لا تأخذ الأوراق البيضاء في الحسبان إذا أُجريت العملية عن طريق الإقتراع⁵، علماً أن هذا النصاب من النظام العام ومن ثم مخالفته باطلة⁶، فيجب مراعاته طوال أطوار الجلسة لغاية إختتامها بإتخاذ القرارات التي عقدت لأجلها، بهدف حسن سير الإجراءات. بخصوص الأغلبية المطلوبة في التشريع الأردني حتى تكون الإجتماعات صحيحة، يجب أن تصدر بأكثرية ثلاثة أرباع الأصوات الممثلة في الإجتماع⁷، عكس المشرع الجزائري⁸ الذي إشتراط أغلبية ثلثي الأصوات المُعبّر عنها، وهي ذات الأغلبية التي إشتراطها المشرع المغربي⁹ والبحريني¹ وإن لم يفصح عن تسميتها التشريع الأخير صراحة؛ إلا أنه بيّن إختصاصها غير العادي.

¹ المادة 674 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 110 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ المادة 130 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁴ المادة الرابعة والتسعون من نظام الشركات السعودي، مرجع سابق.

⁵ المادة 674 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁶ نادبة فضيل، شركات الأموال، مرجع سابق، ص 298.

⁷ المادة 130 فقرة ج من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁸ المادة 674 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁹ المادة 110 فقرة 04 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

من المؤكد أن إشتراط التشريعات هذا النصاب لصحة إجتماعات الجمعيات المقصود به حضور مالكي السندات التي لا تزال سنداتهم قائمة، أما السندات التي أطفأت بسبب سداد قيمتها أو بسبب تحويلها إلى أسهم، فلا تُحسب لغايات هذا النصاب². ومهما تكن الأغلبية التي إشتراطتها القوانين؛ فإنها مُلزَمة للشركة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل ولجميع حملة السندات، سواء ممن حضروا إجتماع الجمعيات أو من تعيَّبوا عنه، بالإضافة إلى من إمتنعوا عن التصويت أو خالفوه -صوتوا ضد القرارات- مادام أن الإجتماعات قد تمّت حسب الأشكال التي فرضتها القوانين.

تعقبا على الأحكام السابقة، يتبيّن أن الإحالة إلى النصوص المُتعلّقة بجمعيات المساهمين ليست نهاية الإشكال بالنسبة لجمعيات حملة سندات الاستحقاق في عمومها والسندات القابلة للتحويل بالخصوص، لاسيما أن هناك إختلاف جوهري بين الكُتلتين لا من حيث كيفية التكوين ولا من حيث صفة الأعضاء، ففي الجمعيات العامة للمساهمين الأعضاء هم شركاء في الشركة، أما حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل ما هم إلا دائنين بمبلغ القرض العام الذي إكتتبوا فيه والذي يمنحهم صفة المساهمين خلال المرحلة اللاحقة لتفعيل خيار التحويل، كما أن التكييف القانوني الذي خصّه المشرع للكُتلتين مُغاير، فجماعة حملة السندات تتشكّل بقوة القانون وتتمتع بالشخصية المعنوية الكاملة بناء على إذن خاص مثلما تم الإشارة إليه، فتعدّ هذه الأسباب كافية لإفراد هذا النوع من التكتّل بنصوص قانونية خاصة تُراعى فيها خصوصية التجمّع. من جهة أخرى؛ فإن المواعيد المُقرّرة بخصوص إجتماعات جمعيات المساهمين تتّصل معظمها بإتخاذ القرارات لمواصلة إدارة وتسيير الشركة التي تُلقى بظّلها على حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، أما إجتماعات هؤلاء الحملة تكون في الغالب لمناقشة تداعيات هذه القرارات على مراكزهم القانونية؛ لذا كان من الأفضل لو تقرّرت مواعيد أقصر في حال فشل الإجتماع الأول في الجمعيتين بدل الإحالة الفارعة إلى ما هو مُتعلّق بإجتماع الجمعية العادية للمساهمين.

¹ المادة 163 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

² يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 229.

الفرع الرابع

جزء الإخلال بحسن سير جمعية حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

نصت المادة 733 في فقرتها الثانية من القانون التجاري، على أنه: "لا يحصل بطلان العقود أو المداولات غير التي نصت عليها الفقرة المتقدمة (أي العقود التأسيسية والمعدلة لعقد الشركة) إلا من مخالفة نص مُلزم من هذا القانون أو من القوانين التي تسري على العقود"، والنصوص المتعلقة بسير الجماعة، تجمع بين النصوص التي تُعالج الجوانب الشكلية والموضوعية لإستدعاء وإنعقاد وسير المداولات، بالإضافة إلى النصاب والأغلبية المطلوبة حسب نوعية الجلسة المنعقدة، بعد إحترام الإختصاص القانوني بطبيعة الحال، وجاءت كلها بصيغة الإلزام كَوْن المشرع لم يُبَح إمكانية مخالفتها، فلا يستوي الوضع أن يُعطى صوتاً مُرَجَّحاً لرئيس الجلسة مثلاً خلافاً لما نص عليه القانون¹، كما يجب التأكّد من أن لكل سند صوت واحد على الأقل في إطار التناسب بين حق التصويت وقيمة القرض الذي يُمثله السند. نتيجة لهذا، يثبت لكل من له مصلحة لاسيما حملة سندات الاستحقاق أن يتمسكوا ببطلان القرار الصادر عن الجمعية العامة العادية أو غير العادية سواء من حيث موضوعه كالزيادة في إلتزاماتهم²، أو صدور قرار تعسفي من الأغلبية يضرّ بحقوق الأقلية الأخرى³، أو في حال مخالفة قواعد إلتخاذ القرار، ما لم يسقط الحق بالنقد، كما يتقرّر على القاضي بمجرّد إثبات خرق القرار للإجراءات المُشروطة قانوناً مع عدم تصحيح الوضع، أن يقضي ببطلانه مع تقدير مدى تأثيره على حملة السندات وعلى صحة إنعقاد إجتماعهم وحساب الأصوات والأغلبية المُقرّرة⁴.

¹ المادة 626 فقرة 04 والمادة 667 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² رغم سكوت المشرع وعدم إفصاحه عن هذه الحالة بخصوص الزيادة في إلتزامات حملة السندات؛ إلا أنه نص عليها في الأحكام المتعلقة بالمساهمين (المادة 674 فقرة 01 من القانون التجاري)، وهو أمر قابل للتطبيق عليهم.

³ لا يوجد في القانون التجاري ما يفيد بطلان أعمال جمعية حملة الأسهم بسبب التعسف في إستعمال الحق، غير أن هذه النظرية قابلة للتطبيق في الحالة التي يحدث فيها تعدي على وحدة مصالح حملة هذا النوع من السندات، بالتالي تبقى السلطة التقديرية للمحكمة الناظرة في موضوع دعوى البطلان.

⁴ راجع قواعد البطلان المتضمنة في القسم الثالث من المواد 733 إلى 743 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

ومن الآثار المُحتملة لُبطلان مداوات الجمعيات، قيام المسؤولية المدنية للمتسببين فيه؛ حيث ترفع دعوى ضد ممثل الجماعة الذي يتأسس الجمعية العامة في حال إغفال السهر على حسن سير إنعقاد الجلسة لمطالبتهم بالتعويض¹، لاسيما في الحالات التالية²:

- "عدم التحقق من إرسال الدعوات لحضور الجمعية وفقا للإجراءات القانونية المُبيّنة؛
- عدم التأكد من وجود دفتر حضور الجمعية مستوفٍ لكافة الإشتراطات القانونية والموقع بالحضور أمامه؛
- إغفال مُراقبة عمل الجمعية والحصول على المُستندات الخاصة ككشوفات حضور حملة السندات وكشوفات حضور الجهة التي إستدعت الجمعية للإنعقاد سواء أعضاء مجلس الإدارة أو مندوب الحسابات أو غيره، بالإضافة إلى إغفال مراقبة تفويضات حضور هذه الجهات؛
- عدم التأكد من توفر النصاب القانوني المُشترط قانونا لصحة إنعقاد الجمعية والمُشترط كذلك لصحة التصويت على القرارات المُتخذة؛
- عدم التأكد من سلامة عملية التصويت، فيتوجب تسجيل التصويت على قرارات الجمعية بدقة متناهية، وفي حالة نشوب أي خلاف بشأن صحة بعض الأصوات في التصويت على كل أو بعض القرارات المعروضة على الجمعية العامة، يتم عرضها لاحقا على الجهة الإدارية أو القضائية المُختصة؛ بحيث تستمر إجراءات الجمعية في جميع الأحوال؛
- عدم إبداء الرأي بشأن المواضيع التي يتم تناولها في الجمعية؛
- عدم التأكد من مناقشة حامل السند الأعضاء الحاضرين؛
- إغفال التأكد من قيام أمين السر بإثبات جميع المناقشات والأحداث والقرارات التي تمت مناقشتها في محضر الجلسة؛
- إغفال تدوين كافة الملاحظات التي تمت سواء أثناء إنعقاد الجمعية أو أية ملاحظات أخرى يرونها، وكذلك الملاحظات الجوهرية التي قد يثيرها الأعضاء وعدم الإكتفاء بكتابة قرارات الجمعية فقط؛

¹ _هند قاسي عبد الله، مرجع سابق، ص314.

² _دليل حماية المساهمين في الجمعيات العمومية الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، مرجع سابق، ص33.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

- عدم إعداد تقريره حسب النموذج الموضوع، وإذا كانت هناك مخالفات قانونية تخطر الشركة بذلك وأسانيد هذه الملاحظات".
- كما تُثار مسؤوليته كذلك بالتزامن مع الممارسات غير المرغوبة المرتبطة بالجمعيات، لاسيما¹:
- "تعمد من له حق دعوة الجمعية عدم إرسال الدعوة إلى جميع الأعضاء المعنيين بالجمعية قبل الآجال المحددة قانوناً؛
- عدم تضمين الدعوة للجمعيات كافة المستندات التي تُمكن الحاضرين من فهم المواضيع المعروضة على الجمعية، خاصة التقارير السنوية لنشاطات الشركة؛
- تعمد دعوة من ليس له الصفة لحضور إجتماعات الجمعية؛
- تعمد الجهة الداعية للجمعية تحديد موعد غير مناسب لحضور الجمعيات العامة أو تحديد مكان إنعقاد الجمعية في مكان بعيد لإجبار المعنيين على عدم الحضور؛ إلا إذا كان النظام الأساسي يسمح بذلك؛
- إتخاذ قرارات في الجمعية العامة العادية من صميم إختصاص الجمعية العامة غير العادية؛
- قيام الجهة المُستدعية بتفويضات للحضور دون وجود مُبررات وأعدار مقبولة..".

المبحث الثاني

وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إتفقت كل التشريعات على تنصيب وكيل على رأس هيئة جماعة حملة سندات الاستحقاق بما فيها القابلة للتحويل، نظراً لأن العدد الكبير لمالكي السندات يتعدّر معه ممارسة حقوقهم بشكل فردي، كما أن الإعتراف لهذه الجماعة بالشخصية المعنوية يقتضي وجود مُمثل يُعبّر عن إرادتها وينقلها إلى جهات أخرى لها مصالح مُتقاطعة معها. وقد إختلفت مُسمياته، فهناك من التشريعات من أطلق عليه لفظ أمين الإصدار كالمشرع الأردني مثلاً، أما المشرع المغربي سماه مُمثل الكتلة مثله مثل المشرع البحريني الذي سماه مُمثل الهيئة. ورغم تعدّد مُسمياته؛ إلا أن الهدف من تنصيبه

¹ دليل حماية المساهمين في الجمعيات العمومية الصادر الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، مرجع سابق، ص34.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

كهيئة تنفيذية¹ هو الإعتناء بشؤون ممثليه وتوصيل إنشغالاتهم وتوحيد آرائهم ومواقفهم ونقل إرادتهم الصريحة إلى الشركة المُصدرة، تنظيماً للإجراءات وإختزالاً للوقت وتغادياً لتضارب المواقف بينهم.

نسعى من خلال هذا العنوان إلى دراسة النظام القانوني الذي يحكم جهاز وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، عن طريق بيان الجهة المُختصة قانوناً بتوكيله وعزله، وكذا التمعّن في شروط تعيينه (المطلب الأول)، مروراً ببيان الإختصاصات التي منحتها القوانين له، والتوقّف عند توضيح سلطاته المختلفة والمُرتب الذي يتقاضاه لقاء عمله (المطلب الثاني).

المطلب الأول

تنظيم جهاز وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يخضع المُمثل القانوني لجماعة حملة سندات الاستحقاق لضوابط خاصة²، أحال المشرع الجزائري أغلب أحكامها لتنظيم خاص زيادة على ما هو وارد في القانون التجاري، مع ترك المجال للأشخاص المُكونين للكتلة لوضع ما يُناسبهم من أحكام أخرى تُنظم نشاطه، والبداية تكون بتحديد الهيئة المُكلّفة بتعيينه وعزله (الفرع الأول)؛ ولعل لهذه الحرية عدة تداعيات، كؤن مالكي السندات أدرى بالشخص أو الأشخاص الذين سوف يُوكّلونهم نقل إرادتهم إلى الشركة. وفي سبيل تحقيق ذلك، حرصت الإرادة التشريعية على حماية حملة السندات ووضعت لائحة لجهات يُمنع عليها مباشرة تمثيل الجماعة نظراً لتقاطع المصالح بينهم، وهو ما يستوجب التوقّف عنده كشرط ضروري يستلزم إحترامه لصحة التمثيل (الفرع الثاني).

¹ Le représentant de la masse est l'organe d'exécution des décisions de l'assemblée. Yves Guyon, op. cit., n° 765, pp.767. voir aussi Arnaud Lecourt, op.cit., n°524.

² ما تجدر الإشارة إليه، أن القانون التجاري الجزائري والقوانين المنظمة خلت من تضمين مواد قانونية خاصة بممثل كتلة حملة السندات القابلة للتحويل؛ إنما يسري عليه ما يسري على ممثل كتلة حملة سندات الاستحقاق العادية.

الفرع الأول

تعيين وعزل وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بداية، يقتضي هذا العنوان بيان مدلول كلمة وكيل الجماعة؛ حيث لم يرد تعريف خاص له لا في القانون التجاري الجزائري ولا في القوانين الخاصة بشركة المساهمة محل الدراسة؛ لذا يمكن تعريفه أنه: "ذلك الشخص أو الأشخاص سواء الطبيعيين أو المعنويين الذين كفل لهم القانون السهر على حماية حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم المادية والمعنوية، ومنحهم صفة تمثيلهم ونقل إرادتهم الحرة والصريحة أمام كل الجهات لاسيما أمام الشركة المُصدرة والقضاء، رعاية لمصالحهم المختلفة".

أولاً: الجهة المُكلفة بتعيين وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بيّنت أغلب التشريعات الكيفيات التي يتم بموجبها تسمية وكيل الجماعة، بتأكيدا على أحقية هيئة مالكي السندات تعيين أو انتخاب وكيل واحد أو أكثر على رأس الهيئة لتمثيل مصالح أعضائها المُشتركين. بالتالي، يُترك للهيئة حُرية إختيار الأسلوب الذي سيتم به تسمية المُمثل سواء بتعيينه أو إنتخابه؛ فإذا لجأت الشركة إلى أسلوب التعيين، يُطلب منها تقديم مجموعة أسماء مُقترحة تتوفر فيها شروط التمثيل القانونية، لتقوم الهيئة بإختيار واحد منهم ليكون أمينها أو تقوم الهيئة بنفسها إختيار أي شخص أجنبي أو مالك أحد السندات ليكون وكيلا عن أعضائها، مادام غير ممنوع من مُزولة أعمال أمانة الإصدار.

بالعودة إلى الأحكام التشريعية، لم يُلزم قانون الشركات البحريني¹ أن يكون أمين الإصدار من بين أعضاء هيئة مالكي الأسناد، وربط تعيينه بأجل شهر واحد من تاريخ إقفال باب الإكتتاب، أما في حال ما إنقضت هذه المُدة دون دعوة من الشركة المُصدرة لإختيار المُمثل، حينها يكون لكل من له مصلحة أن يطلب من وزارة التجارة والصناعة دعوة الهيئة للإجتماع خلال أجل أقصاه

¹ المادة 162 من قانون الشركات البحريني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

خمسة عشر يوم من تاريخ تقديم الطلب. على خلاف المشرع المغربي¹ الذي أسند تعيينه إلى الجمعية العادية للحملة خلال أجل سنة واحدة، إبتداء من إفتتاح الإكتتاب وقبل موعد الإستهلاك الأول بثلاثين يوم، ويبدو أنه قد نقل النص حرفياً عن المشرع الفرنسي الذي أكد ضمن المادة 298 المعدلة بالقانون رقم 88/15، التي جاء في مفهومها أنه إذا لم يجرى تعيين المُمثلين في عقد الإصدار المُوجّه إلى الجمهور، يُمكن تعيينهم في مُهلة سنة إبتداء من إفتتاح الإكتتاب، أو على أبعد حد في مُهلة شهر قبل الإستهلاك الأول المُرتقب، وهذا التعيين يتم من جانب الجمعية العمومية وإلا بقرار قضائي بناء على طلب صاحب المصلحة²، كما إشتراط القانون الفرنسي في قرارات الجمعية العامة الخاصة بتعيين أو إستبدال مُمثلي الكتلة أن تبْلغ من قبل هذه الأخيرة إلى الشركة، وتُنشر برُمتها في جريدة الإعلانات القانونية وكذلك في نشرة الإعلانات القانونية الإلزامية B.A.L.O إذا كانت الشركة قد لجأت إلى الدعوة العمومية للإدخار³، كما أكد أنه في حالات الإستعجال يتم تعيين المُمثلين من قبل القضاء بناء على طلب صاحب العلاقة⁴، سواء كان المُمثل فرنسي أو مواطن إحدى الدول الأعضاء في الجماعات الأوروبية ومُقيماً في فرنسا، كما يمكن أن يكون جمعية أو شركة مركزها داخل فرنسا⁵.

المشرع التونسي أسند بدوره للجلسة العامة لحملة السندات مسألة تعيين أحد الأعضاء لتمثيلها والدفاع عن مصالحها⁶، شأنه شأن المشرع الأردني⁷ أيضاً، الذي نصّ على أحقيّة هيئة مالكي أسناد القرض تعيين وكيل عنها دون بيان كيفية التعيين ولا أجله، مما يعني أنه يُبقي للجماعة حُرية تقرير ذلك في نظامها الأساسي. وقد كان موقف المشرع المصري هو أوضح الأحكام في رأينا؛ بحيث أكد على ضرورة تمثيل جماعة حملة السندات بمُمثل قانوني من بين

¹ المادة 300 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

² _ Yves Guyon, op. cit., n° 765, p. 767.

³ _Art. 216 décret n°67-236

⁴ _Art. 297 loi n°66-537

⁵ _ Art. L. 228-48 C.com.fr et Art. 295 loi n°66-537

⁶ المادة 333 فقرة 02 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

⁷ المادة 127 فقرة أ من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

أعضائها، يتم إختياره في إجتماعهم بعد موافقة الأغلبية المطلقة للحاضرين¹، وإذا لم يتم إختيار المُمثل القانوني للجماعة خلال ثلاث أشهر² من أول إجتماع دُعي إليه لإختياره، يبقى لحملة السندات حق اللجوء إلى الهيئة لطلب تعيين مُمثل عنهم خلال شهر من يوم إيداع الطلب³، على أن يُعزل بذات الأغلبية المطلقة لحملة أكثر من نصف قيمة الإصدار؛ إذا فقد أحد شروط تعيينه أو لأسباب موضوعية أخرى، إما بناء على طلب حملة 05 % من قيمة الإصدار أو من الهيئة ذاتها.

أيًا كانت طريقة تعيينه، فقد أكدت التنظيمات المُختلفة على ألا يتجاوز عدد الوكلاء ثلاثة⁴، عكس المشرع الأردني⁵ الذي إشترط الإفراد، ربما لكون وكيل الإصدار من الممكن أن يكون شخصا معنويا فتقادي بذلك أي تعقيدات لاحقة⁶، ويحق لجميع المعنيين أن يطلعوا في مقر الشركة المدينة على أسماء مُمثلي الجماعة وعناوينهم⁷. أما إذا تعدد الممثلون، يتكفل النظام بتحديد الطريقة التي يتعاملون بها سواء مُجتمعين أو مُنفردين؛ فإذا لم يُبين النظام ذلك، تُطبّق حينها القواعد المُتعلّقة بالوكالة في الأحكام العامة⁸.

¹ المادة 71 فقرة 01 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، يقابلها المادة 174 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق. أنظر أيضا سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 822.

² في حين أن المادة 174 فقرة 03 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 كانت تنص على مدة ستة أشهر من تاريخ تمام الإكتتاب في السندات التي تتكوّن من حملتها، فيجوز حينها لكل ذي مصلحة أن يطلب من محكمة الأمور المستعجلة تعيين ممثل مؤقت للجماعة.

³ المادة 71 فقرة 03 من قانون سوق المال المصري. أنظر أيضا سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 822. وكان حكم المادة 174 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 يجيز في هذه الحالة لكل ذي مصلحة الحق في طلب تعيين ممثل للجماعة من محكمة الأمور المستعجلة.

⁴ المادة 25 فقرة 01 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، يقابلها المادة 52 من قانون شركة المساهمة المصري، يقابلها المادة 300 من قانون شركة المساهمة المغربي. بخصوص المشرع الفرنسي راجع:

Art.L 294-1 loi n° 66-537

⁵ المادة 126 فقرة أ من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

⁶ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 239.

⁷ المادة 30 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

⁸ المادة 579 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بخصوص القانون الجزائري، تضمّن حُكما مفاده أن تمثّل جماعة أصحاب سندات الاستحقاق يتم من وكيل أو عدة وكلاء يُعيّنون في الجمعية العامة غير العادية لحملة السندات فقط دون إعطاء تفاصيل أكثر، فمن خلال هذا النص يتم الإستقرار على القول أن تعيين الوكيل يتم بقرار من الجمعية العامة غير العادية لجماعة حملة السندات¹ -دون إشتراط ضرورة أن يكون من ضمن أعضائها على غرار ما إشتراطه المشرع الفرنسي²؛ لكن ما نلبث حتى نصطدم بنص آخر مُغاير تماما يجعلنا في متاهة بين النصوص القانونية؛ حيث عاد المشرع ليُصرّح من جديد أن إنتهاء مهام مُمثلي جماعة أصحاب سندات الاستحقاق يكون أثناء الإجتّماع الأول للجمعية العامة العادية التي يعقدها أصحاب سندات الاستحقاق والتي يمكنها أن تُعيّن المُمثّلين أنفسهم³، مع العلم أن الإجتّماع الأول الذي يُسمى فيه وكيل الجماعة يُقصد به في التشريعات المقارنة إجتّماع الجمعية التأسيسية وليس العادية، وقد خلت النصوص من تضمينها مثلما سبق وإنْتقد هذا الفراغ، فما الغرض من منح إختصاص إنتهاء مهامه للجمعية العادية في حين أن تعيينه يتم من الجمعية غير العادية؟!.

لا شك أن هذا التضارب في النصوص من شأنه أن يُؤلّد تنازع الإختصاص بين الجمعيتين، وعند المُقارنة بين صلاحية كل منهما، يتضح أن مُناقشة بنود الإصدار تختص بها الجمعية العامة غير العادية، أما المسائل الإجرائية كالتعيين والعزل تدخل ضمن الإنشغالات العادية التي من المفروض أن تختصّ بها الجمعية العامة العادية؛ لأنها تتداول بشأن المسائل المُتعلّقة بالوكلاء التي لم يتم تحديدها في عقد الإصدار بسبب أنها تندرج تحت غطاء تنفيذ عقد الإصدار وتتعلّق بالسير العادي للجماعة وليس مثلما أورده المشرع ضمن إختصاصات الجمعية الإستثنائية، فهل يُعدّ هذا سهوا من المشرع؟ وإن كان كذلك، من الضروري توضيح الأمر لتفادي المتاهة بين تناقضات الأحكام القانونية؛ فإذا لم يكن مُجرّد سهو من المشرع إنما تمت الصياغة عن قصد؛ فإن النص التنظيمي الخاص يجب أن تُعاد صياغته، اللهم إلا إذا كان قصد المشرع أنه في الحالة التي يُعيّن فيها الوكيل من القضاء؛ فإن إنتهاء مهامه تكون في الإجتّماع الأول للجمعية العامة العادية بما أن صياغة المادة أوردت عبارة "المُعيّنين طبقا للفقرة السابقة" والفقرة السابقة هي المادة

¹ المادة 715 مكر 89 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² _Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1456, p.735.

³ _المادة 26 فقرة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

26 فقرة 01 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، التي جاءت تطبيقاً لنص المادة 715 مكرر 92 من القانون التجاري المتعلقة بالتعيين القضائي؛ لكن إضافة العبارة المئوية "التي يُمكنها أن تُعيّن المُمثلين أنفسهم" أبقّت على ذات الشكوك، فكيف للجمعية العادية أن تُعيّن المُمثلين أنفسهم حسب المادة السابقة من ذات المرسوم، في حين أن المادة 715 مكرر 89 تُحيل الإختصاص إلى الجمعية غير العادية، وهو ما لقي ذات الإنتقاد من الفقه، بإعتبار أن تعيين المُمثل من إختصاص الجمعية العامة العادية؛ لأنه قرار عادي يتم التصويت عليه بالأغلبية البسيطة على غرار تعيين هيئات التسيير والرقابة التي تتم من الجمعية العامة العادية للمساهمين¹. في المقابل، يتبيّن أن موقف المشرع الجزائري بخصوص تعيين وكيل الجماعة من جانب الجمعية العامة سواء من بين أعضائها أو من الغير، أفضل من تقييدها في إختياره من بين أعضائها فقط، حتى إن لم يفصح صراحة على ذلك؛ إلا أن النص لم يُقيّد التعيين، مما يُفيد إمكانية تسميته من الغير أيضاً.

بعيدا عن الهيئة الداخلية التي تقوم بتعيينه؛ فإن الأمر ثابت بالنسبة للقضاء² لاسيما القضاء الإستعجالي، الذي أجمعت النصوص المختلفة على أحقيته في تعيين مُمثل الجماعة عن طريق رئيس المحكمة بناء على طلب كل معني بالأمر³، لتنتهي مهامه تلقائياً مع إنقضاء أول جمعية، ما لم تُوافق عليه الجمعية وتُعيّنه بصفة رئيسية⁴، وهذا الحكم جدير بالإهتمام وحسنا فعل المشرع، فالغاية في حفظ التنظيم الجماعي لمالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل تسموا عن أي تعطيل في حال تقاعست الهيئة الأصلية عن تعيينه.

¹ «... la désignation des représentants de la masse revient à l'assemblée ordinaire des obligataires. Cette désignation est une décision ordinaire qui relève de la compétence normale de l'assemblée ordinaire et qui, à ce titre, est votée à la majorité simple. C'est d'ailleurs la position constante du législateur en ce qui concerne la désignation des organes de gestion et de contrôle des sociétés commerciales : la compétence est attribuée à l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ». **Mohamed Salah**, op.cit., n°80-1, p.100.

² Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 2 juin 2004, 01-16.825. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000007047849?init=true&page=1&query=la+masse+des+obligataires&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

³ المادة 715 مكرر 92 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 26 فقرة 01 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، وكذا المادة 297 من قانون الشركات الفرنسي لسنة 1966، والمادة 300 من قانون شركة المساهمة المغربي، والمادة 174 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁴ مفتاح بوجلال، أحكام سندات الاستحقاق في القانون التجاري الجزائري (1)، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

ثانيا: الجهة المُكلفة بعزل وكيل جماعة حملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

بخصوص إنهاء مهامه، أحال المشرع تنظيم أحكامه إلى المرسوم التنفيذي رقم 438/95 بدل القانون التجاري الذي جاء بنص صياغته مُبهمة؛ بحيث إكتفى ببيان أن الجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق تتولى عزل مُمثلي الجماعة من وظائفهم¹ دون تحديد نوع الجمعية، مما يستدعي ضرورة التأويل، فيما أن المشرع صرّح أن تعيين الوكلاء يتم من الجمعية العامة غير العادية، وطبقا لمبدأ توازي الأشكال *le parallélisme des formes*؛ فإن ذات الجمعية تتولى عزلهم، أما إذا كان الهدف هو التعيين بعد العزل، فلا بُدّ من تطبيق قاعدة التحصيل القانوني؛ لأن المسألتان مُترابطتان وتتماثل داخل نفس الجمعية التي تقوم بعزل المُمثل (أ) على أن تُعيّن الممثل (ب)، هنا يؤول الإختصاص للجمعية العامة غير العادية دائما، بما أن المشرع قد أكد بصريح العبارة أنها هي من تتولى التعيين²، تسهيلاتا للعملية وربحا للوقت وإختزالا للإجراءات، دائما في ظل إحترام النصاب والأغلبية المطلوبة³.

ولم يُحدّد القانون الأسباب التي تؤدي إلى عزل وكيل الإصدار أو إنهاء خدماته، فيمكن أن تُضمّن الهيئة شروطا صريحة تؤدي إلى ذلك، غير أنه غالبا ما يكون سبب العزل هو محاباته لبعض الحملة، أو عجزه عن أداء مهامه⁴، أو مخالفته للإختصاصات المرسومة له من قبل جماعة حملة السندات القابلة للتحويل، مما يعني أنه تجاوز حدود وكرالته، الأمر الذي يُسبّب لهم أضرار تقتضي الضرورة تحييته من أعلى هرم الجماعة، كما يُتصوّر عزله كذلك إذا قامت في حقه المسؤولية بصورتها، سواء المسؤولية المدنية كالحالة التي تصدر منه أخطاء أثناء مُمارسته مهامه سواء بصورة عمدية أو غير عمدية، أو أن تقوم في حقه المسؤولية الجزائية رغم فراغ النصوص التشريعية من بيان حالاتها⁵؛ إلا أنه تطبيقا للأحكام العامة، تقوم مسؤوليته الجزائية إذا بدر منه

¹ المادة 28 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق. يقابله موقف المشرع الفرنسي:

Art. 299 loi n°66-537

² عملا بالنص القانوني الساري، في إنتظار التعديل المناسب بناء على النقد المُوجّه في الصفحة السابقة.

³ مفتاح بوجلال، أحكام سندات الاستحقاق في القانون التجاري الجزائري (1)، مرجع سابق.

⁴ محمد صالح بك، مرجع سابق، ص394.

⁵ Arnaud Lecourt, op.cit., n°544.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

فعل موصوف على أنه جريمة مُعاقب عليها في نصوص القانون، على أن تقوم مسؤوليته تجاه مختلف الأطراف المُتضررة سواء شركة المساهمة مُصدرة السندات، أو حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم ككتلة، أو أمام كل حامل سند مُنفرد، فما عليهم سوى إقامة دعواهم أمام القضاء لإبطال التصرفات التي صدرت منه، بالإضافة إلى جبر الضرر الناجم عنها، أما إذا كان هناك أكثر من مُمثل واحد، حينها تقوم المسؤولية التضامنية في حقهم جميعا إذا توفرت شروطها¹. ومن المُفترض أن حق عزل الوكيل يجب أن يقتصر على الهيئة التي عينته² سواء هيئة مالكي السندات أو القضاء؛ إذ القول بخلاف ذلك يؤدي إلى إعطاء جهة خارجية صلاحية التدخّل في شؤون تخصّ جماعة الدائنين لوحدها والمُتعلّقة بمصالحها الذاتية، كحالة منح الشركة المُصدرة حق عزل المُمثل لجهة تتولى الرقابة عليها، مما يحول دون مراقبة تصرفات الشركة بالشكل اللازم، الأمر الذي يُسبب ضررا للحاملين، زيادة على كونه يُشكّل تصادم بين هيئة المالكين والجهة الخارجية التي تُريد العزل، لاسيما إذا تمسّكت الهيئة ببقاء المُمثل ورفعت الجهة المُقابلة دعوى لعزله، ففي هذه الحالة أي الإتجاهين يُرَجح؟ وحذا لو يورد المشرع مادة صريحة يمنح بموجبها للمحكمة المُختصة صلاحية عزل أمين الإصدار إذا رأت أن لذلك وجه حق، بناء على طلب الشركة المُصدرة أو حامل سند أو أكثر، رعاية لمختلف الأطراف بطريقة موضوعية³ مع إتخاذ كافة التدابير للمحافظة على حقوقهم⁴، ففي هذه الحالة يمكن للقضاء إرجاع الكفة للتوازن بدل صدور قرار تعسفي من الشركة المُصدرة، عملا بذات الحكم الذي تبناه المشرع الأردني، مؤكدا أنه يحق لحملة السندات مُمارسة الرقابة على قرارات وكيل الإصدار، وهو ما يُترجم في إمكانية إدراج بند في عقد توكيله يتضمّن إمكانية عزله إذا بلغ عدد حملة السندات المُعارضين لتصرفاته نسبة معلومة، بالإضافة لإعطاء هذا الحق لكل من له مصلحة في أن يطلب من القضاء عزله، بناء

¹ تقتضي المادة 579 من القانون المدني الجزائري ما يلي: "إذا تعدّد الوكلاء كانوا مسؤولين بالتضامن متى كانت الوكالة غير قابلة للإنقسام أو كان الضرر الذي أصاب الموكل نتيجة خطأ مشترك. على أن الوكلاء ولو كانوا متضامنين لا يسألون عما فعله أحدهم متجاوزا حدود الوكالة أو متعسفا في تنفيذها. وإذا عُيّن الوكلاء في عقد واحد دون أن يرخّص في إنفرادهم في العمل كان عليهم أن يعملوا مجتمعين؛ إلا إذا كان العمل مما لا ينتج فيه إلى تبادل الرأي كقبض الدين أو وفائه".

² يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 241.

³ العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق، ص 102.

⁴ محمد صالح بك، مرجع سابق، ص 394.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

على تبرير كافي ولأسباب مشروعة، لاسيما إذا قصر في واجباته تجاههم أو أقدم على إبرام إتفاقات مع الشركة المُصدرة دون علمهم أو قبل سقوط حق هيئة الدائنين في الرجوع عليها بالأضرار التي تتحملها وغيره¹.

في ذات السياق، يُطرح تساؤل بخصوص إمكانية تحديد مدة مُعيّنة يُمارس خلالها المُمثل سلطاته على أن يُعتبر معزولا بمُجرد نهايتها؟ أمام خلو التشريع عن بيان ذلك، لا مانع يحول دون تحديد مدة مؤقتة لتمثيله في عقد الإصدار فهذه المسألة جائزة في القانون الفرنسي، وبُمجرد إنتهاء مدة ولايته تنتهي مهامه على أن يُعيّن مُمثل آخر لاحقاً²، كما يمكن للمُمثل أن يستقيل بمحض إرادته إذا وجدت أسباب مُبررة³، على أن يُبلّغ خبر إستقالته إلى الشركة المدينة عن طريق رسالة مع وصل الإستلام⁴، ليتم نشرها على حسابها خلال مدة شهر من تاريخ تداول الجمعية في جريدة الإعلانات القانونية بالولاية التي يوجد فيها مقرها، وفي النشرة الرسمية للإعلانات القانونية أيضاً إذا لجأت الشركة إلى الدعوة العلنية للإدخار⁵.

الفرع الثاني

شروط تعيين وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

تضمّنت التشريعات المُقارنة محل الدراسة على رأسها التشريع الجزائري مجموعة شروط من الضروري توفّرها في من يرغب الترشح كمُمثل عن جماعة حملة السندات القابلة للتحويل، والتي تتمحور أساساً حول طبيعة المرشح كأن يكون من الأشخاص الطبيعية أو المعنوية؛ فإذا كان

¹ المادة 86 من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و(47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/url?client=internal-element-cse&cx=012684331380167808104:oe5oj--md1a&q=https://www.jsc.gov.jo/Uploads/Files/635888951194875273.pdf&sa=U&ved=2ahUKewjioqirtZLvAh>
WHHxQKHRzICEwQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw08821CmdwoDYuh0Q96UWYg تم الإطلاع بتاريخ:

2021/12/12 على الساعة 22:28.

² مفتاح بوجلال، أحكام سندات الاستحقاق في القانون التجاري الجزائري (1)، مرجع سابق.

³ Arnaud Lecourt, op.cit., n°530.

⁴ المادة 29 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

⁵ المادة 27 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

شخصاً طبيعياً يُشترط تمتّعه بجنسية الدولة التي تمارس فيها الشركة المُصدرة نشاطها، أما إذا كان معنوياً يجب أن يكون مركز إدارته الرئيسي داخل ذات الدولة، بالإضافة إلى اشتراط ألا يكون له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة التي أصدرت السندات، وخلوه من أية مصلحة مُتعارضة مع حملة السندات كأن يكون من مؤسسي الشركة أو من كبار المساهمين داخلها أو من الإداريين فيها وغيره، فيتوجب على الشخص المرشح لتمثيل مالكي أسناد القرض أن يتولى قبل إنتخابه إعلام جمعيتهم العامة عن خلوه من حالات التتافي المنصوص عليها قانوناً أو أي من أقاربه حسب درجة القرابة التي ينص عليها القانون، كذلك عليه أن يُقدّم وصفاً لأي صفقة ذات أهمية أبرمت أو ينوي إبرامها مع الشركة، أو بينها أو أي من أقاربه، أو بين الشركة أو أي مؤسسة يكون فيها لأي من هؤلاء الأشخاص بطريقة مباشرة أو غير مباشرة مصلحة ذات أهمية¹. في هذا الإطار دائماً، هل يمكن أن يشغل هؤلاء الممنوعين من تمثيل التكتل منصب وكلاء الجماعة بعد أن تنقطع صلتهم مع الشركة نهائياً؟ لم تُشر النصوص إلى ذلك صراحة.

أكد المشرع المصري² على شروط تعيين الممثل القانوني للجماعة، وإشترط أن يكون مُتمتعاً بالجنسية المصرية ومُقيماً في مصر؛ فإن كان الممثل شخصاً معنوياً كشركة مثلاً وجب أن يكون مركز إدارتها الرئيسي في مصر، كما أوجب ألا تكون له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة مُصدرة السندات، ولا تكون له مصلحة مُتعارضة مع مصلحة حملة السندات، كما لا يستوجب أن ينتمي إلى الأشخاص الآتيين:

- أعضاء مجلس إدارة الشركة أو المديرون، أو أعضاء مجلس المراقبة المديرون العامون لدى أي من الشركات المُبيّنة بالبند الأول والثاني، أو مراقبي حساباتها، أو أي من أصول أو فروع وأزواج الأشخاص المُبيّنين في هذه الفقرة؛
- أية شركة أخرى تمتلك ما لا يقلّ عن 10 % من رأسمال الشركة مُصدرة السندات أو تمتلك الشركة الأخيرة 10 % من رأسمالها؛
- أية شركة أو فرد تكون ضامنة لكل أو بعض ديون الشركة مُصدرة السندات.

¹ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 239.

² المادة 175 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

كما وضع التنظيم الجزائري¹ نصًا عامًا يعتني بشروط تعيين وكيل الجماعة، تجنبًا لتنازع المصالح وضمانا لإستقلالية المُمثلين²، ولم يترك الحرية لجمعية حملة السندات أو الشركة لتقرير ذلك؛ بحيث لا تسند وكالة مُمثل جماعة أصحاب سندات الاستحقاق إلا للأشخاص الذين لهم جنسية جزائرية ومقيمون بالجزائر. أما إذا كان شخص معنوي كشركة أو جمعية، فيجب أن يقع مقرها داخل التراب الوطني، ولا يمكن بأي حال من الأحوال إختيار مُمثل جماعة أصحاب سندات الاستحقاق من الجهات التالية³:

- الشركة المدينة؛
- الشركات التي تملك على الأقل عشر 10/1 رأسمال الشركة المدينة، أو تملك هذه الشركة المدينة نفسها على الأقل عشر 10/1 رأسمالها؛
- الشركات التي تتضمن كل إلتزامات الشركة المدينة أو بعضها؛
- الأشخاص ممنوعين من ممارسة مهنة المصرفي، أو الذين سقط حقهم في تسيير الشركة أو في إدارتها أو في قيادتها بأية صفة كانت؛
- القائمين بالتسيير والمُتصرفين وأعضاء مجلس المديرين ومجلس الرقابة والمديرين العاميين ومدوبي الحسابات أو مُستخدمي الشركات المذكورة في المقطعين 01 و 03 وأصولهم وفروعهم وأزواجهم.

وعندما تستند وكالة مُمثل جماعة أصحاب السندات إلى الجمعية أو شركة، يجب أن يذكر في الإشعار ونشرة التعيين ألقاب الأشخاص المؤهلين وأسمائهم ومواطنهم للتصرف بإسم الجمعية أو الشركة⁴.

كما وضع المشرع الأردني¹ جملة من الشروط حتى يمنح للمُترشح الترخيص بتمثيل الجماعة، كما يلي:

¹ المادة 24 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

² _Mohamed Salah, op.cit., n°79, p.98.

³ المادة 25 فقرة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

⁴ المادة 27 فقرة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

- أن يكون طالب الترخيص بنكا أو شركة مساهمة عامة أو مساهمة خاصة أو ذات مسؤولية محدودة، تنحصر غاياتها الرئيسية في أعمال الخدمات المالية والحفظ الأمين؛
- إذا كان طالب الترخيص بنكا، فيتم ممارسة أعمال الوساطة من خلال شركة تابعة أو حليفة أو مملوكة بالكامل؛
- ألا يقل رأس المال المدفوع لطالب الترخيص أمانة الإصدار عن 50.000 دينار؛
- ألا يقل الحد الأدنى لرأسمال طالب الترخيص لممارسة عملين أو أكثر، عن مجموع الحدود الدنيا لرأس المال المطلوب لكل عمل من الأعمال التي يطلب ممارستها؛
- أن يتم تسديد رسوم الترخيص ورسوم تجديد الترخيص السنوية وفقا للأنظمة المعمول بها؛
- أن يتوفر في القائمين عن إدارة طالب الترخيص الخبرة والكفاءة والمعرفة اللازمة لممارسة أعمال أمانة الإصدار، وأن يكونوا من ذوي السيرة الحسنة، وعليهم تقديم ما يثبت ذلك؛
- أن يقدم طالب الترخيص كفالة بنكية غير مشروطة لأمر الهيئة وفقا لما يُقرره المجلس، على ألا تزيد قيمة الكفالة عن 15.000 دينار.

بعد تقديم الطلب المستوفي للشروط السابقة، يصدر مجلس هيئة الأوراق المالية قراره بمنح الترخيص من عدمه خلال ستين يوم من تاريخ تقديم الطلب للهيئة، على أن يستكمل الشروط والمتطلبات الناقصة، ويُعدّ طلب الترخيص لاغيا إذا لم يتم مُقدّم الطلب بإستكمال تزويد الهيئة بالبيانات المطلوبة خلال ستة أشهر من تاريخ تقديم الطلب².

وفي حالة فقدان أي شرط من الشروط السابقة؛ فإن لمجلس هيئة الأوراق المالية إلغاء الترخيص³، وتنتهي الرخصة الممنوحة في 12/31 من كل سنة، وتُحدّد بناء على طلب خطي يُقدم

¹ المادة 04 من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و(47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، مرجع سابق.

² المادة 09 فقرة ج-د من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و (47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، مرجع نفسه.

³ المادة 06 من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و (47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، مرجع نفسه.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

لهذه الغاية بعد دفع الرسوم المقررة¹، حينها يجوز للشركة المرخص لها بممارسة أعمال أمين الإصدار أن تمارس هذه الأعمال من خلال فروع داخل المملكة بعد الحصول على موافقة الهيئة ودفع الرسوم²، كما يجوز للشركات الأردنية المرخصة لمزاولة أعمال أمين الإصدار أن تمارس هذه الأعمال خارج المملكة من خلال فروع أو شركات تابعة لها بعد الحصول على موافقة الهيئة³، وتكون الكفالات ضمانا للإلتزامات المترتبة على الشركة لعملائها المتعاملين بالأوراق المالية وتُقيدّها بأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، ويجوز للمجلس تسجيل الكفالات والتصرف بها حسب ما يراه مناسباً.

بدوره أيضاً، المشرع الفرنسي⁴ ضمّن قانون الشركات الصادر سنة 1966 نصّاً واضحاً لشروط تسميته، وإشترط ألا يُختار المُمثل من الهيئات الآتية :

- الشركة المُصدرة؛
- الشركة الضامنة للشركة المُصدرة؛
- الشركة التي تملك على الأقل عُشر رأسمال الشركة المُصدرة، أو تملك هذه الأخيرة على الأقل عُشر رأسمال الشركة الأولى؛
- المديرون والإداريون الأعضاء في مجلس الرقابة، والمديرون العامون ومفوضوا المراقبة وموظفوا الشركات، وكذا أصولهم وفروعهم وأزواجهم؛
- الأشخاص الممنوعون من ممارسة المهنة المصرفية ومن إدارة الشركات.

المشرع الليبي⁵ بدوره، ضمّن قانون التجارة الشروط المُتطلبية في مُمثل الجماعة، كالتالي:

¹ المادة 10 من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و (47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، مرجع سابق.

² المادة 11 الفقرة أ من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و (47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، مرجع نفسه.

³ الفقرة ب من المادة 11 من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و (47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، مرجع نفسه.

⁴ Art. 296 loi n° 66-537

⁵ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 226.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

- يشترط ألا يكون محجورا عليه أو عديم الأهلية أو محكوما عليه بحكم يستوجب الحرمان ولو مؤقتا من الحقوق المدنية أو الوظائف الإدارية الرئيسية؛
- يجب ألا يكون عضوا في مجلس الإدارة أو لجنة المراقبة أو تابعا للشركة، كأن يكون مُستخدما فيها؛
- لا يجوز أن تزيد مدة تعيين المُمثل عن ثلاث سنوات إلا أنها قابلة للتجديد، ويُعدّ باطلا كل تعيين للمُمثل يتم خلافا للشروط المذكورة.

تعليقا على النصوص السابقة، يلاحظ إنطباق البيانات المُدوّنة في التشريع الجزائري والمصري مع ما ورد في التشريع الفرنسي دون أية إضافة، أما التشريع الليبي أضاف حالة نقص الأهلية ضمن الموانع التي تحول دون توليه منصب وكيل الجماعة، في وقت أن المشرع الأردني إشتراط أن يُقدّم المُترشح لهذا المنصب الضمانات الكافية، كما أخضع قبول تسميته من عدمه لمجلس هيئة الأوراق المالية.

المطلب الثاني

إختصاصات وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

إن التعبير عن إرادة مجموع المُدخريين في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم أمر يصعب تحقيقه نظرا لعددتهم الكبير، مما يستوجب توحيد تلك الآراء وتمثيلها في شخص واحد حتى لا تتعارض فيما بينها لاحقا؛ حيث تُختزل إرادة الأعضاء المُكوّنين لجماعة حملة السندات في شخص مُمثل الجماعة، الذي أسندت له جملة من الإختصاصات والمهام المختلفة التي يؤديها بحسن نية، بداية قيامه بالإجراءات التنظيمية والإدارية¹ السابقة واللاحقة لإنعقاد جمعيات حملة السندات وسهره على تتبّع حسن سير الإجراءات، يُضاف لها قيامه بمهمة تمثيل الجماعة أمام الجهات المختلفة خصوصا أمام الشركة المُصدرة، قصد طرح إنشغالات الكتلة والدفاع عن حقوقها، كما يسعى إلى وضع التجمّع في المسلك الصحيح عن طريق سعيه لتسيير الجماعة بأحسن صورة، في ظل رقابته على تصرفات الشركة التي قد تُقلّل أو تُضعف من ضمانات وحقوق دائنيها، بواسطة ما تتّخذ من قرارات وما تُبرمه من تصرفات (الفرع الأول)، ومما لا شك فيه أن وكيل

¹ _Jan De Spiegeleer-Wim Schoutens, op.cit., p.63.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

الجماعة يتولى القيام بهذه الأعمال لقاء عمولة، فهو لا يغدو أن يكون مجرد مُتطوِّع لأداء هذه المهام؛ إنما يتلقى أجر مُقابل عمله حدّدته مختلف التشريعات وبيّنت الجهة المُكلّفة بصرفه (الفرع الثاني).

الفرع الأول

سلطات وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

يُعتبر مُمثل جماعة حملة السندات وكيل عن الكتلة، وهو بمثابة جهازها التنفيذي الذي يحتكر الإشراف على حقوق والتزامات أعضائها¹، فيتولى تنفيذ القرارات التي تتخذها جمعيتهم العامة وكذا إيصال التعبير عن إرادتهم إلى المُخاطبين بها²، كما يلتزم في تنفيذ مهامه ببذل عناية الرجل المُعتاد؛ فإن قصر في ذلك تقوم في حقه المسؤولية العقدية³، وإذا خالف أحكام النصوص القانونية المنظمة لقواعد سير الشركة المُصدرة تقوم في حقه المسؤولية الجزائية، وقد ذهب البعض إلى القول أنه لا يجوز تعديل سلطات المُمثلين لا بالزيادة ولا النقصان سواء بنص في النظام أو بقرار يصدر عن الجمعية العمومية، كما لا يُمكن للمُمثلين تفويض الإختصاص المُعطى لهم لأشخاص آخرين؛ لأن شخصيتهم محل إعتبار. وفي جميع الأحوال، لا يُمكن للمُمثلين القيام بالأعمال التي تتعدى الصلاحيات الممنوحة لهم إلا بقرار تتخذه الهيئة⁴، خصوصا أن تعيين أكثر من مُمثل واحد سوف يُثير مسألة الصلاحية، وفي حال تم تقليص سلطاتهم من قبل جماعة حملة السندات عليهم مُراعاة ذلك⁵.

¹ _Philippe merle-Anne Fauchon, op.cit., p.401.

² _نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص172.
³ _حسب المادة 85 من تعليمات الترخيص والإعتماد لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و (47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002؛ فإنه تُنظم علاقة الشركة التي تقوم بأعمال أمانة الإصدار مع هيئة مالكي السندات بموجب إتفاقيات مكتوبة، بالتالي العلاقة التي تربط الأمين الإصدار مع أعضاء الهيئة هي علاقة عقدية.
⁴ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص218.

⁵ _Art.L.228-53 C.com.fr

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

لقد نصّت التشريعات المقارنة على صلاحيات مُمثل الجماعة، فحصرها المشرع الأردني¹ في النقاط التالية:

- تبليغ قرارات هيئة مالكي أسناد القرض إلى مراقب الشركات والشركات مُصدرة الأسناد وأي سوق تكون الأسناد مُدرجة فيه؛
- حضور إجتماعات الهيئة العامة للشركة مُصدرة الأسناد، وإبداء ملاحظاته وتزويد الحملة بتقارير عن تلك الإجتماعات في الحالات التي تستدعي ذلك؛
- متابعة قيام الشركة مُصدرة الأسناد بتوزيع الفوائد وإطفاء الأسناد بالتواريخ المُحدّدة بنشرة الإصدار²؛
- مُراقبة كل تصرف يُخالف شروط إصدار أسناد القرض، وإبلاغ هيئة المالكين بذلك التصرف المُخالف للقانون؛
- دعوة هيئة مالكي الأسناد للإجتماع كلما رأى ذلك ضرورياً.

المشرع المصري³ بدوره، بيّن إختصاصه ضمن اللائحة التنفيذية للقانون المُبيّن أدناه، ليكون كالتالي:

- تمثيل الجماعة في مُواجهة الشركة أو الغير أو أمام القضاء؛
- القيام بأعمال الإدارة اللّزمة للجماعة في الحدود المُبيّنة له؛

¹ المادة 40 من تعليمات الإصدار والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، صادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و (47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، والمادة 128 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

² كما أكدت محكمة النقض الفرنسية في هذا الشأن على صلاحية ممثل الجماعة في التصويت على تمديد أجل إستحقاق السندات، ما لم يتعارض هذا التمديد مع المصلحة الجماعية للدائنين.

_Cour de cassation, Chambre commerciale, 31 janvier 2018, 15-14.028 15-14.331. Disponible en ligne sur le site :

https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000036584753?fonds=JUFI&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePagination=DEFAULTconsulté le : 11/06/2021.

³ المادة 177 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

- رئاسة إجتماعات جماعة حملة السندات، وفي حالة غيابه ومن ينوب عنه تنتخب الجماعة من يحلّ محله؛
 - رفع الدعاوى التي تُوافق الجماعة على إقامتها بإسمها بغرض المحافظة على المصالح المشتركة لأعضائها، وبصفة خاصة الدعاوى المُتعلّقة بإبطال القرارات والأعمال الضارة بالجماعة والصادرة من الشركة إن كان لذلك وجه.
- كما أكدّ المشرع الليبي¹ على صلاحياته، لتكون كالتالي:
- دعوة جمعية حملة السندات للإجتماع وتنفيذ قراراتها وحماية المصالح المشتركة لأعضائها في علاقتهم مع الشركة؛
 - حضور عمليات سحب السندات المُراد إستهلاكها؛ حيث تجرى عمليات الإقتراع لرد قيمة السندات بحضوره؛
 - حضور الجمعية العمومية للمساهمين دون أن يكون له صوت فيها، وكذا حق الإطلاع على المستندات ذاتها التي يطّلع عليها المساهمون؛
 - حق التقاضي نيابة عن حملة السندات، حماية لمصالحهم حتى في حالة عقد الصلح الواقى مع الشركة أو شهر إفلاسها.

التشريع الفرنسي كذلك جاء بنصوص مُتفرّقة، بيّن من خلالها سُلطات المُمثل، فمنحه كل الصلاحيات الإدارية للدفاع عن المصالح العامة لحملة السندات²، ما لم تُقرّر الجمعية العمومية منعه من التدخل في الشؤون الإدارية للشركة؛ لكن في المقابل له حق حضور جمعيات المساهمين دون حق التصويت، كما يثبت له حق الإطلاع على وثائق الشركة³، بالإضافة لحق إقامة الدعاوى بإسم جميع حملة السندات في كل ما هو مُتعلّق ببطلان الشركة وبالأعمال الجارية قبل تأسيسها

¹إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 227.

²_Art.300 loi n°66-537

³_Art.302 loi n°66-537

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

والدفاع عن المصالح المشتركة لأعضاء الجماعة¹. بالمقابل؛ فإن جميع الدعاوى الموجهة ضد كتلة حملة السندات لا يمكن رفعها سوى ضد الممثل تحت طائلة عدم القبول².

كما نصّ التشريع التجاري السوري على إختصاصه ضمن نصوص مُتفرقة أيضاً، فيعهد للممثل إتخاذ جميع التدابير التحفظية في إطار ما هو مُحدّد في الجمعية العامة، وكذا الدفاع عن المصالح المُشتركة لحملة السندات وصيانة حقوقهم عن طريق حضور الهيئات العامة للمساهمين، بناء على دعوة مُوجهة له بذات الأشكال، كما يحق له الإشتراك في المُباحثات دون تصويت، على أن الأعمال الماسّة بحقوق حملة السندات والمُعدّلة لعقد الإصدار لا تُتخذ إلا بناء على الأكثرية المنصوص عليها في ذات القانون³.

من خلال ما تقدّم، يُستنتج أن المهام المُسندة إلى مُمثل الجماعة لا تخرج عن الأعمال التالية:

أولاً: أعمال التنظيم

عادة ما تعقد هيئة مالكي أسناد القرض دورات وإجتماعات، تبحث من خلالها تداعيات مشاريع القرارات التي تنوي الشركة إتخاذها ومن شأنها المساس بحقوقهم سواء بطريقة مباشرة أو العكس، وغيرها من الإجتماعات التشاورية الأخرى التي تحتاج إلى ترتيبات وأمور تنظيمية لتتم في أحسن صورة والتي يسهر على حُسن سيرها مُمثل الجماعة المُتكفل بدعوة حملة السندات إلى عقد الإجتماعات⁴ وترأسها⁵، بعد أن يتأكّد من ثبوت صفاتهم قبل مباشرة المداولة، كما يتولى وضع جدول الأعمال الذي سيناقش لاسيما إذا كان هو الذي دعى إلى إنعقاد الجمعية، ويختتمها بالقيام

¹ _Cour de cassation, Chambre commerciale, 7 avril 2010, 09-11.196. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000022086493?fonds=JUF&fonds=JURI&page=1&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchType=ALL&tab_selection=all&typePagination=DEFAULT consulté le : 11/06/2021.

² _Art.301 loi n°66-537

³ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص225.

⁴ _Yves Guyon, op. cit., n° 766, p.767.

⁵ _Art.311 loi n°66-537 et Art.L.228-64 C.com.fr

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بإجراءات الشهر القانونية¹ لتصل الدعوة إلى علم المُخاطبين بها، على أن تتحمل الشركة نفقات الإستدعاء، ولو أن تحمل الشركة لهذه النفقات ليس من شأنه أن يؤدي إلى إفلاسها².

عند العودة إلى أحكام التشريعات المقارنة، نجد التشريع المصري³ قد نصّ على صلاحية الممثل في إخطار كل من إدارة الشركة ورئيس مجلس إدارتها أو العضو المُنتدب للإدارة بتشكيل جماعة حملة السندات، كما يتوصّلون بالقرارات التي تُصدرها الجماعة بصورة مُوقّعة منه. كما أوجب عليه المشرع الجزائري⁴ ضرورة تبليغ الشركة المدينة بأي قرار تتّخذه الجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق بخصوص تعيينهم أو إستبدالهم، على أن يُنشر القرار بطلب من الشركة في جريدة الإعلانات القانونية بالولاية التي يوجد فيها مقرها، وفي النشرة الرسمية للإعلانات القانونية أيضاً إذا كانت قد لجأت إلى الدعوة العلنية للإدخار، خلال أجل شهر بدايته تاريخ مداولة جمعيتها.

ولا يتوقّف الأمر عند هذا الحد، فمن الممكن أن يتغيّب حامل سند أو أكثر عن المشاركة في أطوار الجمعية لينوب عنه وكيله، حينها يتأكّد مُمثل الجماعة من صحة الوكالة الخاصة ثم يقوم بتبنيها في السجل المُخصّص لذلك، كما يتأكد من بلوغ النصاب القانوني المُحدّد لإنعقاد الجمعية والأغلبية التي تسمح باتخاذ القرارات بالنظر إلى نوع الجمعية المُنعقدة، كما يقوم بحساب عدد الأصوات المُعبّر عنها وعدد الأصوات المُلغاة -الأوراق البيضاء-، كما يتولى كتابة مُسوّدة القرارات المُتخذة ومُتابعة أعدادها والتوقيع عليها من الأعضاء المُصوتين⁵. وبعد الإنهاء من الإجتماع، يتولى أمين الإصدار إبلاغ القرارات التي تم إتخاذها إلى أعضاء الهيئة المُجتمع، وكل من يُعيّنه القانون⁶ كالشركة المُصدرة أو كفلائها.

ثانياً: أعمال التمثيل

¹ المادة 170 من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

² بوعزة ديدن، مرجع سابق، ص 63.

³ المادة 176 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁴ المادة 27 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95، مرجع سابق.

⁵ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 246.

⁶ المادة 130 فقرة د من قانون الشركات الأردني، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

سبق التأكيد أن هيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تتمتع بالشخصية المعنوية، ومن آثار هذه الشخصية نجد الحق في التعبير عن إرادتها الحرة¹ من قبل نائب ينقل هذه الإرادة ضمن حدود أهليتها، في إطار علاقاتها داخل وخارج الشركة المُصدرة وأمام مرفق القضاء، وهو ما لا تستطيع الجماعة مُباشرته لوحدها، فتمثيل الشخصية المعنوية بواسطة مُمثل الجماعة أمر لا غنى عنه.

في القانون المصري مثلاً، يثبت حضور كتلة جماعة الدائنين لأطوار إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين عن طريق مُمثلها دائماً، الذي يُبدي ملاحظاته دون أن يكون له صوت معدود في المداولات²، كما له حق عرض قرارات وتوصيات الجماعة على مجلس الإدارة أو الجمعية العامة للشركة بعد أن يُثبت محتواها في محضر الجلسة³؛ لذلك نجد القانون قد أوجب على أعضاء مجلس الإدارة أو الأشخاص أو الهيئات التي تتولى الدعوة إلى عقد جمعية المساهمين أن يرسلوا إلى المُمثلين البلاغات ذاتها التي تُرسل إلى المساهمين، غير أن حضور المُمثلين في الجمعية يقتصر على مراقبة سير أعمالها والإستماع إلى المناقشات التي تُجرى فيها⁴، كما قد يتدخل المُمثلون في هذه المناقشات ويطرحون أسئلة أو يجيبون هم بدورهم على الأسئلة التي تُطرح عليهم؛ لكن هذا لا يُفيد فيما معناه أن لهم حق التصويت على المناقشات⁵.

تجدر الإشارة إلى أن تمثيل جماعة حملة السندات لا يقتصر في مواجهة الشركة أو الغير فقط؛ إنما حتى أمام هيئات الأوراق المالية والسوق المالي وأمام دائرة مراقبة الشركات⁶ والقضاء⁷

¹ المادة 50 فقرة 05 من القانون المدني الجزائري، يقابلها المادة 51 من القانون المدني الأردني، مرجع سابق.

² على سبيل المقارنة بين تجمّع حملة الأسهم وكذا تجمّع حملة السندات، يتبادر إلى الأذهان إمكانية تمثيل شركة المساهمة مصدرة السندات بممثل أو أكثر يحضرون إجتماعات كتلة حملة السندات دون الحق في التصويت على غرار ما هو حاصل بالنسبة لإجتماع جمعيات المساهمين، تبقى هذه الفرضية دون جواب لعدم وجود ما يفيد ذلك ضمن القانون الجزائري.

³ المادة 178 فقرة 01-02 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

⁴ _Philippe Merle–Anne Fauchon, op. cit., n°2048, p.400.

⁵ _إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص217.

⁶ _يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص245.

⁷ _Arnoud Lecourt, défaut d'ajustement d'obligations convertibles en actions : maintien du monopole du représentant de la masse pour agir en réparation, *Revue des sociétés*, Dalloz, 2014, p.503.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

بطبيعة الحال، فمادامت المسائل المطروحة تُهم جميع الحملة، فلمُمثليهم فقط سلطة التحرك بشأنها. كما تكون الشركة بدورها محمية من الدعاوى التي يُمارسها حاملو السندات المُتحرّكين بشكل مُنْعزل دون وجود دوافع جدية، لئلا تُرد هذه الدعاوى ولا تُقبل¹، أما إذا كان حملة السندات ككتلة واحدة في مقام المدعى عليهم، تُرفع حينها الدعاوى ضد مُمثليهم القانوني كذلك².

يتعيّن على الممثلين القيام بكل ما يلزم من إجراءات ضرورية للمحافظة على حقوق وكلاتهم، عن طريق تأمين حضور الجلسات ومُتابعة أطوار المحاكمة وتقديم اللوائح الجوابية ضمن المُهل القانونية³، وممارسة كل الحقوق التي يملكها الدائنين وتُعبّر عن وحدة المصالح بينهم⁴. فبما أن عقد الإصدار واحد ومصالحهم واحدة فمن الضروري توحيد دعاوهم، تفاديا لكثرة المصاريف عليهم⁵، وتجنبنا لعرقلة الإجراءات بالنظر إلى عددهم الهائل مما يُشكّل نوع من الإرهاق لمرفق القضاء، ليثبت لمُمثليهم رفع جميع الدعاوى المُقرّرة لوكلائهم بصفتهم دائنين وفق الأحكام العامة، سواء كان موضوع الدعوى المطالبة بفسخ العقد نتيجة عدم وفاء الشركة لإلتزاماتها رغم تنفيذ حملة السندات ما عليهم من واجبات تجاهها⁶، أو رفع دعوى تعويض نتيجة ما قامت به الشركة من تصرفات سببت لهم أضرار وفوّتت عليهم فرصة كسب⁷.

وفي حالة الإستعجال، يتمكّن ممثلو حملة السندات من رفع الدعاوى بإسم الكتلة دون الحاجة إلى قرار من جمعيتهم العامة، خاصة إذا كان موضوعها مُجرّد تدابير إحتياطية تهدف للمحافظة على حقوقهم، وإختصارا للإجراءات القضائية التي تأخذ الكثير من الوقت، وهو ما من شأنه أن يجعل حقوق حملة السندات على المحك⁸. زيادة على ما تقدّم، يثبت لمُمثل الجماعة حق التقدّم

¹ ج. ريبير - ر. روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 747.

² المادة 303 فقرة 02 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 215.

⁴ ج. ريبير - ر. روبلو، المطوّل في القانون التجاري، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 747.

⁵ ج. ريبير - ر. روبلو، مرجع نفسه، ص 756.

⁶ المادة 119 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁷ المادة 176 من القانون المدني الجزائري، مرجع نفسه.

⁸ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 214.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

لتفليسة الشركة مُصدرة السندات أو الشركة الضامنة لوفاء قيمة القرض السندي أو توقيع حجز تحفظي على أموالها، والعكس أيضا؛ فإذا كانت هذه الشركات هي المُدعية، حينها لا تُرفع الدعاوى ضد الدائنين مباشرة؛ إنما ضد مُمثلهم القانوني تحديدا حتى تكون مقبولة، فلا يُتصور أن تُقيم الشركة عشرات الدعاوى ضد كل مالك سند لوحده رغم أن موضوع الدعوى واحد، ولم تُخالف التشريعات محل الدراسة هذه الأحكام؛ بحيث أقرّ المشرع الجزائري صراحة حق الجماعة في التقاضي؛ لأنه من الآثار الناجمة لإكتساب الكتلة الشخصية المعنوية بحكم خاص مثلما سبق بيانه¹، كما أكد على إختصاص وكيل الجماعة في التقاضي بإسم الدائنين ورفع كل الدعاوى التي تُوافق الجماعة على إقامتها بإسمها قصد المحافظة على المصالح المشتركة لأعضائها، لاسيما تلك المُتعلقة بإبطال القرارات والأعمال الضارة الصادرة من الشركة مادام لذلك وجه حق².

ولأن تصرفات الشركة المُصدرة تتراوح درجة خطورتها على حقوق دائنيها من حملة السندات القابلة للتحويل، الأمر الذي يستوجب ضرورة تداولهم بخصوص الوقائع الخطيرة قبل إتخاذ أي قرار بشأن ما سوف تُباشره الشركة المدينة من تصرفات كتلك التي أشار إليها القانون التجاري وقبدها بشروط، على غرار إصدار أسهم واجب إكتتابها بمقابل نقدي، أو إصدار سندات إستحقاق جديدة قابلة للتحويل، أو حالة إلغاء الحق التفضيلي في الإكتتاب، كما بإمكان الجماعة رفع دعوى بطلان عملية إستهلاك رأس المال أو تخفيضه عن طريق التسديد، وكذا تغيير طريقة توزيع الأرباح على المساهمين³، لتتجاوز هذه الحالات سُطات المُمثلين المباشرة في الحد منها قضائيا نظرا لخطورتها، فجعل المشرع التداول بشأنها إختصاص أصيل لحملة هذه السندات داخل جمعيتهم غير العادية المُنعقدة بموجب النصاب القانوني المُعيّن آنفا⁴، حتى الإجتتماعات التي تتعقد مع الشركة المدينة بغرض منحها صُلحا إحتياطيا، يُمثّل أمناء الجماعة ممثليهم بعد أخذ الموافقة على مُقترحات الصلح من جمعيتهم كذلك⁵.

¹ المادة 50 فقرة 06 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 177 فقرة د من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

³ نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 176.

⁴ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص 216.

⁵ إلياس ناصيف، مرجع نفسه، ص 217.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

ما تجدر الإشارة إليه، أن القانون أعطى للوكلاء سلطة تمثيل كل حملة السندات القابلة للتحويل وليس بعضهم أو كلهم بإستثناء أحدهم، أما إذا كانت هناك مصالح فردية لحامل سند أو أكثر ولا تمس باقي حملة السندات كمطالبته بتسديد قيمة سنده أو قبض مقدار الفائدة المتأخرة¹ أو رفع دعوى إبطال الإكتتاب الحاصل بسبب غش وغيره²، ففي هذه الحالة يحق لكل حامل لوحده التقدّم أمام القضاء للدفاع عن مصالحه في مواجهة الشركة³، دون الحاجة إلى تمثيله من الوكيل.

كما تمتد المهام التمثيلية لوكيل الجماعة دفاعا عن حقوق حملة السندات، لتشمل مرحلة تصفية الشركة⁴ أمام المصفي⁵، فبمجرد صدور حكم شهر إفلاس الشركة المدينة يتولى التصريح في خصوم التسوية القضائية بالمبلغ الأصلي لسندات الاستحقاق التي لم يقم أصحابها بتحويلها، زيادة على ما يتقرر لها من فوائد مُستحقة وغير مُسدّدة، كما يُسَلَّم لوكيل التقلية المستندات الثبوتية مع جدول يُبيّن فيه الأوراق المُقدّمة والمبالغ المطالب بها، ثم يوقّع على الجدول مع إقراره أو إقرار حملة السندات أنفسهم بصحتها ومطابقتها للحقيقة⁶؛ فإذا عجز الوكيل عن مواصلة تمثيل الحملة لأسباب مختلفة، يتم تعيين وكيل آخر بموجب قرار قضائي⁷.

ثالثا: أعمال التسيير

سلطة وكلاء جماعة حملة السندات مُنقطعة النظير للتصرف بإسم الجماعة، قصد الحفاظ على المصالح المشتركة لحاملي سندات القرض الواحد⁸؛ لكن يمكن للجمعية العامة أن تُقيّدّها كلما

¹ نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص170.

² إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص216.

³ Yves Guyon, op.cit., n° 766, p.767.

⁴ المادة 715 مكرر 106 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁵ Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 15 juin 1999, 96-20.843. Disponible en ligne sur le site :

https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000007042641?init=true&page=1&query=la+masse+des+obligataires&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

⁶ المادة 280 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁷ المادة 715 مكرر 107 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁸ Yves Guyon, op. cit., n° 766, p.767. voir aussi Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1457, p.736.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

رأت ضرورة لذلك¹، ويجد هذا التقييد أساسه في رقابة حملة السندات لعمل ممثليهم، فلا يجوز لهم تجاوز السلطات المُسندة إليهم إلى ممارسة حقوق الوكلاء؛ لذا توضع القيود خوفا من عدم مراعاة المساواة بين حملة ذات الإصدار، كتفضيل حامل أو أكثر على الآخرين².

لعل من قبيل عمليات التسيير، قبول مُمثل الجماعة ما تُقرره الشركة المُصدرة من تأمينات لقرضها³، وسَعْيُه نحو قطع التقادم المُسقط لحقوق موكله⁴، وقِيْدُه لأي ضمانات جديدة خاصة بالسندات كالرهن التأميني أو الحيازي، أو شطب هذه القيود كلها أو بعضها عند الإقتضاء⁵، وتنظيم المحاسبة ومراقبة حلول آجال إستيفاء الضمانات الخاصة للوفاء بقيمة السندات في مواعيد إستحقاقها التي تسعى من خلالها الشركة إلى بث الأمان والإطمئنان إلى نفوس المُدخرين، وغيرها من أعمال التسيير الأخرى.

رابعا: أعمال الرقابة

يُعطي القانون لوكلاء الجماعة إمكانية حضور إجتماعات جمعيات المساهمين بصفة إستشارية فقط دون حق التصويت على القرارات التي تتخذها⁶، وحتى يكون لأعمال الرقابة مفعول، منح القانون للممثل حق الإطلاع على وثائق ومستندات الشركة بذات الكيفية المُقررة للمساهمين⁷ دون التدخل في تسييرها⁸، وإن كان المشرع التونسي⁹ لم يُفصّل كثيرا في كيفية الإطلاع، عكس

¹ المادة 715 مكرر 90 من القانون التجاري الجزائري، يقابلها المادة 302 من قانون شركة المساهمة المغربي، وبخصوص المشرع الفرنسي راجع :

_Art.L.228-53 C.com.fr

² نوال فنيخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 167.

³ المادة 715 مكرر 105 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁴ أنظر المواد 317- 318- 319 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

⁵ يوسف محمد المصاروة، مرجع سابق، ص 247. أيضا محمد صالح بك، مرجع سابق، ص 394.

⁶ المادة 715 مكرر 91 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

⁷ المادة 715 مكرر 91 فقرة 03 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁸ المادة 715 مكرر 91 فقرة 01 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁹ المادة 280 من مجلة الشركات التونسية، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

المشروع الجزائري¹ الذي ربطه بمدة خمسة عشر يوم السابقة لإنعقاد الجمعية العامة للمساهمين، ليشمل الإطلاع كل من جرد جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والحصيلة وقائمة القائمين بالإدارة ومجلس المديرين أو مجلس المراقبة، بالإضافة إلى تقارير مندوبي الحسابات المرفوعة إلى الجمعية والمبلغ الإجمالي المصادق على صحته من مندوبي الحسابات والأجور المدفوعة للأشخاص المُحصلين على أعلى أجر.

خلال نفس المدة، رخص المشروع المغربي² لممثل الكتلة حق الإطلاع على جدول أعمال الجمعية، بالإضافة إلى نص وبيان أسباب مشاريع التوصيات التي يُقدّمها مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية وإن إقتضى الحال تلك المُقدّمة من المساهمين، كما أعطاه حق النظر إلى قائمة المُتصرفين في مجلس الإدارة وأعضاء مجلس الإدارة الجماعية ومجلس الرقابة؛ وإن إقتضى الحال المعلومات التي تخص المرشحين للعضوية في هذه المجالس، بالإضافة إلى إطلاعهم على الجرد والقوائم التركيبية للسنة المنصرمة، وكذا تقرير تسيير مجلس الإدارة المعروف على أنظار الجمعية؛ وإن إقتضى الحال ملاحظات مجلس الرقابة، يُضاف لها تقرير مراقب الحسابات المعروف على الجمعية التي ينوي حضورها، كما له أن يطلب الإطلاع على مشروع تخصيص النتائج.

وإن كانت القوانين السابقة إكتفت بالإحالة إلى النص الذي يُنظّم إطلاع المساهمين، غير أن المشروع المصري³ أكد صراحة في الجزء المُتعلق بجمعيات المساهمين على الجهات التي تُبلّغ بدعوة الجمعية العامة للإجتماع، ومن ضمنها الممثل القانوني لجماعة حملة السندات وحسنا فعل، كما عاد وأكد على ضرورة أن يُرسل له شأنه شأن كل الأجهزة السابقة صورة من الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وتقرير مجلس الإدارة، بالإضافة إلى صورة من الإخطار بدعوة الجمعية العامة العادية.

دائما في إطار ممارسة الرقابة على أكمل وجه، منح القانون لممثل الكتلة حق التوجّه إلى القضاء قصد تعيين وكيل قضائي يُكلّف بدعوة الجمعية العامة للمساهمين للإنعقاد، مادام لم يسمح

¹ المادة 680 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 141 من قانون شركة المساهمة المغربي، مرجع سابق.

³ المادة 204 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، مرجع سابق.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

له القانون بهذا الحق مباشرة؛ لأنه يخص جهات مُعيّنة على سبيل الحصر. فالأصل أن الأجهزة الداخلية في الشركة هي من تتولى دعوتها على غرار مجلس الإدارة¹ ومجلس المراقبة²، غير أنه لأسباب مُتعدّدة كالحالة التي يتعدّر فيها على مجلس الإدارة دعوتها بسبب شغور منصب القائم بالإدارة سواء بسبب الوفاة أو الإستقالة، أو الحالة التي يقلّ فيها عدد القائمين بالإدارة عن الحد الأدنى المنصوص عليه في القانون الأساسي دون أن يقلّ عن الحد الأدنى القانوني³، بالإضافة إلى الحالة التي تكون فيها الشركة في مرحلة تصفية ولم تتمكّن الجمعية المُكلّفة بإفقال التصفية أو رفضت التصديق على حسابات المصفي⁴.

الفرع الثاني

أجر وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

لم يُحدّد القانون التجاري الجزائري مُعدل أتعاب الوكلاء؛ لكن هذا لا يُفسّر على أنهم يقومون بعملهم دون أجر فلا مجانية في الأعمال التجارية⁵، فهم يستحقون عمولة لقاء خدماتهم تتكفل الشركة مُصدرة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بدفعها لهم⁶، كما يجوز للجمعية العمومية أن تُخصّص لهم مكافآت نظير مجهوداتهم بعد التشاور عليها خلال إجتماع عام أو عن طريق بند في عقد الإصدار⁷، فالمنطق يقتضي أن الجمعية العامة العادية لحملة السندات تتكفل ببيان الكيفية التي على أساسها يتم تحديد مُرتبهم؛ لأنها مسألة تدخل ضمن إطار حسن سير تنفيذ القرض⁸؛ لكن حتى هذا القرض يصطدم بالنص الوارد في القانون التجاري القاضي بأن الجمعية العامة غير

¹ المادة 618 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² المادة 665 فقرة 05 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

³ المادة 617 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁴ المادة 774 من القانون التجاري الجزائري، مرجع نفسه.

⁵ إلياس ناصيف، الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس، مرجع سابق، ص218.

⁶ المادة 715 مكر 100 من القانون التجاري الجزائري. يقابلها بخصوص المشرع الفرنسي:

Art.303 loi n°66-537

⁷ Philippe Merle-Anne Fauchon, op. cit., n°2044, p.399.

⁸ نوال فنينج، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، ص156.

الباب الثاني: الفصل الثاني التنظيم الجماعي لهيئة مالكي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

العادية هي التي تتولى مسألة تعيينه فيُفترض أنها هي ذاتها من تعنتي بتدبير شؤونه. أما إذا تم تعيينه من القضاء ضمن الحالات التي سبق بيانها، هنا يتولى القاضي بيان مُرتبه، بناء على طلب الشركة أو المُمثل لحين إنعقاد الجمعية الأولى لحملة السندات؛ فإذا إستمر نفس المُمثل في عمله، يبقى ذات الراتب الذي قدره له القاضي، أما إذا تم تعيين مُمثل آخر حينها تتولى الشركة المُصدرة تحديد راتبه. كما يمكن لرئيس المحكمة الناظر في الأمور المستعجلة أن يُخفّض البديل المُخصّص له من قبل الجمعية العامة بناء على طلب الشركة¹، لاسيما أن هيئة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل ليس لها ذمة مالية مستقلة، فمن شأنها المغالاة في تقدير أتعابه، كما يحظر على مسؤولي الشركة أن يدفعوا للمُمثلين بدلاً أعلى من القيمة المُحدّدة من قبل الجمعية العامة أو بقرار قضائي، ويحظر أيضا على المُمثلين قبول ذلك تحت طائلة الغرامة².

¹ _Mohamed Salah, op.cit., n°80-3, pp.102_103.

² _Georges Ripert-René Roblot, op.cit., n° 1456, p.736.

تم التطرق في الباب الثاني لاسيما في الفصل الأول منه إلى المركز القانوني لحامل سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم، الذي تجلى بوضوح من خلال الحقوق التي يحوزها والواجبات التي يؤديها، سواء كانت هذه الحقوق والواجبات مالية أو حمائية، فالشركة ملزمة بالحفاظ على حقوق حامل سندها حتى في ظل ما يطرأ عليها من مُستجدات كالإندماج أو الانفصال؛ الحل؛ التحوّل؛ التسوية القضائية؛ الإفلاس والتصفية. وقد حاول المشرع إيجاد الآليات القانونية الكفيلة لحماية مركز حملة السندات، على غرار الضمانات العامة والخاصة التي يُنظمها القانون المدني، والمتمثلة في الوسائل التحفظية والتنفيذية وكذا الدعاوى التي تؤدي وظيفة وسطى بينهما وتقبل التطبيق في عمومها على سند الاستحقاق القابل للتحويل؛ لكن المسألة لا تخلو من النقد المُوجّه حول نجاعة هذه الوسائل الكلاسيكية في حماية مركز حامل السند بالنظر لخصوصية عملية تمويل المساهمة، الأمر الذي أدى إلى تضمين القانون التجاري بآليات خاصة، أساسها تقييد حرية الشركة في إبرام بعض التصرفات في ظل سريان القرض السندي، سواء تمثّل هذا التقييد في منعها مطلقاً من بعض التعاقدات، أو اشتراط عليها شروط خاصة.

ونظراً لأن الشركة تتوجّه بقرضها السندي إلى عموم الجمهور في غالب الأحيان؛ فإن تعاملها معهم مُنفردين سوف يؤدي إلى إنهاكها ولا يتماشى مع موجبات وحدة القرض ووحدة المركز القانوني للدائنين، الأمر الذي يستوجب حتمية تكتلهم داخل تجمع يعتني بشؤونهم ويؤدّ آرائهم قصد الخروج بقرارات تتصدى لأي مقترحات من الشركة تسعى للتقليل من حقوقهم، عن طريق عقد إجتماعات عادية وأخرى غير عادية، ضبطها المشرع بشروط شكلية وأخرى موضوعية، وأحال تنظيم أغلب أحكامها إلى ما هو مُقرّر بخصوص إجتماعات حملة الأسهم، لاسيما فيما يتعلّق بكيفية الإستدعاء وشروط النصاب والأغلبية.

وحتى يكون هناك تنسيق بين أعضاء جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل، إستلزم المشرع ضرورة تعيين مُمثل عنهم من بين الأشخاص الذين يمكنهم أن يحوزوا هذه الصفة، كجهاز تنفيذي يسعى للدفاع عن حقوقهم الجماعية المشتركة أمام مختلف الهيئات، في إطار الصلاحيات الممنوحة له مقابل تقاضيه أجر مُحدّد مسبقاً، على أن تنتهي مهامه بإستقالته أو عزله وفق ذات الأشكال التي عُيّن بها.

خاتمة

بعد الإحاطة بمختلف الجوانب القانونية التي أثارها عنوان الرسالة، تكون قد بلغت الخاتمة التي يتأكد من خلالها أن موضوع سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم من أهم المواضيع التي تناولها المشرع الجزائري ضمن القانون التجاري في الشق المتعلق بشركة المساهمة، أسوة بغيره من القوانين التي تم الإستدلال بها بغرض سد النقائص المسجلة التي أثارها فرضية البحث بشدة، فقد نظم المشرع الجزائري هذه الورقة المالية في جوانب عديدة وأغفل تنظيم جوانب أخرى، وهو ذات ما ينطبق قوله على باقي التشريعات محل المقارنة؛ حيث أن هذه النقائص إلتهمت منذ بداية الدراسة التي إستُهلّت برصد تعريفات مختلفة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم لاسيما التعريفات التشريعية التي تنوّعت في تسميتها، في المقابل خلت من وضع تعريف شامل لها، ليتم الإستقرار على تعريف خاص يجمع مختلف الخصائص المُميّزة لها، هذه الخصائص تم التوسّع فيها في المرحلة الموالية إستنادا إلى ما تشترك فيه مع باقي القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، خاصة أن المشرع الجزائري قد أدرجها تحت ذات العنوان.

من جانب آخر، تم تقييم سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بإعتبارها أداة إدخار، كما تم تحديد طبيعتها القانونية، وعند تقييمها إلتمس جانب إقتصادي يعكسه الموضوع؛ لأن السندات والأوراق المالية عامة كالأسهم مثلا من المواضيع المطروحة على الباحثين الإقتصاديين كذلك، ليُستخلص من هذا التقييم جملة من المزايا التي تعود على كلا طرفيها. فبالنسبة للشركة المُصدرة، تتمكّن عن طريق طرحها لهذه السندات من الإقتصاد في نفقاتها نظرا لأن كل من مُعدّل الضرائب ونسبة الفوائد التي تلتزم بأدائها تكون منخفضة مقارنة بأوراق مالية أخرى كالأسهم مثلا، كما أنها تتوصّل بمقدار الدين الذي تحتاجه مع المحافظة على ذات التركيبة الداخلية لها، دون الحاجة إلى إحداث تغيير على أجهزتها ودون الزيادة في عدد المساهمين مادام حملة السندات يحافظون على وصفهم كدائنين، كما تتمكّن من تحقيق الزيادة في رأسمالها بمُجرّد تحويل السندات لأسهم بالقدر الذي ترغب فيه؛ بل وإنها تُحقّق عملية الزيادة هذه وهي في موضع قوة؛ حيث تتعاقد مع المُقرضين بعد أن تُضمّن نشرة الإصدار ما تشاء من بنود تخدم مصالحها في إطار القانون دون إجحاف. أما من جانب الدائن المُكاتب في السند القابل للتحويل؛ فإنه يُحقّق بدوره مجموعة من الإمتيازات، تظهر من خلال توصّله بالعائد المُتفق عليه في المواعيد المُبيّنة بوضوح في نشرة الإصدار دون أن يتأثر بوضعية الشركة، ما لم ينقضى القرض بحلول أجله، حينها يسترد قيمة سنده كاملا. أما إذا تُضمّن عقد الإكتتاب إمكانية تحويل السند إلى سهم، حينها تبقى له السلطة التقديرية في تفعيل خيار التحويل من عدمه حسب الظروف التي تمرّ بها الشركة لاسيما الظروف

المالية؛ لذا فحامل سند الاستحقاق القابل للتحويل أكثر أمان في علاقته مع الشركة المصدرة مقارنة بالمساهم.

عند البحث في المخاطر التي تمس هذه الورقة المالية، ظهرت مُقسّمة إلى قسمين: مخاطر مُنظمة مُرتبطة أساسا بعوامل خارجة عن إرادة الشركة ولا يمكنها التحكّم فيها، كتغيّر سعر الفائدة في السوق صعودا وهبوطا، بالإضافة إلى مخاطر الائتمان المُتعلّقة بالقدرة الائتمانية للشركة وكذا مخاطر التضخم التي تؤثر في القدرة الشرائية للسندات ونُدرة السيولة في حال ما قرّر حامل السند تسويق ورقته المالية بذات السعر الأولي لها. يُضاف إلى ما سبق، مخاطر غير منتظمة تتعلّق بالشركة المُصدرة التي يمكن أن تتجنبها أو تُقلّل من حدوثها، كخطر التوقّف عن سداد إلتزاماتها في مواجهة دائئيتها، لاسيما إذا أمسكت عن رد قيمة السندات في تواريخها المُحدّدة أو توقّفت عن صرف الفوائد الدورية لهم، إضافة إلى خطر تغيير مواعيد التسديد أيضا خصوصا إذا كانت مدة القرض طويلة نسبيا، مما يحول دون التأكد بشأن مستقبل الورقة المالية، يُضاف لما سبق خطر إستدعاء السند في تواريخ تتصادف مع حالة إنخفاض حاد في أسعار الفائدة، أيضا يُشكّل حجب المعلومات الهامة عن حامل السند خطرا عليه، خصوصا إذا كان غير مُتمرس في هذا المجال، كما أن سعي الشركة لإطفاء سنداتنا سنويا في ظل التدهور الشديد لقيمتها الإسمية من شأنه أن يُكبّد حامل السند خسارة كبيرة.

كما تم التطرق في معرض الدراسة أيضا إلى التمييز بين السندات القابلة للتحويل وباقي النظم الأخرى المُشابهة لها على غرار الأسهم؛ شهادات الإستثمار؛ شهادات الحق في التصويت؛ سندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم؛ حصص التأسيس؛ سندات المساهمة العادية، وتم التوصل إلى نقط تشابه وإختلاف كثيرة أدت إلى توضيح مكانة هذه السندات في ظل باقي الأوراق الأخرى الصادرة عن ذات الشركة، وجرى التمييز كذلك بينها وبين الأوراق النقدية والسندات التجارية لما لوحظ فيه من لبس يستدعي التوضيح أكثر.

لم تتوقّف الدراسة عند هذا الحد؛ إنما تم التعرّض بإسهاب إلى مختلف العمليات القانونية التي ترد على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بالتسلسل، بداية بعملية الإصدار، مروراً بالتوظيف فالإكتتاب ثم التحويل.

وبعد دراسة مُستفيضة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

_ كان المشرع الجزائري يمنع الشركات من إصدار القيم المنقولة ما عدا الأسهم، قبل أن يعدل عن موقفه الذي أقرنه بجملة من الشروط على غرار باقي التشريعات محل الدراسة ولم يتركه على إطلاقه؛ ولعل أهم الشروط السابقة على عملية الإصدار هي ضرورة حصول الشركة (دون الهيئات العامة المُصدرة) على ترخيص من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بغرض فرض رقابة سابقة على هذه العملية، نظرا لأهميتها البالغة.

_ لم يعالج المشرع الجزائري إمكانية تفويض إختصاص الإصدار إلى جهة أخرى، في حين أنه أقر إمكانية تفويض تنفيذ الإصدار وفق شروط مُحددة.

_ إشتراط المشرع الجزائري أن تكون الشركة المُصدرة قد مرّ على إنشائها سنتين قبل الإصدار، أعدت خلالها ميزانيتين مُصادق عليهما.

_ إستوجب المشرع الجزائري شأنه شأن سائر التشريعات محل المقارنة على الشركة الراغبة في إصدار السندات القابلة للتحويل أن تكون قد تلقت كل قيم الأسهم المُتمثلة لرأسمالها، في حين أسقط هذا الشرط إذا كانت الشركة مضمونة من جهات عمومية.

_ بيّنت التشريعات المختلفة دون المشرع الجزائري محتوى عقد الإصدار عن طريق تحديد البيانات الرئيسية التي يتكوّن منها العقد، والتي تُصّب في خانة الإعلام السابق للمُكاتب.

_ لم يُحدّد المشرع الحد الأقصى لحجم الإصدار، تاركًا حرية تقديره للجمعية العامة غير العادية للشركة المُصدرة، في حين منع الشركات أن تتعدى عند إصدارها قيمة منقولة حجم الإصدار الذي حدّدته لجنة مراقبة عمليات البورصة.

_ ترك المشرع الحرية للشركة المُصدرة في تحديد قيمة السند المُصدر، شرط ألا يقلّ عن قيمة السهم في حال ما تم تفعيل خيار التحويل مستقبلا، تسهила لعملية تبادل السندات بالأسهم.

_ منح المشرع الحرية للشركة المُصدرة في بيان كيفية تحويل السندات لأسهم، سواء تم داخل مدة مُحددة أو في أي وقت آخر.

_ لم يُعرّف المشرع الإكتتاب في الأوراق المالية عموماً لاسيما في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل؛ إنما قام بتنظيم الإكتتاب العلني من خلال القانون التجاري وكذا المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدّل بالقانون رقم 04/03، وكذا النظام رقم 02/96 المعدّل بالنظام رقم 01/04.

_ ينتج الطابع العلني للإدخار في التشريع الجزائري على غرار التشريع الفرنسي في الشركات المُسجلة سنداتهما ضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة؛ إذا تم نشر هذه القيم بحجم يتعدى دائرة محدودة من الأشخاص، مع الإستعانة عند توظيفها بالبنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء، عكس الحالات التي يتم اللجوء فيها إلى بعض المهنيين أو المؤسسين أو المستثمرين أو الحالة التي يرتبط فيها مُصدر القيم والمستثمر بعلاقة شخصية أو عائلية، حينها يعتبر مُجرّد توظيف خاص.

_ ألزم المشرع الجزائري الشركات التي تلجأ علانية للإدخار بضرورة نشر إعلان يتضمّن تعريف شامل للشركة المُصدرة، أحال تنظيمه إلى المرسوم التنفيذي رقم 438/95 بموجب نص يقبل التطبيق على كافة أنواع السندات.

_ زيادة على الإعلان، تلتزم الشركة المُصدرة بتحضير مجموعة مُرفقات، على غرار نسخة من حصيلتها الأخيرة وافقت عليها الجمعية العامة للمساهمين وصادق عليها المُمثل القانوني للشركة، وكل المعلومات المُتعلقة بسير أعمالها منذ بداية السنة المالية الجارية والسابقة لها.

_ ألزمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كل شركة (ما عدا الدولة وجماعاتها المحلية عكس الأمر بالنسبة للبيان الإعلامي) مُصدرة للقيم المنقولة عن طريق اللجوء العلني للجُمهور، بضرورة إيداع مشروع المذكرة الإعلامية ومرفقاتها وكذا البيان الإعلامي بُغية الحصول على التأشيرة، وإعتنت قوانين البورصة ومختلف أنظمتها بمشتملاتها، ولا يتوقّف الإعلام عند هاتين الوثيقتين؛ بل في سبيل تنوير المدخر أكثر يتم نشر كل من النشرات والمناشير والإعلانات والبلاغات التي لها ذات الوظيفة السابقة.

_ يتوقف إكتتاب المدخرين في السندات المُصدرة على تنازل قُدامى المساهمين عن حق الأولوية المُقرّر لهم؛ لأنه يضمن بقائهم داخل الشركة.

_ تحتاج الشركة إلى التسويق لسنداتها في إطار ما يسمى بـ "التوظيف"، وقد تبني المشرع الجزائري هذه المرحلة وقام بتعريفها بطريقة غير مباشرة.

- _ عَدَد المشرع البيانات التي يتضمَّنها عقد الإكتتاب الممنوح للمُكتتبين.
- _ قَيَّد المشرع إثبات الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن طريق بطاقة الإكتتاب، التي تحتوي مجموعة من البيانات المشار إليها في المرسوم التنفيذي رقم 438/95.
- _ تتوقَّف عملية تحويل السند إلى سهم على الرغبة الصريحة لحامله دون أي ضغط من الشركة، وهذا القرار غالبا ما يتحكَّم فيه منحى نشاط الشركة في السوق.
- _ تفويت التحويل أو عدم تفعيله يُنزل السند من سند إستحقاق مُركب إلى سند إستحقاق بسيط.
- _ من تبعات عملية التحويل على الشركة المُصدرة، إنقضاء حجم مديونيتها بقدر ما حُوِّل من سندات إلى أسهم، يُقابله زيادة مُماثلة في رأسمالها. أما بالنسبة لحامل السند، ينقلب من دائن للشركة إلى مساهم فيها، يتقاضى أرباح عَوْض فوائد، ويحوز حق البقاء مادامت الشركة قائمة.
- _ الطريقة التي يُزاد بها رأسمال الشركة تختلف بحسب الكيفية التي يتم بها التحويل، ففي حالة التحويل المُقيَّد بمُدَّة مُعيَّنة، يتم الإكتتاب في الأسهم الجديدة بالكيفية التي تُبيِّنها الشركة، أما في حالة التحويل المفتوح في أي وقت، عمد المشرع إلى تبسيط الإجراءات الشكلية، لاسيما إذا تقاربت مُدد التحويل، لتتأجَّل حتى نهاية السنة المالية.
- _ القاعدة التي تقضي عدم جواز زيادة رأسمال شركة المساهمة إلا بعد مرور خمس سنوات من تأسيسها، لا تسري على حالة إصدار السندات القابلة للتحويل.
- _ يتبع زيادة رأسمال الشركة المُصدرة جِراء التحويل ضرورة القيام بالإجراءات الشكلية على عقدها التأسيسي وكذا على سجلها التجاري.
- _ أكَّد القانون التجاري الجزائري على أحقيَّة الأسهم المُسلَّمة لأصحاب سندات الاستحقاق في الأرباح المدفوعة بعُنوان السنة المالية التي طُلب فيها التحويل.
- _ بمُجرَّد تحويل السندات إلى أسهم يتوقَّف سريان الفوائد الدورية.
- _ إذا تم تحويل جزء فقط من السندات إلى أسهم، يجمع الحامل بين وصفين: وصف حامل سند دائن ووصف حامل سهم شريك، على أن يتقاضى الحقوق الخاصة بكل ورقة مالية.
- _ لم يُعرِّف المشرع حق أولوية الإكتتاب في الأسهم، في حين أنه تصدى لأحكامه.

- _ حامل السند له الحق في إستيفاء مقدار الفائدة المُستحقة له بتمامها قبل أي توزيع للأرباح على الشركاء، وللمُنشأة الحرية التامة في إختيار وتحديد مُعدل فائدة قرضها ودوريتها.
- _ تتوقّف طريقة تداول سند الاستحقاق على شكله، ويتم التداول إما داخل أسواق منظمة تسمى البورصات إذا كانت الشركة مُسعّرة، أو داخل أسواق موازية إذا كانت غير مُسعّرة.
- _ مُخالفة شروط قبول التداول يخضع لتقدير وتوصية من شركة إدارة بورصة القيم.
- _ لا يحق لأصحاب السندات الإشتراك فعليًا في إدارة الشركة؛ لكن من باب التوفيق بين مختلف المصالح لهم أن يحضروا جلسات جمعيات المساهمين عن طريق مُمثلهم.
- _ تجسيدا لصورة الإعلام غير المباشر، يثبت لحملة السندات عن طريق مُمثلهم حق الإطلاع الدائم على أهم وثائق الشركة بذات الكيفية المُبيّنة للمساهمين.
- _ منح المشرع لحملة السندات القابلة للتحويل حق مُعارضة التصرفات التي تُبرمها الشركة ومن شأنها التقليل من حقوقهم كحالاتي الإندماج أو الانفصال، بالإضافة إلى تخفيض رأس المال.
- _ بما أن المشرع قد أجاز تدخّل كل من يهمله الأمر في تعيين المصفي ما لم يتفق الشركاء على تعيينه، فلا مانع من تسميته من جانب جماعة حملة السندات، دائما عن طريق ممثلهم.
- _ يقع على حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل مجموعة من الواجبات المالية والمعنوية يلتزمون بأدائها طيلة مُدة القرض.
- _ يمكن لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل حماية ضمانهم العام المُتمثّل في رأسمال الشركة عن طريق ممارسة الدعاوى التي نظمها القانون المدني، كما يمكن للشركة ضمان قرضها السندي بتأمينات خاصة، على أن تُشهرها بالكيفيات المُتطلّبة قانونا حتى تكون سارية المفعول.
- _ قصد حماية حملة السندات القابلة للتحويل، منع المشرع الشركة المُصدرة من القيام ببعض التصرفات المُضرة بهم، على غرار إستهلاك رأسمالها أو تخفيضه أو تغيير طريقة توزيع الأرباح. في حين قيدها في تصرفات أخرى، كإصدار أسهم نقدية أو سندات جديدة أو إدماج الإحتياطات والأرباح وعلاوة الإصدار في رأس المال.

_ أُلزم المشرع حملة السندات القابلة للتحويل بضرورة التكتّل داخل جماعة بقوة القانون، كما منح لها الشخصية المعنوية وأعطاهَا حُرّية الإنعقاد في كل وقت.

_ أحوّل المشرع تنظيم أحكام إنعقاد جمعيات حملة السندات القابلة للتحويل إلى جمعيات المساهمين.

_ وضع المشرع الجزائري نصًا تنظيميًا عامًا يعتني بشروط تعيين وكيل الجماعة، تجنبًا لتنازع المصالح، وضمانًا لإستقلالية نشاطه.

_ تطرّق المشرع لسُلطات وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم ضمن نصوص مُتفرّقة، على أن تتمثّل في: مهام التنظيم؛ مهام التمثيل؛ مهام التسيير؛ مهام الرقابة.

_ لم يُحدّد القانون التجاري الجزائري مُعدل أتعاب الوكيل، وترك تقديره للجمعية العامة العادية لحملة السندات.

النقائص والتوصيات:

_ لم يُبيّن المشرع محتوى تقارير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين التي بناء عليها يُتخذ قرار إصدار السندات القابلة للتحويل، الأمر الذي يقتضي البحث فيه عاجلاً.

_ على المشرع أن يُبيّن المُدة التي يبدأ فيها إحتساب السنتين السابقتين على إصدار السندات القابلة للتحويل.

_ إن الإستثناء الوارد على الدفع الكامل لرأسمال الشركة والمُتعلّق بالسندات المرهونة على ذمة جهات خارجية، من شأنه ألا يتماشى مع المنع الحاصل بشأن زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة التي سوف يتوصّل بها حملة السندات إذا فعّلوا خيار التحويل لاحقاً، مما يستدعي إعادة تصويب هذا الحكم.

_ على المشرع أن يوضّح إذا كان يستلزم الوفاء الكلي لرأسمال الشركة قبل الإصدار أم يكفي مُجرّد الإخطار.

_ على المشرع أن يجمع البيانات التي تحتويها نشرة الإصدار في نص واحد بدل جعلها مُتفرقة بين النصوص المختلفة، خصوصاً أنها تدخل ضمن خانة الحماية السابقة على التعاقد التي تُصب في مصلحة حامل السند.

_ يُنتظر من المشرع أن يوضح الجزاء المُقرر في حال مخالفة النص الأمر القاضي بعدم جواز إنقاص القيمة الإسمية للسندات عن القيمة الإسمية للأسهم التي سوف تتحوّل إليها لاحقاً.

_ على المشرع أن يُبيّن كيفية دفع القيمة الإسمية للسندات القابلة للتحويل.

_ لم يُصرّح المشرع بالعقوبات المُرصدة في حال مُخالفة شروط الإصدار رغم أهمية هذه المرحلة، خصوصاً أن النصوص القانونية المنظمة لها كانت آمرة.

_ لم يُبيّن المشرع المقصود بمقدار رأس المال الذي تضمّنه الإعلان السابق على الإكتتاب إذا كان هو المبلغ المُدرج في عقد الشركة الأساسي أم المبلغ المُمثل لقيمة رأس المال الذي تتواجد عليه الشركة في تاريخ إصدار البيان.

_ نصّ المشرع على شروط صحة الإكتتاب في الشق المُتعلّق بالإكتتاب بالأسهم بدل السندات، في حين أن هذه الشروط تسري على الإكتتاب في كل الأوراق المالية، بالتالي يجب تغيير موضع النص.

_ لم يُعالج المشرع إمكانية غلق باب الإكتتاب إذا تم في كل السندات المطروحة قبل نفاذ الأجل المفتوح، كما لم يُعالج إمكانية زيادة الإكتتابات على عدد السندات المطروحة؛ لأنه لم يلزم الشركة بإيداع قائمة المُكتتبين النهائية، كما لم يُبيّن حكم عدم الإكتتاب في كامل السندات المعروضة خلال المُدة المُحدّدة، وهو ما يقتضي البحث فيه عاجلاً.

_ نصّ المشرع على إعلان الإكتتاب، غير أنه حصره في مرحلة تأسيس شركة المساهمة؛ لذا عليه إعادة صياغة نص المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 المتعلقة بالبيانات المُدرجة في نشرة الإعلان عن الإكتتاب، التي جاء فيها: "تسمية الشركة التي تؤسس متبوعة برمزها..."، في حين أن المادة تُطبق على التأسيس وكذلك على زيادة رأسمال، على اعتبار أن الإكتتاب في الأوراق المالية لا يرتبط فقط بمرحلة تأسيسها؛ إنما يرافقها كذلك أثناء مرحلة الزيادة في رأسمالها، لتصبح الصياغة كالتالي: "تسمية الشركة التي تؤسس أو التي يُزاد رأسمالها متبوعة برمزها....".

_ لم يضع المشرع نصًا صريحًا يُطبَّق على مخالفة شروط صحة الإكتتاب في السندات القابلة للتحويل؛ حيث خاطب من خلال النصوص الجزائية المساهمين وليس الدائنين، وإحالة الأحكام السارية على المُخالفات المُتعلّقة بتأسيس شركة المساهمة إلى المُخالفات المُتعلّقة بالتعديلات التي تطرأ على زيادة رأسمالها يبقى أمر غير كافي.

_ لم يُحدّد المشرع المُدة الزمنية التي يتم خلالها ممارسة التحويل في أي وقت، والنص المُتعلّق بسندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم ليس نهاية الإشكال؛ لذا يجب الإحالة صراحة إليه أو إدراجه ضمن الأحكام المشتركة السارية على سندات الاستحقاق ككل.

_ لم يُبيّن المشرع مصير السندات المُحوّلة إلى أسهم، كما لم يُبيّن نوعية الأسهم المُتوصّل إليها بعد التحويل إن كانت أسهم عادية أم ممتازة.

_ لم يتطرّق المشرع لحالة وجود جزء من القيمة المنقولة أثناء ممارسة عملية التحويل ضمن الأحكام المُنظمة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل بخلاف سندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب، الأمر الذي يستوجب تضمينه صراحة في الأحكام السارية على السندات عموماً.

_ رغم أن المشرع حوّل لمُحافظ الحسابات كجهاز داخلي سُلطة مُراقبة صحة المعلومات الواردة في مُستندات الشركة ووثائقها، غير أنه لم يُصرّح بدوره بخصوص زيادة رأسمال الشركة عن طريق إصدار سندات الاستحقاق، بعكس إصدار أسهم جديدة التي أكّد فيها بصريح العبارة على ضرورة تأكّده من أصول الشركة وخصومها وأي إمتيازات خاصة تحوزها.

_ لا نجد جزءاً صريحاً في حال عدم تمكين حملة السندات من الوثائق الإعلامية المُتعلّقة بجمعيات المساهمين، كما لم يُبيّن المشرع مضمون تقارير التسيير أو بياناتها الأساسية.

_ لم يُبيّن المشرع تأثير الشكل القانوني للشركة الناتجة عن الإندماج والإفصال على حلولها محل الشركة المُنقضية في تسوية إلتزامات دائنيها من حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل.

_ تجاهل المشرع تنظيم وضعية حملة السندات القابلة للتحويل في حالتي تحويل وحل الشركة المُصدرة.

_ لم يُخصّص المشرع أحكام خاصة لحملة السندات في حال إفلاس الشركة وتسويتها القضائية؛ إنما يسري عليهم ما يسري على سائر الدائنين، على أن يُباشِر مُمثلهم الإجراءات نيابة عنهم.

- _ لم يُبين المشرع آثار الإفلاس إذا كانت تؤدي إلى وقف سريان الفوائد أم لا.
- _ على المشرع إعادة صياغة نص المادة 715 مكرر 105 من القانون التجاري، والمُتعلّقة بتكوين الضمانات السابقة على الإصدار.
- _ على المشرع إعطاء توضيح أكثر حول كيفية إشهار الضمانات العينية.
- _ لم يُشر القانون التجاري الجزائري إلى مسألة طرق الطعن في الحكم الصادر بمناسبة دعوى معارضة قرار التخفيض، كما لم يُحدّد إذا كان للطعن في الحكم الصادر بخصوص دعوى المعارضة أثر موقوف لقرار التخفيض أو العكس.
- _ رغم أن المشرع الجزائري منع الشركة من القيام ببعض التصرفات بالموازاة مع إصدارها السندات القابلة للتحويل على غرار إستهلاك رأسمالها أو تخفيضه أو تغيير طريقة توزيع الأرباح؛ إلا أنه لم يُشر إلى جزاء مُخالفتها للمنع ما عدا الجزاء المُقرّر في حالة التخفيض، مما يستلزم ضرورة إعادة تصويب نص المادة 827.
- _ لم يُبين المشرع أسباب منع وكيل الجماعة من تمثيل حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بخلاف المشرع الفرنسي.
- _ لم يتطرّق المشرع إلى إمكانية تنظيم جمعية تأسيسية لحملة السندات القابلة للتحويل.
- _ لم يُبين المشرع الكيفية التي يمكن بموجبها لحملة السندات من الإطلاع على تفاصيل إنعقاد الجلسة في حالة دعوتها من مجلس الإدارة.
- _ لم يُقرّر المشرع أي أفضلية لأي جهة إذا تم إستدعاء جمعية حملة السندات القابلة للتحويل إلى الإنعقاد دفعة واحدة.
- _ لم يُبين المشرع إختصاص جمعيات أصحاب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل.
- _ على المشرع إعادة صياغة نص المادة 715 مكرر 94 من القانون التجاري، لتُصبح كالتالي: "تستدعى الجمعيات العامة لأصحاب سندات الاستحقاق وتتعدّد حسب نفس شروط الشكل والأجل في جمعيات المساهمين".
- _ تخلف المشرع عن ذكر البيانات التي يتضمّنّها الإستدعاء وكذا جزاء مخالفته.

- _ لم يُنظم المشرع أحكام مكتب الجمعية لا من حيث تشكيلته ولا وظيفته.
- _ لم يُبيّن المشرع جزاء عدم التوقيع على ورقة الحضور.
- _ لم يُنظم المشرع مرحلة مناقشة جدول الأعمال.
- _ لم يُحدّد المشرع محتوى محضر الجمعية رغم أنه ألحقه بنص جزائي.
- _ لم يُبيّن المشرع المدة التي ينعقد خلالها الإجتماع الثاني للجمعية العامة العادية إذا لم يكتمل النصاب في الإجتماع الأول.
- _ إحالة المادة 715 مكرر 89 فقرة 02 من القانون التجاري الجزائري إلى المادة 26 فقرة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95 بخصوص تعيين مُمثل الجماعة يشوبها نوع من الغموض، من الأفضل إعادة صياغة النصين.
- _ لم يُحدّد القانون الأسباب التي تؤدي إلى عزل وكيل الجماعة أو إنهاء خدماته، كما لم يُبيّن حالات قيام المسؤولية في حقه.
- من خلال ما سبق قوله، يتبيّن أنه قد تم الإحاطة بالموضوع من أغلب جوانبه إن لم تكن كلّها، وتم تسليط الضوء على النقائص المُسجّلة التي يستوجب على المشرع الإسراع في معالجتها وإيجاد الحلول لها أسوة بما أوجدته التشريعات المقارنة، بدل الإحالة الفارغة إلى ما يتعلّق بالأسهم أو سندات الاستحقاق العادية، نظرا لكونها سندات هجينة ذات خصوصية طاغية، هذه الحلول ينبغي أن تُستهل بمعالجة شاملة، قوامها قانون شركات مُستقل عن القانون التجاري، مُهيكل بطريقة مُنظمة وخالي من العيوب الشكلية والموضوعية.

الملاحق

الملحق 01



**INFORMATIONS
À L'ÉGARD DES TITULAIRES D'OBLIGATIONS
Assemblées générales des Obligataires**

Extrait du prospectus du 8 décembre 2009 (pages 67 et suivantes)

Les Obligataires seront représentés par l'assemblée générale des Obligataires.

L'assemblée générale des Obligataires a les pouvoirs de consentir à toute modification aux termes et conditions des Obligations, de décider des actes conservatoires à faire dans l'intérêt commun et de désigner, le cas échéant, un ou plusieurs mandataires chargé(s) d'exécuter les décisions prises par l'assemblée et de représenter la masse des Obligataires dans le cadre de l'émission. Ses décisions sont obligatoires pour tous les Obligataires, même pour les absents, incapables ou dissidents.

L'assemblée peut être convoquée par le conseil d'administration de l'Émetteur ou les Commissaires aux Comptes. Ceux-ci doivent la convoquer sur la demande d'Obligataires représentant au moins un cinquième des Obligations existantes.

Les convocations pour toute assemblée générale contiennent l'ordre du jour avec l'indication des sujets à traiter ainsi que les propositions de décision. Elles sont faites par annonce insérée dans au moins un journal à large diffusion en Belgique, conformément à la Section 20.13 ci-dessus, au moins quinze jours avant l'assemblée.

Le droit de participer à l'assemblée générale est subordonné au dépôt d'une attestation de l'Agent Payeur Principal, via l'établissement financier auprès duquel les Obligations sont détenues en compte-titres, au lieu indiqué par l'avis de convocation trois Jours Ouvrables au moins avant la date de la réunion.

Il est tenu à chaque assemblée une liste des présences.

L'assemblée générale des Obligataires est présidée par le président du conseil d'administration de l'Émetteur et en cas d'empêchement par un autre administrateur. Le président désigne un secrétaire qui peut ne pas être Obligataire et choisit deux scrutateurs parmi les Obligataires présents.

Tout Obligataire peut se faire représenter à l'assemblée générale par un mandataire, Obligataire ou non. Le conseil d'administration de l'Émetteur peut déterminer la forme des procurations. Celles-ci doivent être déposées au siège social de l'Émetteur trois Jours Ouvrables au moins avant la date de réunion.

Chaque Obligation donne droit à une voix.

L'assemblée ne peut valablement délibérer et statuer que si ceux qui y assistent représentent la moitié au moins du montant des Obligations existantes. Si cette condition n'est pas remplie, une nouvelle convocation est nécessaire et la deuxième assemblée peut délibérer quel que soit le nombre d'Obligations présentes ou représentées.

Les décisions sont prises à la majorité des trois quarts au moins des Obligations pour lesquelles il est pris part au vote. Toutefois, les décisions portant sur la prolongation de la durée du remboursement, la suspension de celui-ci ou les modifications aux conditions dans lesquelles il doit avoir lieu sont valablement adoptées quel que soit le nombre d'Obligations présentes ou représentées et à la majorité simple des voix. Les procès-verbaux des assemblées générales sont signés par les membres du bureau et par les Obligataires qui le demandent. Les copies ou extraits de ces procès-verbaux sont signés par un administrateur de l'Émetteur.

Dans cette Section, « Jour Ouvrable » signifie tout jour durant lequel les banques sont ouvertes en Belgique et en France.

Disponible en ligne sur le site : <http://www.financiereagache-finance.com/fr/pdf/Prospectus.pdf> consulté le : 22/01/2021.

الملحق 02

ملحق رقم (١)

نشرة إصدار أسناد قرض
قابلة للتحويل إلى أسهم

أكتاب خاص

صادرة بموجب قانون الأوراق المالية رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧
شركة م.ع.م (الشركة المصدرة)
هاتف : () فاكس : ()
ص.ب. () عمان
الأردن

المسجلة لدى وزارة الصناعة والتجارة تحت رقم () تاريخ / /

- نوع الإسناد المطروحة :
- عدد الأسناد :
- فئة الأسناد : فئة
- القيمة الإجمالية للأسناد :
- تاريخ الإصدار : / /
- تاريخ الإطفاء :
- تاريخ استحقاق الأسناد :
- سعر الفائدة وتواريخ دفعها :
- سعر السند الاسمي :
- سعر السند البيعي :
- سعر التحويل :
- إدراج الإسناد وتاريخه :

مدير الإصدار ومتعهد التغطية والحافظ الأمين ووكيل الدفع :

رقم الإيداع لدى هيئة الأوراق المالية :

تاريخ نفاذ النشرة : / /

عن: الشوبكي حاتم خليل سلمان، الأوراق المالية التي تصدرها الشركة المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير، جامعة آل بيت، كلية الدراسات الفقهية والقانونية، الأردن، 2006. متوفر على الرابط:
<http://search.mandumah.com/Record/818481> تم الاطلاع بتاريخ: 2019/04/20 على الساعة 17:05.

الملحق 03

صفحة الغلاف

تضم صفحة غلاف نشرة الإصدار المعلومات التالية
 نشرة إصدار اسناد فرض وفقا لقانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢
 شركة..... / المساهمة العامة المحدودة
 وعنوانها.....
 المسجلة لدى وزارة الصناعة والتجارة تحت رقم () تاريخ / .
 نوع الاسناد المعروضة ، عددها ، فئاتها ، قيمتها الاسمية والاجمالية ، تاريخ اطفانها واستحقاقها ،
 سعر الفائدة وتاريخ دفعها ، سعر التحويل ، سعر السند الاسمي والبيعي ، والجهة الكافلة (ان وجدت
) .

مدير الإصدار :

منعهد التغطية :

الحافظ الامين :

وكيل الدفع

رقم الإبداع لدى هيئة الأوراق المالية وتاريخه. //

تاريخ نفاذ النشرة // بموجب قرار الهيئة

بيان هام

ينطوي تحت هذا البند النص الحرفي الآتي الذي يجب وضعه داخل مستطيل على الجهة الداخلية من
 صفحة الغلاف.

بيان هام

للاهمية يرجى قراءته بتمعن من قبل كافة المستثمرين

ان الهدف الرئيسي من اعداد هذه النشرة هو تقديم جميع المعلومات التي تساعد
 المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب بشأن الاستثمار في الاسناد المعروضة.
 تتحمل الشركة كامل المسؤولية فيما يتعلق بالمعلومات الواردة في هذه النشرة وتؤكد عدم
 وجود معلومات اخرى يؤدي حذفها الى جعل المعلومات مضللة.
 على كل مستثمر ان يتحسس ويدرس بعناية ودقة نشرة الإصدار هذه ليقرر فيما اذا كان
 من المناسب ان يستثمر في هذه الاسناد ، اخذا بعين الاعتبار كل الحقائق المبينة في
 ضوء اوضاعه الخاصة.
 لا تتحمل هيئة الأوراق المالية أي مسؤولية لعدم تضمين نشرة الإصدار أي معلومات أو
 بيانات ضرورية وهامة أو تضمينها معلومات أو بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة وإنما
 يكون ذلك من مسؤولية الجهة التي تعدها.

المعلومات الواجب تضمينها في نشرة اصدار اسناد القرض

أولاً : وصف كامل للاسناد المعروضة

يتضمن هذا البند المعلومات التالية:

١- الاجراءات التي اتبعت للموافقة على هذا العرض وشرح الخطوات والاجراءات التي تم اتخاذها للموافقة على اصدار الاسناد.

٢- سعر الفائدة وتاريخ استحقاقها ، تاريخ اطفاء واستحقاق السند ، ملكيته ، تداوله.

يبين في هذا المجال سعر الفائدة ومواعيد استحقاقها واستحقاق وإطفاء أسناد القرض، كما وتبين الاجراءات التي يتم بموجبها تحويل وانتقال الملكية والمكان الذي سيتم التداول فيه.

٣- التحويل:

في حالة كون اسناد القرض قابلة للتحويل الى اسهم ، يبين جميع القواعد والشروط والاجراءات التي تتبع لتحويل الاسناد الى اسهم بالإضافة الى توضيح حقوق حاملي هذا الاسناد في الفوائد التي تستحق عليها وتاريخ مشاركة الاسهم في ارباح الشركة.

٤- ترتيب حقوق حملة الاسناد بالنسبة لبقية الدائنين.

يبين حقوق حملة الاسناد بالنسبة لبقية حملة الاوراق المالية الاخرى الصادرة عن نفس الشركة او التي ستصدر فيما بعد ، وكذلك توضيح حقوق حملة الاسناد بالنسبة لبقية الدائنين الاخرين ، كما ويجب بيان حقوق العاملين في الشركة بالنسبة لحملة الاسناد وبيان الاجراءات القانونية التي يجب اتباعها من قبل حملة الاسناد لتحصيل حقوقهم في حالات الاخلال بشروط الاصدار او عند تصفية الشركة.

٥- الضمانات:

يجب بيان فيما اذا كانت الاسناد مضمونه ام لا ، ونوع الضمان (ان وجد).

٦- التعهدات المتخذة لحماية حاملي الاسناد:

يبين كافة التعهدات التي تلتزم بها الشركة لحماية حقوق حملة الاسناد ، ومثال ذلك، عدم بيعها لاي ممتلكات وعدم ارتباط الشركة بمزيد من الالتزامات او التعهد بعدم توزيع ارباح على المساهمين الا ضمن شروط معينه وفي حالة عدم وجود اي من تلك التعهدات فانه من الواجب ايضاح تلك الحقيقة.

٧- اطفاء السند واستهلاكه وتسديده:

توضح الاجراءات التي ستتبعها الشركة لغايات اطفاء او الاستهلاك او التسديد.

٨- مدة تقادم حقوق حملة الاسناد:

يجب بيان مدة التقادم المنصوص عليها في القوانين النافذه ، وبيان انه بانقضاء تلك المدة لا تقبل مطالبات اصحاب الحقوق من حاملي الاسناد تجاه الشركة.

٩- حقوق حاملي الاسناد في حالة الاخلال بشروط العرض:

تذكر الحالات التي تشكل اخلال بشروط العرض ، وكذلك بيان فيما اذا كان يتوجب على الشركة ان تقدم الى حاملي الاسناد تقارير دورية او ادلة تظهر عدم وجود اي اخلال بالتزام الشركة بالشروط

الأصلية.

- ١٠- سجلات ملكية الإسناد:
يبين السجل الخاص باسماء حاملي الاسناد واسماء الشركات المسؤولة عن مسك سجلات التحويل (الحافظ الامين) - ان وجدت - ، ووكلاء تسديد الفوائد او قيمة الاسناد (وكيل الدفع).
- ١١- حالات استبدال الاسناد:
تبين حقوق حملة الاسناد في استبدالها عند فقدانها او تلفها او تشويبها والاجراءات الواجب اتباعها عند عملية الاستبدال.
- ١٢- حق حاملي الاسناد في حماية مصالحهم:
يبين حق حاملي الاسناد بموجب قانون الشركات وتعديلاته.
- ١٣- بيان الحافظ الامين لحفظ حقوق حاملي الاسناد:
اذا كان قد تم تعيين مابسمى بالحافظ الامين ، او اي شخص آخر يقوم مقامه ليتأكد من قيام الشركات بكافة تعهداتها والتزاماتها ، يتم ذكر اسمه وعنوانه وواجباته ، وأي معلومات هامة متعلقة به ، اما اذا كان لا يوجد حافظ امين فلا بد من تبيان ما لذلك من اثر على حقوق حملة الاسناد.
- ١٤- مدير الاصدار:
يوضح دور مدير الاصدار الرئيسي واي مدير فرعي في عملية طرح هذه الاسناد للاكتتاب ،
بالاضافة لأي معلومات اضافية اخرى.
- ١٥- متعهد التغطية:
يوضح الاجراءات التي ستتبع في حالة عدم تغطية الاكتتاب بشكل كامل من قبل المستثمرين ودور متعهد التغطية بالاضافة للعمولات او الخصومات التي حصل عليها.
- ١٦- الاشعارات والبيانات المتوجب ارسالها لحاملي الاسناد:
تحدد طريقة ارسال الاشعارات الى مالكي الاسناد وعدد المرات التي ترسل فيها تلك الاشعارات ،
وفيما اذا كانت الشركة مصدرة الاسناد ستزود حاملي الاسناد بالتقارير المالية التي ترسلها عادة الى مساهمينا.
- ١٧- الضرائب:
توضح الضرائب المترتبة على الاردنيين او سواهم نتيجة الاستثمار في اسناد القرض (ان وجدت).

ثانياً: شروط واجراءات الاككتاب

- ١- اسلوب طرّح الاسناد.
- ٢- تقديم طلبات الاككتاب.
- ٣- مكان الاككتاب ، ومدته (تاريخ بداية ونهاية الاككتاب).
- ٤- قبول او رفض طلب الاككتاب.
- ٥- الشروط التي يخضع لها قبول الاككتاب.
- ٦- اسلوب وتاريخ اعادة الاموال الفائضة في حالة التخصيص او رفض الطلب.
- ٧- الاجراءات المتبعة في حالة عدم كفاية الطلب على الاككتاب بالاسناد المعروضة.
- ٨- كيفية الحصول على نسخ من نشرة الاصدار ، والمتطلبات المتعلقة بتعبئة طلب الاككتاب.
- ٩- اي شروط او اجراءات تفصيلية تتعلق بالاككتاب بالاسناد المعروضة، بالاضافة لاي معلومات اضافية تتطلبها القوانين والانظمة المعمول بها.
- ١٠- تحديد الحد الادنى للاككتاب الواحد باسناد القرض.

يرفق مع طلب الاككتاب نسخة من نشرة الاصدار تعطى لكل مكتب على ان يتضمن طلب الاككتاب النص التالي:

طلب إكتتاب لشراء سندات في شركة.....

التاريخ: / / ٢٠٠٠

السادة شركة.....

رقم الإكتتاب	بواسطة بنك	فرع
--------------	------------	-----

شخص إعتباري (مؤسسات)	الضحية
----------------------	--------

أنا / نحن (الإسم الكامل والبيانات الشخصية للمكتتب) :

الاسم الأول	اسم الأب	اسم الجد	اسم العائلة	شخص طبيعي (أفراد)
تاريخ الميلاد	الجنس <input type="checkbox"/> ذكر <input type="checkbox"/> أنثى	الجنسية	اسم الأم	

الوثائق الثبوتية : بوضع إشارة "x" داخل المربع المناسب :

نوع الوثيقة	<input type="checkbox"/> بطاقة شخصية <input type="checkbox"/> دفتر عائلة <input type="checkbox"/> جواز سفر	رقم الوثيقة	صادرة في (مكان صدور)	بتاريخ (تاريخ الصدور)
	<input type="checkbox"/> شهادة تسجيل <input type="checkbox"/> أخرى.....			

الرقم الوطني	رقم المركز (ان وجد) (رقم التعريف لدى مركز ايداع الأوراق المالية)
--------------	---

العنوان / مكان الإقامة الدائم داخل المملكة :

ص.ب	المدينة	الرمز البريدي	الدولة
.....			
.....			
هاتف ارضي	هاتف خلوي	فاكس	بريد الكتروني

عدد الاسناد	سعر السند الواحد	القيمة الإجمالية
	فلس	دينار اردني
	فلس	دينار اردني

أرغب/ نرغب بالإكتتاب لشراء العدد التالي من الاسناد المعروضة للبيع (.....سهما)

<input type="checkbox"/> نقدا	<input type="checkbox"/> قيدا على حسابي رقم ()	لدى البنك المقدم له هذا الطلب
<input type="checkbox"/> بموجب شيك مدير رقم ()	مسحوب على بنك	فرع

طريقة الدفع: (توضع إشارة (x) في المربع الملائم).
أقر بأن جميع المعلومات الواردة أعلاه صحيحة كاملة وأوافق على ائكتابي في الشركة أعلاه، هذا
وأقر بأنني تسلمت
نسخة من نشرة الإصدار والنظام الأساسي، وقد اطلعت على كافة محتوياتها ودرستها بعناية وفهمت
مضمونها،
وبناءً على ذلك تم ائكتابي بالإسناد المذكورة، علماً بأنني لا أتنازل عن حقي بمطالبة الشركة
والرجوع عليها بكل عطل
وضرر ينجم من جراء إضافة معلومات غير صحيحة أو غير كافية في نشرة الإصدار أو نتيجة
حذف معلومات قد
تؤثر على قبولي بالائكتاب في حال إضافتها الى النشرة.
هذا وأقر بأنه يحق لكم رفض هذا الطلب في حال عدم تمكنكم من تحصيل قيمة الإئكتاب لأي سبب
كان.
إن الطلب مستوفي للشروط أعلاه والموقع أصولاً بشكل إيجاباً ملزماً للمئكتب لا يحق الرجوع عنه.

إسم المئكتب : _____
توقيع المئكتب / المفوض عن
المئكتب _____
إسم المفوض عن المئكتب : _____
بموجب: وكالة _____
التاريخ: / / ٠٠٠٠

ملاحظة: صيغة المفرد ايضاً وردت في هذا الطلب تشمل صيغة المئثى وصيغة الجمع والعكس
بالعكس.

لاستعمال مستلم الطلب

نصادق على توقيع المكتب على هذا الطلب، كما ونصادق على مطابقة المعلومات والبيانات التي وردت في هذا الطلب كما هي مدونة في الوثائق التالية المرفق طيه نسخ مصورة عنها:
الوثائق الثبوتية المعتمدة لإثبات شخصية المكتب والمؤشر عليها بإشارة (x) في هذا الطلب.
نسخة من سند القبض الخاص بدفع قيمة الإكتتاب بالأسهم المذكورة بموجب هذا الطلب.
ختم وتوقيع البنك مستلم الطلب

التاريخ: / / ٠٠٠٠

ثالثاً: الغاية من الإصدار وكيفية استغلال حصيلته

يوضح التالي:-

- ١- صافي المبلغ المتوقع من عملية العرض.
- ٢- الاغراض الأساسية التي ستستخدم فيها هذه الاموال.
- ٣- المبلغ التقريبي الذي سيستخدم لكل غرض من هذه الاغراض والمبالغ الزائدة عن مخصصات هذه الاغراض (ان وجدت).
- ٤- اذا كان هناك نقص في حصيلة العرض فيجب ترتيب اولويات استخدام الاموال المحصلة.
- ٥- اذا كان هناك اي مصدر آخر لتمويل اي غرض من الاغراض التي ترغب الشركة بتحقيقها فيجب بيان هذا المصدر وقيمة التمويل والوقت الذي سيتم به الحصول عليه من ذلك المصدر.

رابعاً: وصف الشركة والشركات التابعة لها واعمالها

يبين التالي:

- ١- النشاطات الرئيسية سواء الاقتصادية او المتعلقة بعمل الشركة ، واثرها على الانتاج والصاله والمبيعات وغيرها بالنسبة للشركة المصدره.
- ٢- ا. لمحة تاريخية مختصرة تتضمن وصفاً عن:
١- تطور احوال الشركة تغطي فترة الثلاث سنوات الاخيرة او منذ تأسيس الشركة ، ايها الاقل.
٢- اي فترة تقع بين نهاية السنة المالية وتاريخ اعداد النشرة.
- ٣- اي سنوات مالية اخرى اذا كان اخفاء هذه البيانات من شأنه ان يؤدي لتضليل مستخدم النشرة.
- ٤- اي تغيرات او احداث جرت لدى الشركة واثرت عليها من حيث طبيعتها او لنوع منتجاتها والمصاريف الرئيسية التي تم انفاقها ووجه ذلك الاتفاق او اعادة تنظيم الشركة ، او بيع او اعادة شراء اصول هامة وفتح او اغلاق اي جزء من مصانعها او نوع من انواع لنتاجها او خدماتها.
- ٥- كلفة الامور المبينه انذاه او اي امور اخرى تهم المستثمر ، على ان يعرض الوصف من خلال البنود التاليه :

أ - بيان المنتجات والخدمات الرئيسية وأسواقها.
 ب- وصف مصادر وتواجد المواد الخام الرئيسية.
 ج- وصف لأهمية ومدة وتأثير الامتيازات او براءات الاختراع او العلامات التجارية واي حقوق تجارية اخرى ، وبيان اي تغييرات جرت عليها خلال السنوات الماضية او اي احداث متوقعة ذات علاقة بالمواضيع المذكورة.
 د - بيان اي قضايا محكوم بها لصالح الشركة او عليها او مازالت منظورة لدى القضاء خلال السنوات الخمس السابقة.

ب. تقييم تطور عمل الشركة المستقبلي للسنوات الخمس القادمة ، بما فيه تقييم لاي توسعات كبيرة واي ابتكارات او انماط اخرى من المشاريع.

٣- أ :- بيان مالي:

١- حجم المبيعات في السوق المحلي والسوق الخارجي.

٢- اي إيرادات اخرى.

٣- حجم المبيعات الكلية للمشروع وتكلفتها ومصاريف ضريبة الدخل ومصاريف الفوائد .

٤- الأرباح قبل العمليات غير العادية ، والاثر الناتج عن تغيير السياسات المحاسبية المتبعة ، وصافي الربح (الخسارة) والأرباح الاجمالية المتأتية من النشاط الخارجي مقارنة مع الأرباح المتأتية من المبيعات والنشاطات الداخلية.

٣- ب :-

اذا كان النشاط موسميا سواء اكان ذلك جزئيا ام كليا .

٤- بيان سياسة البيع لدى الشركة وفيما اذا كان لهذه السياسة اثر فعال على نشاط الشركة، ومثال ذلك البيع بالتقسيط او التزامها بتزويد السوق المحلي بما يحتاجه من انتاجها.

٥- درجة اعتماد الشركة المصدرة على مزودين و/أو عملاء رئيسيين ، محليا وخارجيا ، في حالة كون ذلك بشكل (٢٠%) فاكثر من اجمالي المشتريات و/أو المبيعات على التوالي.

٦- وصف موجز للموجودات الثابتة موزعة حسب ماهو مملوك منها او مؤجر او مستأجر او غير ذلك.

٧- بيان اي استثمارات ، غير الاستثمارات في الموجودات الثابتة ، وذلك عندما تشكل في مجموعها (١٠%) من مجموع موجودات الشركة فاكثر.

٨- بيان المشاريع المستقبلية والدراسات التي اجريت حولها (ان وجدت) مع بيان الفرضيات التي تستند اليها هذه الدراسات ، كما ويجب بيان اي عقبات او صعوبات يمكن التكهّن بها فيما يتعلق باعمال الشركة ونشاطها.

٩- بيان وضع الشركة التنافسي وتوضيح الحجم التقديري لنشاط الشركة قياسا بمنافسيها ، وبيان مدى تمتع منتجات الشركة بالحماية واسلوبها حال توفر ذلك.

١٠- بيان مدى تمتع الشركة بمزايا قانون تشجيع الاستثمار.

أ- اذا كانت الشركة ذات طبيعة استخر اجهة تعدينية ، فان ذلك يتطلب منها تقديم بيانات اضافية متعلقة بطبيعتها ، مثال ذلك : نوع وكمية الاحتياطات التقديرية المتاحة للشركة لاستخر اجهها ومكان تو اجدها .
ب- وفي حال كون الشركة شركة تأمين تقوم باعداد حساباتها على اساس فروع التأمين مع بيان المعلومات لهذه الفروع او الاقسام .

- ١٢- اذا كانت طبيعة نشاط الشركة تتطلب ان تكون دورتها الانتاجية اكثر من سنة فيجب تقديم بيانات مالية لآخر 12 شهرا السابقة لاحدث ميزانية .
١٣- علاقة الشركة المصدرة بالشركات التابعة او الام او الحليفة او الشقيقة (ان وجدت) .
١٤- بيان موجز عن الاعتبارات البيئية الداخلة في مجال اعمال الشركة .
١٥- شرح واف للمخاطر التي قد تنجم عن الاستثمار في الاوراق المعروضة .
١٦- أ- بيان فيما اذا كان هناك فضايا مالية معلقة او منظورة امام المحاكم على الشركة او الشركات التابعة لها او اذا كانت الشركة طرفاً فيها .
ب- أية مطالبات أو حجوزات من قبل ضريبة المبيعات أو ضريبة الدخل أو أية جهة أخرى أو أية رهونات على أصول الشركة .

خامسا: مصادر تمويل الشركة (تستثنى البنوك والشركات المالية من متطلبات هذا البند):

- يبين بموجب قائمة جميع الديون المترتبة على الشركة سواء أكانت قصيرة الاجل ام طويلة الاجل ، وبيان الاوراق المالية التي اصدرتها الشركة او الشركات التابعة لها وهدف ذلك كله:
١- اعطاء المستثمر الفرصة لمعرفة علاقة الاسناد المنوي اصدارها ومدى تأثيرها على اوضاع الشركة المالية .
٢- تحديد نسبة مصادر التمويل الداخلية الى نسبة مصادر التمويل الخارجية (نسبة حقوق المساهمين الى حقوق الدائنين).

نشرة اصدار اسناد قرض
يجب بيان المعلومات الآتية الذكر وفق النموذج التالي:
مصادر تمويل الشركة

البيان	القيمة كما هي بتاريخ / / ... (بعد الاصدار)		القيمة في حالة تغطية جميع الاسناد المعروضة (بعد الاصدار)	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة
ديون قصيرة الاجل (مقسمة الى فئاتها وبيان نوعها والفوائد المستحقة عليها)				
المجموع (1)				
ديون طويلة الاجل (مقسمة الى فئاتها المختلفة وبيان نوعها والفوائد المستحقة عليها)				
المجموع (2)				
حقوق المساهمين (راس المال المدفوع مفصلا لسهم عادية ، اسهم ممتازة، اضافة للاحتياطات الاجبارية والاختيارية والازياج المدوره وعلوات الاصدار)				
مجموع حقوق المساهمين (3)				
المجموع العام (1+2+3)				
نسبة حقوق المساهمين الى حقوق الدائنين				

سادساً: البيانات والقوائم المالية:

التقارير المالية السنوية:

يبين البيانات المالية السنوية لأخر ثلاث سنوات المتعلقة بـ:

أ - المركز المالي للشركة.

ب- بيان الأرباح والخسائر.

ج - قائمة التدفق النقدي.

يجب ان تكون هذه البيانات المالية معدة وفق الاصول المحاسبية المعتمدة من الهيئة ومصدرة

بالإيضاحات، ومصدقة من قبل مدققي حسابات الشركة.

٢- البيانات المالية المرحلية المراجعة.

وهي البيانات المالية المرحلية مراجعة من قبل مدقق حساباتها والتي تغطي الفترة من نهاية السنة

المالية السابقة وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ طلب الإدراج.

٣- البيانات المالية المجمعة للشركات التابعة:

وهي بيانات مالية مجمعة للشركات التابعة سواء البيانات السنوية او المرحلية ان وجدت وفي حالة

عدم توفر مثل هذه البيانات، يتم اعداد جداول تعكس الوضع المالي للشركات التابعة او الشركات التي

تحتفظ فيها الشركة المصدرة باستثمارات تزيد عن (١٠%) من الموجودات.

٤- البيانات المالية الإضافية:

تبين اي واقعة هامة ورئيسة حدثت في الفترة الواقعة بين آخر ميزانية معدة وتاريخ الاصدار ولها اثر

على البيانات المالية.

٥- حقوق المساهمين:

جداول تظهر البيانات المتعلقة بحقوق المساهمين للشركة المصدرة، وذلك للسنوات الثلاث الاخيرة

او منذ تأسيس الشركة أيهما اقل، بحيث توضح هذه البيانات التغيرات في حسابات رأس المال

والاحتياطيات والأرباح أو الخسائر المنورة.

سابعاً: خدمة الدين القائم من قبل الشركة بما في ذلك تسديد التزاماتها:

تبين الأمور التالية:

١- مجموع الفوائد السنوية المترتبة على القروض.

٢- بيان فيما اذا كانت الشركة لم تقب بتعهداتها والتزاماتها وبيان الاسباب التي انت الى ذلك.

ثامناً: ادارة الشركة

يبين التالي:

١- اسماء اعضاء مجلس الادارة واسماء ورتب الادارة العليا نوي السلطة التنفيذية.

٢- خبرات ومؤهلات كل شخص منهم وجنسياتهم وعاوينهم المختارة للتبليغ والمراسلات.

٣- مساهمات اعضاء مجلس الادارة ولقربانهم (الزوج والزوجة والاولاد) والادارة العليا في الشركة

المصدرة وكذلك مساهمات اي شركات مسيطر عليها من اي منهم.

٤- المزايا والمكافآت التي حصل عليها اعضاء مجلس الادارة والادارة العليا.

٥- المراكز الوظيفية لاعضاء مجلس الادارة والادارة العليا في الشركات التابعة (ان وجدت).

٦- اسماء اعضاء مجالس الادارة او ممثلهم المساهمين في شركات اخرى تعمل بنفس مجال

الشركة التي يشترك في عضوية مجلس ادارتها.

٧- اي عقود او مصالح نفذت مع شركات مملوكة من قبل اي من اعضاء مجلس الادارة اذا كان لهم

مصلحة في تلك الشركات خلال السنوات الثلاث الأخيرة ، وذلك إذا كانت قيمة مجموع العقود المنفذة مع هذه الشركات تزيد على عشرة آلاف دينار في السنة الواحدة.
 ٨- أسماء أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة العليا الذين كانوا أعضاء في مجالس إدارات شركات أخرى أو في الإدارات العليا ، مع الإشارة للشركات التي تم تصفيتهما أو تعثرتا خلال العشر سنوات الأخيرة وأسباب ذلك.

تاسعا: عدد المساهمين وتوزيع ملكية اسهم الشركة

يبين التالي:

- ١- عدد المساهمين وجنسياتهم وتوزيع ملكية الاسهم. (معللة).
- ٢- أسماء المساهمين الذين يملك كل منهم (٥%) من اسهم الشركة فأكثر ، وعدد ونسبة الاسهم التي يمتلكها كل منهم.

عاشرا: محامو/ مستشارو الشركة القانونيين

يبين معلومات عن محامي الشركة / مستشاريها القانونيين
 التسويحي

نحن الموقعين أدناه نقر بمسئوليتنا الكاملة عن صحة ودقة واكتمال المعلومات الواردة في هذه النشرة ونؤكد عدم وجود أية بيانات أو معلومات أخرى قد يؤدي حذفها إلى جعل المعلومات مضللة أو قد يؤدي حذفها إلى التأثير على قرار المستثمر بشراء أو عدم شراء الأوراق المالية المطروحة أو قد يؤثر في أسلوب تسعير المستثمر للأوراق المالية المعروضة.
 ونؤكد التزامنا بتزويد المستثمر المحتمل بهذه النشرة قبل قبول اكتتابه في الأوراق المالية المطروحة وتزويد هيئة الأوراق المالية بأية بيانات أو معلومات قد تنشأ بعد تقديم هذه النشرة إلى هيئة الأوراق المالية أو بعد إنفاذ مجلس المفوضين لها.

المدير المالي الإدارة	المدير العام	رئيس مجلس
(المديرين) الاسم	(أو المدير التنفيذي) الاسم	(أو رئيس هيئة الاسم
التوقيع	التوقيع	التوقيع

أعضاء مجلس الإدارة / الاسم والتوقيع
 (أو المؤسسون أو الشركاء)

شهادة مدقق الحسابات

نقر بصفتنا مدققي حسابات الشركة بأن البيانات المالية السنوية و / أو نصف السنوية المرفقة بهذه النشرة قد تم تدقيقها (مراجعتها) من قبلنا وفق معايير التدقيق المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية وأن لا علم لنا بأية معلومات من شأنها التأثير على صحة ودقة واكتمال المعلومات الواردة في هذه النشرة.

الختم والتوقيع

الإسم

شهادة المستشار القانوني حول عرض أوراق مالية

الموضوع : عرض عام لاسناد قرض
ان العرض العام لاسناد القرض لشركة متفق مع أحكام قانون الشركات وقانون هيئة الأوراق المالية والنظام الأساسي للشركة، وأن كافة الإجراءات التي اتخذت تتفق والقانون.

لا يوجد مطالبات قضائية للشركة أو عليها منظورة أمام المحاكم.

المستشار القانوني

مدير الإصدار

نقر بصفتنا مدير إصدار الأوراق المالية المطروحة ضمن هذه النشرة بأننا قمنا بإعداد نشرة الإصدار إستناداً الى المعلومات التي تم تزويدها من قبل المصدر وأن لا علم لنا بأية معلومات أخرى من شأنها التأثير على صحة ودقة واكتمال المعلومات الواردة في هذه النشرة.

التوقيع

الإسم

المرفقات

يجب تقديم المرفقات التالية مع نشرة الإصدار ودون الحاجة الى تضمينها للنشرة:

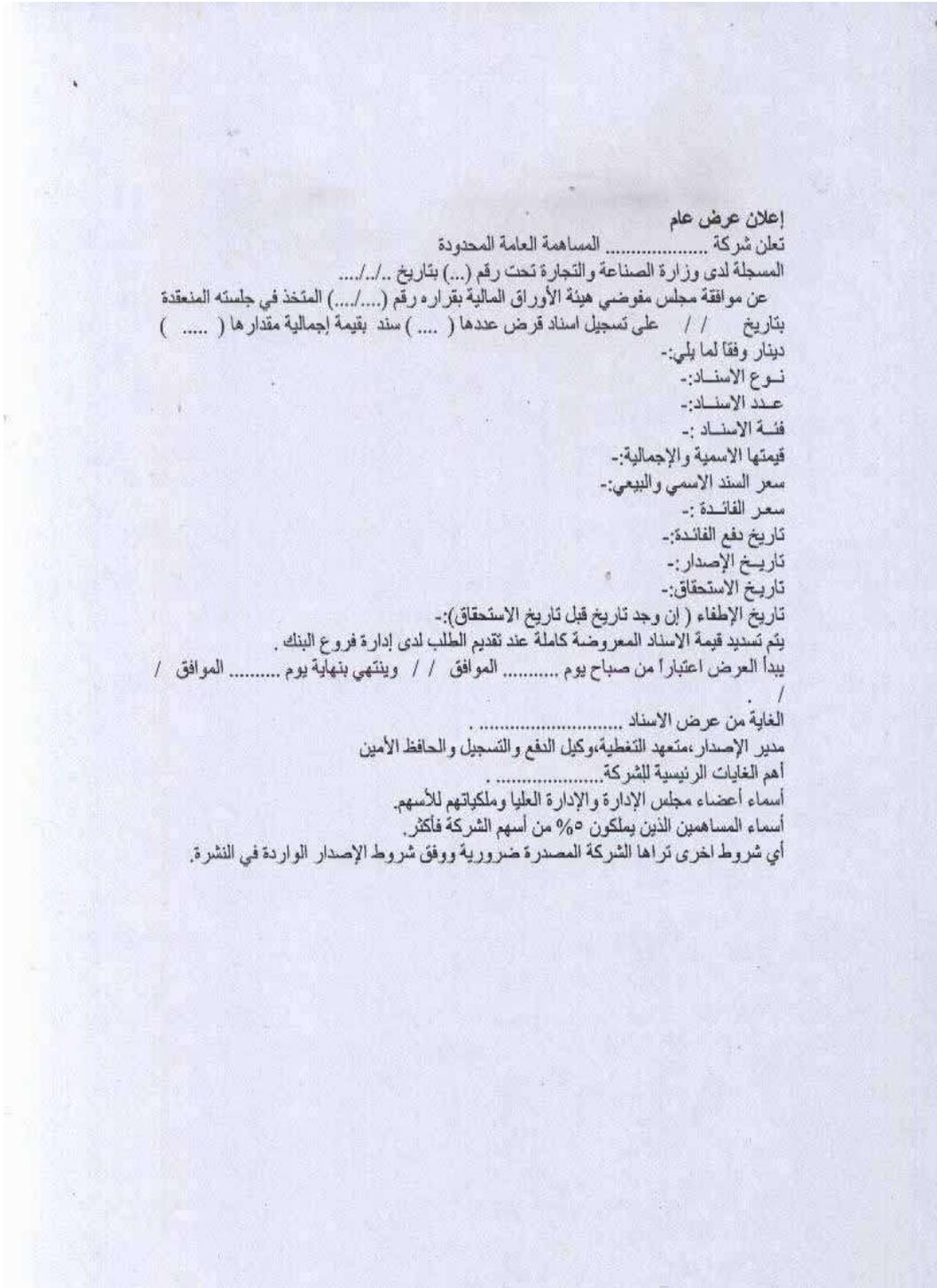
١- صيغة الاعلان المتعلقة بالعرض والتي تتضمن المعلومات التالية:

- أ- اسم الشركة وتاريخ تسجيلها.
- ب- نوع الاسناد المعروضة ويتضمن ذلك مبلغ العرض ، وسعر السند ، ومعدل الفائدة.
- ج- خلاصة عن الشروط المتعلقة بالعرض.
- د - الضمانات والجهة الضامنة (ان وجدت).
- هـ- مدير الاصدار ، متعهد التغطية ، الحافظ الامين ، ووكيل الدفع.
- و - مكان الاكتتاب ومدته.
- ز - الغاية من العرض وكيفية استغلال حصيلته.
- ح - يوضع النص التالي ، وبشكل بارز وملحوظ ، في اسفل صيغة الاعلان:
يعتبر هذا الاعلان دعوة الى عرض اسناد قرض وان عناصر هذا العرض تكتمل بنشرة الاصدار التي يتوجب على كل مستثمر مطالعتها وتفهمها بعمق ، ويتم في ضوء هذه النشرة تقديم المستثمر لطلب الاكتتاب وفقاً للنماذج المعدة لهذه الغاية والموضوعة تحت تصرف الجمهور لدى البنوك والشركات المالية الواردة اعلاه.
- وتمت الموافقة عليها من قبل الهيئـة بتاريخ // ، بموجب
- هذا بالاضافة الى ان الاعلان يجب ان يتضمن اي معلومات ومتطلبات هامة تقتضيها القوانين المرعية.

نموذج طلب الاكتتاب.

- ٣- كافة القرارات والوثائق الرسمية التي تبين الموافقة على الاصدارات المتعلقة بالاسناد
- ٤- قائمة باسماء الشركات التي تمتلك فيها الشركة المصدرة ما يزيد على (٥%) من رأسمالها ، وبيان النسبة المملوكة للشركة المصدرة.
- ٥- المصاريف الناتجة عن اصدار الاوراق المالية.
- ٦- تقديم موجز عن اسماء ومساهمات معدي النشرة (ان وجدت) في الشركة او الشركات التابعة لها سواء اكانوا مدققي حسابات ، ام مستثمرين قانونيين ، ام محاسبين لدى الشركة المصدرة.
- ٧- صورة مصدقة عن نسخ الامتيازات والترخيص الممنوحة للشركة وبيان التعديلات التي اجريت عليها.
- ٨- شرح كامل وبيان الاجراءات والخطوات التي تم اتخاذها من قبل الشركة بشأن فحص وتقييم الشركة من اجل توفير كافة الايضاحات والمعلومات المطلوبة في نشرة الاصدار.
- ٩- ارفاق تقرير مدققي الحسابات القانونيين بحيث يبين بان اصدار الاسناد يتفق مع الحد المطلوب للاستدانة وانه لايزيد عن طاقة الشركة وامكانياتها المالية.
- أي اتفاقية او اتفاقيات تم ابرامها مع مدير الاصدار
- الرأي القانوني المتعلق بقانونية الاصدار

عقد تأسيس المصدر اذا كان شركة مساهمة عامة او شركة مساهمة خاصة ونسخة من نظامها الاساسي واي مستندات لها علاقة بهذه الشركات.
المستندات التي بموجبها تم تأسيس الشركة المصدرة او الاعلان عنها اذا كان المصدر شركة ذات مسؤولية محدودة.
عقد الشراكة او عقد التأسيس واي وثيقة اخرى تتعلق بتنظيمها اذا كان المصدر شركة او شكلا اخر ونسخة من الاتفاقيات الاساسية الرسمية التي تؤثر في اسعار الاسهم او الاسناد او ادوات الدين التي عرضت او التي سيتم عرضها.
جميع العقود التي تحتوي على معلومات جوهرية ولا يشترط الافصاح عن مضمون أي جزء من أي من تلك العقود اذا رأت الهيئة ان الافصاح عن هذا الجزء قد يؤدي الى اضعاف قيمة العقد وانها غير ضرورية لحماية المستثمرين.
الاتفاقيات المعقودة بين المصدر ووكيل الدفع والحافظ الامين للاوراق المالية محل العرض.
اية معلومات او بيانات تطلبها الهيئة.
طلب تسجيل الاوراق المالية واناذا نشرة الاصدار.



عن: بني مصطفى أكرم مصلح عبد الكريم، مرجع سابق.

الملحق 04

ملحق رقم (٢)

بيان هام

للأهمية يرجى قراءته بتمعن من قبل كافة المستثمرين

إن الهدف الرئيسي من إعداد هذه النشرة هو تقديم جميع المعلومات التي تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب بشأن الاستثمار في الإسناد المطروحة. تتحمل الشركة كامل المسؤولية فيما يتعلق بالمعلومات الواردة في هذه النشرة وتؤكد عدم وجود معلومات أخرى يؤدي حذفها إلى جعل المعلومات مضللة. على كل مستثمر أن يتفحص ويدرس بعناية ودقة نشرة الإصدار هذه ليقرر فيما إذا كان من المناسب أن يستثمر في هذه الإسناد، أخذا بعين الاعتبار كل الحقائق المبيّنة في ضوء أوضاعه الخاصة. لا تتحمل هيئة الأوراق المالية أي مسؤولية لعدم تضمين نشرة الإصدار أي معلومات أو بيانات ضرورية وهامة أو تضمينها معلومات أو بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة وإنما يكون ذلك من مسؤولية الجهة التي تعدها (الشركة المصدرة).

عن: العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق

الملحق 05

ملحق رقم (٣)

طلب اكتتاب بإسناد قرض

قابلة للتحويل إلى أسهم

السادة : شركة

أنا وجنسيتي، أو أفق على اكتتابي في شركة بإسناد قرض قابلة للتحويل إلى أسهم عددها وقيمتها الاسمية، هذا وأقر بأنني قد تسلمت نسخة من نشره الإصدار والنظام الأساسي، واطلعت على محتوياتهما ودرستهما بعناية وفهمت مضمونهما، وبناء على ذلك تم اكتتابي في الإسناد المذكورة، علما بأنني لا أتسأل عن حقي بمطالبة الشركة والرجوع عليها بكل عطل أو ضرر ينجم من جراء إضافة معلومات غير صحيحة أو غير كافية في نشرة الإصدار أو نتيجة حذف معلومات قد تؤثر على قبولي بالاكتتاب في حال إضافتها إلى النشرة.

وذلك نقدا / بموجب شيك رقم مسحوب على بنك
العنوان الكامل / الدولة المدينة الحي والشارع
ص.ب : هاتف فاكس

شخص معنوي	شخص طبيعي	
		اسم للكتب / ورقه الوطني
		وثيقة إثبات الشخصية/ السجل
		رقم إثبات الشخصية/رقم التسجيل
		مكان وتاريخ صدورها
		توقيع المكتب/ المفسوض عنه بموجب

عن: العبادي محمد طارق برهان، مرجع سابق.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع باللغة العربية

قائمة المصادر

أولاً: النصوص القانونية الجزائرية (التسلسل الزمني حسب تاريخ صدورها)

1- القوانين

_ القانون رقم 10/90، المؤرخ في 19 رمضان 1410 الموافق لـ 14 أبريل 1990، المتعلق بالنقد والقرض الملغى، ج ر ع 16، الصادرة في 18 أبريل 1990 (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، ج ر ع 03، الصادرة بتاريخ 14 جانفي 1996.

_ القانون رقم 22/90، المؤرخ في 27 محرم عام 1411 الموافق لـ 18 غشت سنة 1990، يتعلق بالسجل التجاري، ج ر ع 36، الصادرة أول صفر عام 1411، معدل ومتمم.

_ القانون رقم 30/90، المؤرخ في 14 جمادى الأولى عام 1411 الموافق لـ أول ديسمبر لسنة 1990، يتضمن قانون الأملاك الوطنية، ج ر ع 52، مُعدّل بالقانون رقم 14/08، المؤرخ في 17 رجب عام 1429، الموافق لـ 20 يوليو سنة 2008، ج ر ع 44.

_ القانون رقم 04/03، المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق لـ 17 فبراير سنة 2003، يُعدّل ويُتمّم المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق لـ 23 مايو سنة 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المُعدّل والمُتمّم.

_ القانون رقم 05/07، المؤرخ في 13 مايو 2007، ج ر ع 31، يُعدّل ويُتمّم الأمر رقم 58/75، المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق لـ 26 سبتمبر سنة 1975، المتضمن القانون المدني.
_ القانون رقم 11/07، المؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق لـ 25 نوفمبر سنة 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي، ج ر ع 74.

_ القانون رقم 09/08، المؤرخ في 18 صفر عام 1429 الموافق لـ 25 فبراير سنة 2008، يتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية الجزائري، ج ر ع 21، الصادرة في 2008/04/23.

_ القانون رقم 01/10، المؤرخ في 16 رجب 1431 الموافق لـ 29 يونيو 2010، يتعلق بمهن الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المُعتمد، ج ر ع 42، الصادرة في 11 جويلية 2010.

2- الأوامر

_الأمر رقم 156/66، المؤرخ في 18 صفر 1386 الموافق لـ 8 يونيو 1966، المُتضمّن قانون العقوبات الجزائري، ج ر ع 48، الصادرة في 11 جوان 1966، مُعدّل ومُتمّم.

_الأمر رقم 59/75، المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق لـ 26 سبتمبر سنة 1975، يتضمّن القانون التجاري، ج ر ع 101، الصادرة في 16 ذو الحجة عام 1395 الموافق لـ 19 ديسمبر سنة 1975، مُعدّل ومُتمّم.

_الأمر رقم 101/76، المؤرخ في 09 ديسمبر 1976، المُتضمّن قانون الضرائب المباشرة والرسوم المُماثلة، ج ر ع 22، الصادرة في ديسمبر 1976.

_الأمر رقم 08/96، المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق لـ 10 يناير سنة 1996، يتعلّق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه. ت. ج. ق. م) و(ش. إ. ر. م. م) و(ص. م. ت)، ج ر ع 03، الصادرة بتاريخ 14 جانفي 1996.

_الأمر رقم 10/96، المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق لـ 10 يناير سنة 1996، يُعدّل ويُتمّم المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلّق ببورصة القيم المنقولة.

_الأمر رقم 11/03، المؤرخ في 27 جمادى الثانية 1424 الموافق لـ 26 غشت 2003، يتعلّق بالنقد والقرض المُعدّل والمُتمّم، ج ر ع 52، الصادرة في 27/08/2003.

_الأمر رقم 04/10، المؤرخ في 16 رمضان عام 1431 الموافق لـ 26 غشت سنة 2010، يُعدّل ويُتمّم الأمر رقم 11/03، المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق لـ 26 غشت سنة 2003، المتعلّق بالنقد والقرض.

3- المراسيم الرئاسية

_المرسوم الرئاسي رقم 18/89، المؤرخ في 28 فبراير 1989، المتعلّق بنشر نص تعديل الدستور الموافق عليه في إستفتاء 23 فبراير 1989، ج ر ع 09، الصادرة بتاريخ 01 مارس 1989.

4- المراسيم التشريعية

_المرسوم التشريعي رقم 08/93، المؤرخ في 25 أبريل 1993، المُعدّل والمُتمّم للأمر رقم 59/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المُتضمّن القانون التجاري، ج ر ع 27، الصادرة في 27 أبريل 1993.

_المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المُتعلّق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ع 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993.

5- المراسيم التنفيذية

_المرسوم التنفيذي رقم 70/92، المؤرخ في 14 شعبان عام 1412 الموافق لـ 18 فبراير سنة 1992، يتعلّق بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية.

_المرسوم التنفيذي رقم 176/94، المؤرخ في 03 محرم عام 1415 الموافق لـ 13 يونيو سنة 1994، يتضمّن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 مايو سنة 1993، المُتعلّق ببورصة القيم المنقولة.

_المرسوم التنفيذي رقم 438/95، المؤرخ في أول شعبان عام 1416 الموافق لـ 23 ديسمبر سنة 1995، يتضمّن تطبيق أحكام القانون التجاري المُتعلّقة بشركات المساهمة والتجمعات، ج ر ع 80، الصادرة في 02 شعبان 1416.

_المرسوم التنفيذي رقم 156/08، المؤرخ في 20 جمادى الأولى عام 1429 الموافق لـ 26 مايو سنة 2008، يتضمّن تطبيق أحكام القانون رقم 11/07، المؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق 25 نوفمبر سنة 2007، المُتضمّن النظام المحاسبي المالي، ج ر ع 27.

_المرسوم التنفيذي رقم 136/16، المؤرخ في 17 رجب عام 1437 الموافق لـ 25 أبريل سنة 2016، يُحدّد كيفيات ومصاريف إدراج الإشهارات القانونية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية، ج ر ع 27، الصادرة بتاريخ 04 مايو 2016.

6- القرارات

_القرار المؤرخ في 21 جانفي 1998، المُتضمّن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، ج ر ع 15، الصادرة في 18 مارس 1998، المُعدّل والمُتمّم بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، ج ر ع 45، الصادرة في 12 أوت 2001.

_القرار المؤرخ في 18 رجب عام 1424 الموافق لـ 15 سبتمبر سنة 2003، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03، المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس سنة 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

_القرار المؤرخ في 18 رجب عام 1424 الموافق لـ 15 سبتمبر سنة 2003، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/03، المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس سنة 2003، المتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداولة أسهمها في البورصة.

_القرار المؤرخ في 13 ذي الحجة عام 1425 الموافق لـ 23 يناير سنة 2005، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/04، المؤرخ في 24 رجب عام 1425 الموافق لـ 09 سبتمبر سنة 2004، والمتعلق بصندوق الضمان.

_القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق لـ 26 يوليو سنة 2008، يُحدّد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوفات المالية وعرضها وكذا مُدونة الحسابات وقواعد سيرها، ج ر ع 19، الصادرة بتاريخ 28 ربيع الأول عام 1430 الموافق لـ 25 مارس سنة 2009.

_القرار المؤرخ في 15 شعبان عام 1434 الموافق لـ 24 يونيو سنة 2013، يُحدّد محتوى معايير تقارير محافظ الحسابات، ج ر ع 24، الصادرة في 30 أبريل 2014.

_القرار المؤرخ في 14 شعبان عام 1436 الموافق لـ 02 يونيو سنة 2015، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 1501، المؤرخ في 15 أبريل سنة 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

7- أنظمة لجنة البورصة

_نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96، المؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيمًا منقولة، ج ر ع 36، الصادرة في 22 جوان 1996.

_نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97، المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر ع 87، الصادرة في 29 ديسمبر 1997، مُعدّل ومُتمّم.

_نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/2000، المؤرخ في 14 شوال عام 1420 الموافق لـ 20 يناير سنة 2000، يتعلّق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مُسعّرة في البورصة، ج ر ع 50، الصادرة في 16 أوت 2000.

_نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03، المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس سنة 2003، يتعلّق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

_نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/03، المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس سنة 2003، المُتعلّق بمسك الحسابات وحفظ السندات.

_النظام المالي المحاسبي الجديد الصادر بموجب القانون رقم 11/07، المؤرخ في 15 ذو القعدة عام 1428 الموافق لـ 25 نوفمبر 2007، ج ر ع 74.

_نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/15، المؤرخ في 25 جمادى الثانية عام 1436 الموافق لـ 15 أبريل 2015، المُتعلّق بشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج ر ع 55، الصادرة بتاريخ 21 أكتوبر 2015.

8- التعليمات

_التعليمية رقم 03/03، الصادرة في 21/12/2003، المُتضمّنة نموذج لإتفاقية فتح حساب المُبرمة ما بين فاتح الحساب الحافظ الزبون.

ثانيا: النصوص القانونية المقارنة (التسلسل الزمني حسب تاريخ صدورها)

1- النصوص القانونية الأردنية

_قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964. مُتوفّر على الرابط:

<http://maqam.najah.edu/legislation/17/> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 16:40.

_القانون التجاري الأردني رقم 12 لسنة 1966. مُتوفّر على الرابط: <https://www.iclc-law.com/ar/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%86%D8%B4%D9%88%D8%B1%D8%A7%D8%AA/117-%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AC%D8%A7%D8%B1%D8%A9->

تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/01 على الساعة 14:14.

_القانون المدني الأردني لسنة 1976. مُتوفّر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.maher.sandroses.com/m81.htm&ved=2>

تم ahUKEwjuv4Lh8rjrAhUJ8BoKHUHyBVUQFjAGegQIBRAB&usq=AOvVaw2BCo2wgzuqa95bnwp2E3mb

الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 13:19.

قانون تملك الحكومة الأردنية للأموال التي يلحقها التقادم رقم 35 لسنة 1985. مُتوفّر على الرابط:

[https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=920#:~:text=%D9%8A%D8%B3%D9%85%D9%89%20%D9%87%D8%B0%D8%A7%20%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%20\(%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%20%D8%AA%D9%85%D9%84%D9%83,%D8%AA%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%AE%20%D9%86%D8%B4%D8%B1%D9%87%20%D9%81%D9%8A%20%D8%A7%D9%84%D8%AC%D](https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=920#:~:text=%D9%8A%D8%B3%D9%85%D9%89%20%D9%87%D8%B0%D8%A7%20%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%20(%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%20%D8%AA%D9%85%D9%84%D9%83,%D8%AA%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%AE%20%D9%86%D8%B4%D8%B1%D9%87%20%D9%81%D9%8A%20%D8%A7%D9%84%D8%AC%D)

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/03 على الساعة 12:03.

أصول المحاكمات المدنية الأردني لسنة 1988 مُحدث ومُنقّح. مُتوفّر على الرابط: <https://jordan-lawyer.com/2016/12/22/civil-law-procedures-jordan-law-of-1988> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/04 على الساعة 19:33

قانون التنفيذ المؤقت رقم 36 لسنة 2002. مُتوفّر على الرابط: <https://www.iclc-law.com/ar/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%86%D8%B4%D9%88%D8%B1%D8%A7%D8%AA/119-%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%86%D9%81%D9%8A%D8%B0-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%AF%D9%86%D9%8A> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/20 على الساعة 23:19.

قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت لسنة 2002. مُتوفّر على الرابط: <https://alexalaw.ahlamontada.com/t9154-topic> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/28 على الساعة 09:22

تعليمات التعامل بحقوق الإكتتاب الصادر بالإستناد لأحكام المادة (3/أ) والمادة (3/ب/9) والمادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002. مُتوفّر على الرابط: https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=1084&Itemid=63 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/17 على الساعة 00:00.

تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، الصادرة بالإستناد إلى المادتين (12/ف) و(47) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002. مُتوفّر على الرابط: <https://www.google.com/url?client=internal-element-cse&cx=012684331380167808104:oe5oj--md1a&q=https://www.jsc.gov.jo/Uploads/Files/635888951194875273.pdf&sa=U&ved=2ahUKEwjiojrtZLvAh>

تم الإطلاع بتاريخ: [WHHxQKHRzICEwQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw08821CmdwoDYuh0Q96UWYg](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/companies_jordan.pdf&ved=2ahUKEwiJ7OOTkbnrAhUlXlUKHW8PCdgQFjAEgQIAxAB&usg=AOvVaw08821CmdwoDYuh0Q96UWYg) 2021/12/12 على الساعة 22:28.

_قانون الشركات الأردني رقم (22) وتعديلاته لغاية القانون رقم 57 لسنة 2006، الصادر بتاريخ 2006/11/01. مُتَوَفَّر على الرابط:

[https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/companies_jordan.pdf&ved=2ahUKEwiJ7OOTkbnrAhUlXlUKHW8PCdgQFjAEgQIAxAB&usg=AOvVaw21N-](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/companies_jordan.pdf&ved=2ahUKEwiJ7OOTkbnrAhUlXlUKHW8PCdgQFjAEgQIAxAB&usg=AOvVaw21N-zXkIG62bjPoPC-RtaU)

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 16:02.

_القرار رقم 53 لسنة 2014 المُتعلّق بتعديل بعض أحكام قانون الضريبة على الدخل، الصادر بالقانون رقم 91 لسنة 2005 وقانون ضريبة الدمغة الصادر بالقانون رقم 111 لسنة 1980، ج ر ع 26 مُكْرَر (أ) السنة السابعة والخمسون، الصادرة في 02 رمضان 1435 هـ الموافق لـ 30 يونيو 2014. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://manshurat.org/node/63715> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/06 على الساعة 12:12.

_أسس تقديم المعلومات الفورية للتداول إلى أعضاء بورصة عمان لسنة 2015. مُتَوَفَّر على الرابط:

[https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Bases/ass-tqdy-m-alm-lwmat-alfwryt-ltdawl-aly-ada-bwrst-man&ved=2ahUKEwiltjG0aXrAhUIdxoKHVGVAEQQFjAAegQIARAC&usg=AOvVaw1rUNBVqcnTNT1D](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Bases/ass-tqdy-m-alm-lwmat-alfwryt-ltdawl-aly-ada-bwrst-man&ved=2ahUKEwiltjG0aXrAhUIdxoKHVGVAEQQFjAAegQIARAC&usg=AOvVaw1rUNBVqcnTNT1D7qqXdab4)

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/10 على الساعة 11:32.

_القانون رقم 18 لسنة 2017 المُتضمّن الأوراق المالية. مُتَوَفَّر على الرابط: [https://www.ammanchamber.org.jo/Uploded/PRNews/3018\(1\).pdf](https://www.ammanchamber.org.jo/Uploded/PRNews/3018(1).pdf) تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/05.

_تعليمات حوكمة الشركات المساهمة المُدرجة لسنة 2017. مُتَوَفَّر على الرابط:

تم الإطلاع بتاريخ: www.ase.com.jo/ar/tlyma-hwKmt-alshkrkat-almshamt-almdrjt-Isnt-2017

2020/08/12 على الساعة 16:18.

_تعليمات تداول الأوراق المالية لبورصة عمان لسنة 2018. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-tdawl-alawraq-almalyt-fy-shrkt-bwrst-man-Isnt-2018> تم

الإطلاع بتاريخ: 2020/01/02 على الساعة 12:01.

_تعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq-almalyt-Isnt-2018> تم الإطلاع بتاريخ:

2021/02/01 على الساعة 19:19.

تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2018. مُتوفّر على الرابط:
<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Directives/tylmat-tdawl-alawraq-almalyt-fy-shrkt-bwrst-man-lsnt-2018&ved=2ahUKEwj3->

تم الإطلاع [vmdk83rAhWlx4UKHbJUDzoQFjAAegQIDBAC&usg=AOvVawImtW7k7CIPQEez_D5RF0](https://www.vmdk83rAhWlx4UKHbJUDzoQFjAAegQIDBAC&usg=AOvVawImtW7k7CIPQEez_D5RF0) بتاريخ: 2020/08/12 على الساعة 02:02.

دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية الصادر بالإستناد لأحكام المادة 44 من تعليمات تداول الأوراق المالية في البورصة. مُتوفّر على الرابط: <http://ase.com.jo/ar/Legislation/Guides/dlyl->

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/10 على الساعة 19:42. astkhdam-nzam-tdawl-alawraq-almalyt

تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها الأردني. مُتوفّر على الرابط:
https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=1720&Itemid=152 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/04 على الساعة 11:36.

2- النصوص القانونية المصرية

القانون رقم 131 المتعلّق بإصدار القانون المدني المصري. مُتوفّر على الرابط:
www.mohamah.net/law تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 20:26.

القانون رقم 159 لسنة 1981 المتعلّق بإصدار قانون شركات المساهمة. مُتوفّر على الرابط:

https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://mohamedbamby.blogspot.com/2012/03/159-1981.html%3Fm%3D1&ved=2ahUKEwix4_WS97jrAhVSBGMBHZopCjMQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw

تم الإطلاع بتاريخ: 2019/03/30 على الساعة 21:21. 2ffDzXvk-dNpDxi0bp3du0

اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981. مُتوفّر على الرابط:

<https://lawyeregyp.net/%d8%a7%d9%84%d9%85%d9%83%d8%aa%d8%a8%d8%a9-%d8%a7%d9%84%d9%82%d8%a7%d9%86%d9%88%d9%86%d9%8a%d8%a9/%d8%a7%d9%84%d9%84%d8%a7%d8%a6%d8%ad%d8%a9-%d8%a7%d9%84%d8%aa%d9%86%d9%81%d9%8a%d8%b0%d9%8a%d8%a9-%d9%84%d9%82%d8%a7%d9%86%d9%88%d9%86->

تم الإطلاع [/%d8%a7%d9%84%d8%b4%d8%b1%d9%83%d8%a7%d8%aa-%d8%b1%d9%82%d9%85-159](https://%d8%a7%d9%84%d8%b4%d8%b1%d9%83%d8%a7%d8%aa-%d8%b1%d9%82%d9%85-159)

بتاريخ: 2020/12/28 على الساعة 15:15.

القانون رقم 146 لسنة 1988 المتعلّق بالشركات العاملة في مجال تلقي الأموال. مُتوفّر على الرابط: <http://sub.eastlaws.com/GeneralSearch/Home/ArticlesTDetails?MasterID=4741&related> تم الإطلاع

بتاريخ: 2020/12/26 على الساعة 02:14.

اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992. مُتوفّر على الرابط:

https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/laws_cma/exclaw%2095.htm تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16

على الساعة 15:17.

_قانون سوق رأس المال رقم 95 ولائحته التنفيذية لسنة 1996. مُتوفّر على الرابط:

https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.sigma-cap.com/sigma/law%252095%2520of%252092%2520ar.pdf&ved=2ahUKEwj7tdz2_bjrAhW5DWMBHXVfAT

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 [cQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw0-MR18w8KUn1FUSzeRjkSr](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.sigma-cap.com/sigma/law%252095%2520of%252092%2520ar.pdf&ved=2ahUKEwj7tdz2_bjrAhW5DWMBHXVfAT)

على الساعة 09:13.

_القانون رقم 93 لسنة 2000 المُتعلّق بإصدار قانون الإيداع والقيّد المركزي للأوراق المالية

المصري. مُتوفّر على الرابط: <http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx?pageid=104#3> تم

الإطلاع بتاريخ: 2021/02/04 على الساعة 16:17.

_القانون رقم 93 لسنة 2000 المُتعلّق بالإيداع والقيّد المركزي للأوراق المالية. مُتوفّر على الرابط:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx%3Fpageid%3D114&ved=2ahUKEwjhx->

تم الإطلاع [rV0qXrAhUG4BoKHdZbBZUQFjACegQIARAC&usg=AOvVaw3TcVhkgXq6j9xUqD6TOlnP](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx%3Fpageid%3D114&ved=2ahUKEwjhx-rV0qXrAhUG4BoKHdZbBZUQFjACegQIARAC&usg=AOvVaw3TcVhkgXq6j9xUqD6TOlnP)

بتاريخ: 2021/02/08 على الساعة 23:23.

_اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع المركزي رقم 93 لسنة 2000. مُتوفّر على الرابط:

<http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx?pageid=119> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/08

على الساعة 19:12.

_القرار الوزاري رقم 586 لسنة 2000، الصادر بتاريخ 2000/09/26. مُتوفّر على الرابط:

<http://site.eastlaws.com/GeneralSearch/Home/articlesT/3216> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/26 على

الساعة 00:09.

_القرار الصادر عن وزير الإستثمار رقم 64 لسنة 2010، بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة

التنفيذية لقانون سوق رأس المال، الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992. مُتوفّر على الرابط:

http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/ministry_decisions_cma.jsp?start=21&size=20&Year تم الإطلاع بتاريخ:

2020/12/26 على الساعة 01:14.

_قرار وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية رقم 45 لسنة 2015، القاضي بتعديل بعض أحكام

اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 135 لسنة 1993. مُتوفّر على الرابط:

<http://laweg.net/Default.aspx?action=ViewActivePages&Type=6&ItemID=95753> تم الإطلاع بتاريخ:

2021/07/18 على الساعة 15:51.

_قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية، الصادر بإضافتها القرار رقم 138 لسنة 2016، الصادر من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية. مُتوفّر على الرابط: https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/decisions/UG30742UG30743.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/19 على الساعة 16:00.

_قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 2018/2479، القاضي بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، ج ر ع 47، الصادرة في 2018/11/22. مُتوفّر على الرابط: https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/laws_cma/exclaw%2095.htm تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 15:17.

_قرار رئيس مجلس الإدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري. مُتوفّر على الرابط: <https://www.egx.com.eg/getdoc/917a51c2-021a-441f-af87-2333c63545ad/Trading-Procedures.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/12 على الساعة 02:15.

3- النصوص القانونية المغربية

_قانون الإلتزامات والعقود (ظهير 09 رمضان 1331 الموافق 12 أغسطس 1913، صيغة مُحيّنة بتاريخ 11 يناير 2021). مُتوفّر على الرابط: <https://adala.justice.gov.ma/production/legislation/ar/Nouveautes/%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%20%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B2%D8%A7%D9%85%D8%A7%D8%AA%20%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%82%D9%88%D8%AF.pdf> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/01 على الساعة 20:17.

_الظهير الشريف مُعتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212، الصادر في 04 ربيع الآخر 1414 الموافق لـ 21 سبتمبر 1993، يتعلّق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الإكتتاب في أسهمها أو سنداتهما، ج ر ع 4223، الصادرة في 1993/10/06. مُتوفّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://adala.justice.gov.ma/production/html/Ar/55798.htm&ved=2ahUKewis2MjGrsvrAhUB8BoKHRRPAhQQFjADegQIChAC&usg=AOvVaw3sCBsJhysNMnT> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/02 على الساعة 19:19.

_قرار وزير المالية والإستثمارات الخارجية رقم 2560.95، الصادر في 13 جمادى الأولى 1416 (09 أكتوبر 1995)، يتعلّق ببعض سندات الديون القابلة للتداول (المُغيّر والمُتمّم بالقرارات رقم 692-00، 1311-01، 2232-02).

_القانون رقم 95.17، المُتعلّق بشركات المساهمة الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.96.124، الصادر في 14 من ربيع الآخر 1471 (30 أغسطس 1996)، ج ر ع 4422، الصادرة بتاريخ 04 جمادى الآخرة 1417 (17 أكتوبر 1996)، المُعدّل بالقانون رقم 20.05، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.08.18، الصادر بتاريخ 17 من جمادى الأولى 1429 (23 ماي 2008)، ج ر ع 5639، الصادرة بتاريخ 12 جمادى الآخرة 1429 (الموافق لـ 16 يونيو 2008). مُتوفّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 17:03.

_الظهير الشريف رقم 1-96-83، الصادر في 15 من ربيع الأول 1417 (03 أكتوبر 1996) بتنفيذ القانون رقم 15/95 المُتعلّق بمُدونة التجارة، ج ر الصادرة بتاريخ 19 جمادى الأولى 1417 الموافق لـ 03 أكتوبر 1996. مُتوفّر على الرابط: <https://adala.justice.gov.ma/production/legislation/ar/affaire/codecommerce2008.htm> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/09 على الساعة 17:22.

_الظهير الشريف رقم 1-96-246، الصادر في 29 من شعبان 1417 (09 يناير 1997)، بتنفيذ القانون رقم 35.96، المُتعلّق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيود بعض القيم في الحساب، ج ر ع 4448، الصادرة بتاريخ 16/01/1997. مُتوفّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/production/html/Ar/61244.htm> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 13:55.

_القانون رقم 81.99، القاضي بتغيير القانون رقم 17.95، المُتعلّق بشركات المساهمة، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.99.327، ج ر ع 4756، الصادرة بتاريخ 21 رمضان 1420 الموافق لـ 30 ديسمبر 1999. مُتوفّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://sites.google.com/site/juristemateste/encycloi/ganwn-shrkat-almshahmt&ved=2ahUKEwiQg5Oc1drtAhXN8qQKHeeICKEQFjAFegQIDBAB&usg=AOvVaw3eCZPZW-oh2ERAnO7kwVil> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/19 على الساعة 13:45.

_الظهير الشريف رقم 1-04-21، الصادر في فاتح ربيع الأول 1425 (21 أبريل 2004) يتعلّق بتنفيذ القانون رقم 26-03، المُتعلّق بالعروض العمومية في سوق البورصة (مُتمّم ومُغيّر بالقانون رقم 06-46). مُتوفّر على الرابط: www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/01 على الساعة 23:07.

_الظهير الشريف رقم 18.08.1، الصادر في 17 من جمادى الأولى 1429 (23 ماي 2008)، بتنفيذ القانون رقم 20.05، القاضي بتغيير وتتميم القانون رقم 17.95، المتعلق بشركات المساهمة، ج ر ع 5639، الصادرة بتاريخ 12 جمادى الآخرة 1429 (16 يونيو 2008). مُتَوَفَّر على الرابط: <https://sites.google.com/site/juristemateste/encycloi/qanwn-shrkat-alsahmte> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/01 على الساعة 16:49.

_المرسوم رقم 2.09.481، الصادر في 04 محرم 1431 (21 ديسمبر) يتعلق بتطبيق القانون رقم 17.95، المتعلق بشركات المساهمة، ج ر ع 5806، الصادرة بتاريخ 05 صفر 1431 (21 يناير 2010). مُتَوَفَّر على الرابط: <https://adala.justice.gov.ma/production/html/ar/159979.htm> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/18 على الساعة 23:47.

_القانون رقم 44.12 المتعلق بدعوة الجمهور إلى الإكتتاب في أسهمها وسنداتها، الصادر بتنفيذ الظهير الشريف رقم 1.12.55 الصادر في 14 من صفر 1434 (28 ديسمبر 2012). مُتَوَفَّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/production/html/Ar/181266.htm> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/01 على الساعة 17:19.

_ممارسات التواصل المالي بالنسبة للمُصدرين: الوضع القائم المُسجَّل في الفترة المُمتدة ما بين 2010-2011، الصادر عن مجلس القيم المنقولة المغربي، نسخة 2012. مُتَوَفَّر على الرابط: http://www.ammc.ma/sites/default/files/Pratiques_communication_financi%C3%A8re_%C3%A9metteurs_2012_AR_0.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/22 على الساعة 10:10.

4- النصوص القانونية التونسية

_مجلة الإلتزامات والعقود، الصادرة بموجب الأمر المؤرخ في 15 ديسمبر 1906، منشور بالرائد الرسمي مُلحق ع 100. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://wrcati.cawtar.org/preview.php?type=law&ID=268> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/17 على الساعة 12:22.

_القانون ع 129 لسنة 1959، المؤرخ في 02 ربيع الثاني 1379 الموافق لـ 05 أكتوبر 1959، يتعلق بإدراج القانون التجاري، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية ع 56، الصادر في 03 و 06 و 10 و 13 نوفمبر 1959، مُعدَّل بالقانون ع 36 لسنة 2016، المؤرخ في 29 أفريل 2016 والقانون ع 71 لسنة 2016، المؤرخ في 30 سبتمبر 2016. مُتَوَفَّر على الرابط:

الخدمات المالية لغير المُقيمين، والقانون ع 47 لسنة 2019، المؤرخ في 29 ماي 2019، يتعلّق بتحسين مُناخ الإستثمار. مُتوفّر على الرابط: <https://lejuriste.ahlamontada.com/t491-topic> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/30 على الساعة 12:17.

_الأمر ع 3018 لسنة 2005، المؤرخ في 21 نوفمبر 2005، يتعلّق بتطبيق أحكام الفصل 329 من مجلة الشركات التجارية. مُتوفّر على الرابط: <http://www.legislation.tn/detailtexte/D%C3%A9cret-2005094030183-num-2005-3018-du----jort-2005-094> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/01/03 على الساعة 17:14.

5- النصوص القانونية الإماراتية

القانون الإتحادي رقم 04 لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع المُعدّل بالقانون الإتحادي رقم 25 لسنة 2006. مُتوفّر على الرابط: [https://elaws.moj.gov.ae/UAE-MOJ-LC-Ar/00%D9%87%D9%8A%D8%A6%D8%A9%20%D9%88%D8%B3%D9%88%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%85%D8%A7%D8%B1%D8%A7%D8%AA%20%D9%84%D9%84%D8%A7%D9%88%D8%B1%D8%A7%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%20%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%84%D8%B9/UAE-LC-Ar-2000-01-29-00004-Kait.html?val=AL1](https://elaws.moj.gov.ae/UAE-MOJ-LC-Ar/00_%D9%87%D9%8A%D8%A6%D8%A9%20%D9%88%D8%B3%D9%88%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%85%D8%A7%D8%B1%D8%A7%D8%AA%20%D9%84%D9%84%D8%A7%D9%88%D8%B1%D8%A7%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%20%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%84%D8%B9/UAE-LC-Ar-2000-01-29-00004-Kait.html?val=AL1) تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/12 على الساعة 13:14.

6- النصوص القانونية البحرينية

_قانون الشركات التجارية البحريني، الصادر بالمرسوم بقانون رقم 21 لسنة 2001، الصادر بتاريخ 28 ربيع الأول 1422 الموافق لـ 20 يونيو 2001. مُتوفّر على الرابط: <https://www.legalaffairs.gov.bh/LegislationSearchDetails.aspx?id=1195> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/26 على الساعة 18:10.

_المرسوم بقانون رقم 19 لسنة 2001، المُتعلّق بالقانون المدني البحريني. مُتوفّر على الرابط: <https://www.bahrain.bh/wps/wcm/connect/ac0588de-d621-4033-9a47-28b4f74b043e/civilLawAR.pdf?MOD=AJPERES> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/17 على الساعة 16:16.

7- النصوص القانونية السعودية

_نظام الشركات السعودي لسنة 2015. مُتوفّر على الرابط:

تم <http://mc.gov.sa/ar/Regulations/Pages/Details.aspx?lawid=07140004-6a05-48e3-bb04-a8250094bb85>

الإطلاع بتاريخ 2020/08/26 على الساعة 14:51.

8- النصوص القانونية السورية

_المرسوم التشريعي رقم 29 لسنة 2011، المُتعلّق بالشركات والتعليمات التنفيذية. مُتوفّر على

الرابط: <http://parliament.gov.sy/arabic/index.php?node=5579&cat=4471> تم الإطلاع بتاريخ:

2020/12/28 على الساعة 14:41.

9- النصوص القانونية القطرية

_قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (03) لسنة 2014، المُتعلّق بإصدار نظام بيع

حقوق الإكتتاب، الصادر بتاريخ 2014/03/09، ج ر ع 05. مُتوفّر على الرابط:

تم الإطلاع بتاريخ: <https://www.almeezan.qa/LawView.aspx?opt&LawID=6213&language=ar>

2021/01/14 على الساعة 16:16.

_قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 2016/04، بشأن تعديل بعض أحكام القرار رقم

(03) لسنة 2014، المُتعلّق بإصدار نظام بيع حقوق الإكتتاب. مُتوفّر على الرابط:

<https://www.almeezan.qa/LawPage.aspx?id=7038&language=ar> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/22 على

الساعة 23:06.

10- النصوص القانونية الكويتية

_القانون رقم 01 لسنة 2016، المُتعلّق بإصدار قانون الشركات، الملحق ع 1273، الصادر في

22 ربيع آخر 1437 الموافق لـ 2016/02/01. مُتوفّر على الرابط:

<https://moci.gov.kw/DynamicPage.aspx?id=145> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/05/14 على الساعة

21:09.

_المرسوم بالقانون رقم 67 لسنة 1980، المُتعلّق بإصدار القانون المدني الكويتي. مُتوفّر على

الرابط: https://www.icnl.org/wp-content/uploads/Kuwait_KuwaitCivilCode1980.pdf تم الإطلاع بتاريخ:

2020/07/20 على الساعة 09:25.

11- النصوص القانونية العراقية

_قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997. مُتوفّر على الرابط: [http://wiki.dorar-](http://wiki.dorar-iraq.net/iraqilaws/law/16685.html)
تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/28 على الساعة 23:13.

12- النصوص القانونية اللبنانية

_القانون رقم 126، الصادر بتاريخ 2019/03/29، ج ر ع 18، الصادرة بتاريخ 2019/04/01، المُعدّل لقانون التجارة البرية لاسيما المادة 37، الصادر بالمرسوم الإشتراعي رقم 304، الصادر بتاريخ 1942/02/24 وتعديلاته وإضافة أحكام جديدة عليه. مُتوفّر على الرابط: <https://www.lacpa.org.lb/ar/%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%B1%D9%82%D9%85-126-%D8%AA%D8%B9%D8%AF%D9%8A%D9%84-%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AC%D8%A7%D8%B1%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A8%D8%B1%D9%8A%D8%A9> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/29 على الساعة 18:14.

ثالثا: الإجتهاادات القضائية (التسلسل الزمني حسب تاريخ صدورها)

1- الإجتهاادات القضائية الصادرة عن المحاكم الجزائرية

_المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 254083، الصادر بتاريخ: 2002/02/06، المجلة القضائية، ع01، 2003، ص183. مُتوفّر على الرابط: [https://drive.google.com/file/d/11jf-](https://drive.google.com/file/d/11jf-A_WymyF_y8evtyi4xs3u27sQAkl/view)
تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/02 على الساعة 19:29.

_المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة العقارية، ملف ع 247879، الصادر بتاريخ: 2003/07/23، المجلة القضائية، ع02، 2003، ص243. مُتوفّر على الرابط: <https://drive.google.com/file/d/1AVcwAtf4L5pGlaP2-N9-bosRmCrJ382O/view> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/07 على الساعة 19:18.

_المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 371305، الصادر بتاريخ: 2007/06/20، مجلة المحكمة العليا، ع01، 2008، ص87. مُتوفّر على الرابط: https://drive.google.com/file/d/1YTkQ9lfHNGq0JqYwbUM2g_0LB-viDYaX/view تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 21:21.

_المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة التجارية والبحرية، ملف ع 478349، الصادر بتاريخ: 2008/07/09، مجلة المحكمة العليا، ع01، 2009، ص183. مُتوفّر على الرابط: <https://drive.google.com/file/d/1I8DDJ40-vXz-Q35CJQuiRrMh9m0I5W/view> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 21:16.

_المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 459015، الصادر بتاريخ: 2009/11/22،
مجلة المحكمة العليا، ع02، 2009، ص147. مُتَوَفَّر على الرابط:
<https://drive.google.com/file/d/1krREfBXzNDbs4Py6DgO0JsvKX6JF3v4K/view>
تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/02 على الساعة 18:18.

_المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 468751، الصادر بتاريخ: 2009/04/15،
مجلة المحكمة العليا، ع01، 2010، ص125. مُتَوَفَّر على الرابط:
<https://drive.google.com/file/d/1gdqxaWX52k2Cc8bLC6iMdGXIGkDJzJvg/view>
تم الإطلاع بتاريخ: 2020/04/19 على الساعة 20:20.

_المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة التجارية والبحرية، ملف ع 560796، الصادر بتاريخ:
2009/10/08، مجلة المحكمة العليا، ع02، 2009، ص200. مُتَوَفَّر على الرابط:
<https://drive.google.com/file/d/1krREfBXzNDbs4Py6DgO0JsvKX6JF3v4K/view>
تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 21:40.

_المحكمة العليا (الجزائر)، الغرفة المدنية، ملف ع 500718، الصادر بتاريخ: 2009/10/22،
مجلة المحكمة العليا، ع02، 2009، ص174. مُتَوَفَّر على الرابط:
<https://drive.google.com/file/d/1krREfBXzNDbs4Py6DgO0JsvKX6JF3v4K/view>
تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/18 على الساعة 11:40.

2- الإجتهاادات القضائية الصادرة عن المحاكم المغربية

_المحكمة التجارية (مكناس)، ملف ع 9/2007، الصادر بتاريخ: 2001/09/09. مُتَوَفَّر على
الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx>
تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة 23:01.

_المحكمة التجارية (فاس)، ملف ع 110/00/4، الصادر بتاريخ: 2001/01/10. مُتَوَفَّر على
الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx>
تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة 13:00.

_المحكمة التجارية (طنجة)، ملف ع 14/19/03، الصادر بتاريخ: 2005/02/29. مُتَوَفَّر على
الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx>
تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/01 على الساعة 16:03.

- _المحكمة التجارية (مكناس)، ملف ع 2/5/6، الصادر بتاريخ: 14/05/2007. مُتوفّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/20 على الساعة 17:03.
- _محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 126/08، الصادر بتاريخ: 2008/10/22. مُتوفّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 21:50.
- _محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 5/2007، الصادر بتاريخ: 2010/05/05. مُتوفّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة 12:09.
- _محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 53/2009، الصادر بتاريخ: 2010/03/17. مُتوفّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة 10:22.
- _محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 55/08-47/08، الصادر بتاريخ: 2010/03/31. مُتوفّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/19 على الساعة 10:50.
- _محكمة الإستئناف التجارية (فاس)، ملف ع 2258/2012، الصادر بتاريخ: 07/02/2013. مُتوفّر على الرابط: <http://adala.justice.gov.ma/FR/Legislation/TextesJuridiques.aspx> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 22:04.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

1- الكتب العامة

- _ (دون وجود إسم المؤلف)، شرح قانون الإلتزامات والعقود الصادر عن وزارة العدل المغربية، ج01، د ط، د س ن، د ب ن.
- _ إبراهيم عبد الرحيم زكي، مقدمة في إقتصاديات النقود والبنوك، د ط، دار الجامعات المصرية، مصر، د س ن.
- _ ابن دريد، جمهرة اللّغة، تصحيح حيدر آباد، ج02، ط01، د ب ن، 1344هـ.

- _أبي نصر إسماعيل بن حماد الجوهري، الصّاح (تاج اللغة وصحاح العربية)، تحقيق محمد محمد تامر-أنس محمد الشامي-زكرياء جابر أحمد، مج01، د ط، دار الحديث، القاهرة، 2009.
- _أحمد شكري السباعي، الوسيط في الأوراق التجارية، ج01، (في آليات أو أدوات الإئتمان)، ط03، دار نشر المعرفة، الرباط، د س ن.
- _إدريس الفاخوري، مُدونة الحقوق العينية وفق القانون 39.08، منشورات مجلة الحقوق سلسلة المعارف القانونية والقضائية، د ط، د ب ن، د س ن.
- _السالم هاجم أبو قريش، دليل تأسيس الشركات التجارية في القانون التجاري الجزائري، د ط، دار هومة، الجزائر، 2014.
- _الطيب اللومي، الوسيط في الأوراق التجارية في التشريع التونسي، د ط، مركز الدراسات والبحوث والنشر، تونس، 1993.
- _أحمد الفروجي، صعوبات المقابلة والمساطر القضائية الكفيلة بمعالجتها (دراسة تحليلية نقدية لنظام صعوبات المقابلة المغربي في ضوء القانون المُقارن والإجتهاد القضائي)، ط01، سلسلة الدراسات القانونية، الرباط، 2000.
- _أوديت إلياس إسكندر- شعبان عبد العطي عطية- محسن أحمد عبد الرحمن، معجم القانون، د ط، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، مصر، 1999.
- _بطرس البستاني، قطر المحيط، ط02، مكتبة لبنان، لبنان، 1995.
- _بندر بن حمد العتيبي، القانون التجاري (الأعمال التجارية-التاجر-الشركات التجارية)، ط01، مكتبة القانون الإقتصادي، الرياض، 2016.
- _خليل أحمد حسن قعادة، الوجيز في شرح القانون المدني الجزائري، ج04، (عقد البيع)، ط03، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- _دريد محمد أحمد، الإستثمار (قراءة في المفهوم والأنماط والمُحدّات)، د ط، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، د س ن.
- _زاهية حورية سي يوسف، الواضح في عقد البيع (دراسة مقارنة ومُدعّمة بإجتهادات قضائية وفقهية)، ط02، دار هومة، د ب ن، 2014.
- _زكريا سرايش، الوجيز في مصادر الإلتزام العقد والإرادة المُنفردة، د ط، دار هومة، الجزائر، 2013.

- _سعيد البستاني-علي شعلان عواضة، الوافي في أساسيات قانون التجارة والتجار، ط01، منشورات حلي الحقوقية، بيروت، 2011.
- _سعيد حسين علي، التحكيم في منازعات الأوراق المالية طبقاً لقواعد الأونسيترال، ط01، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2016.
- _سليمان مرقس، الوافي في شرح القانون المدني (عقد الكفالة)، مج03، ط03، دار الكتب المصرية، القاهرة، 1994.
- _سميحة القيلوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، ج01، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2012.
- _سميحة القيلوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، ج02، ط05، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- _سمير عبد السيد تناغو، التأمينات الشخصية والعينية، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996.
- _سيد شوربجي عبد المولى، الفكر الإقتصادي عند ابن خلدون (الأسعار والنقود دراسة تحليلية)، د ط، إدارة الثقافة للنشر، السعودية، 1989.
- _عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد، ج02، نظرية الإلتزام بوجه عام (الإثبات-آثار الإلتزام)، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1968.
- _عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج03، نظرية الإلتزام بوجه عام (الأوصاف-الحالة-الإنقضاء)، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د س ن.
- _عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج05، العقود التي ترد على الملكية (الهبة والشركة والقرض والدخل الدائم والصلح)، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د س ن.
- _عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج10، التأمينات الشخصية والعينية، د ط، دار إحياء التراث العربي، بيروت، د س ن.
- _عبد الرزاق دربال، الوجيز في أحكام الإلتزام في القانون المدني الجزائري، د ط، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2004.
- _عبد السلام ذهني بك، القانون التجاري، د ط، مطبعة الإعتماد، الزمالك، 1967.

- _ عبد الغفار حنفي- عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، د ط، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
- _ عبد المجيد زعلاني، المدخل لدراسة القانون (النظرية العامة للحق)، د ط، دار هومة، د ب ن، 2010.
- _ عزت قناوي، أساسيات في النقود والبنوك، د ط، دار العلم للنشر والتوزيع بالفيوم، مصر، 2005.
- _ علي البارودي، العقود وعمليات البنوك التجارية وفقاً لأحكام قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999، د ط، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- _ علي البارودي- محمد السيد الفقي، القانون التجاري (الأعمال التجارية-التجار-الأموال التجارية-الشركات التجارية-عمليات البنوك والأوراق التجارية)، د ط، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- _ علي الزيني، أصول القانون التجاري، ج01، النظرية العامة والعقود التجارية، مج02، عقد الرهن والعمولة والنقل والشركات، د ط، مطبعة الأميرية، القاهرة، 1935.
- _ علي بن غانم، الوجيز في القانون التجاري وقانون الأعمال، ط02، موفم للنشر، الجزائر، 2005.
- _ غادة أحمد عيسى، الإتفاقيات بين المساهمين في الشركات المساهمة، ط01، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2008.
- _ كمال بقدار، تساؤلات قانونية في القانون التجاري وفق برنامج نظام ل.م.د، د ط، منشورات رأس الجبل حسين، قسنطينة، 2018.
- _ كينيث أ.كيم-جون نوفسنجر-ديرك ج موهر، حوكمة الشركة الأطراف الراصدة والمشاركة، تعريب ومراجعة محمد عبد-الفتاح العشماوي-غريب جبر غنام، د ط، دار المريخ للنشر، الرياض، 2010.
- _ محمد إبراهيم عبد الرحيم، إقتصاديات النقود والبنوك، د ط، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2015.
- _ محمد الطاهر بلعيساوي، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، ط05، دار هومة، الجزائر، 2016.
- _ محمد الهيني-أحمد كويسي، تأملات في إجتهدات القضاء التجاري في مادة الأوراق التجارية (دراسة مقارنة)، ط02، د د ن، المغرب، 2010.

- _محمد بودالي، الشروط التعسفية في العقود في القانون الجزائري (دراسة مقارنة مع قوانين فرنسا وألمانيا ومصر)، ط02، دار هومة، الجزائر، 2010.
- _محمد فريد العريني-هاني دويدار، مبادئ القانون التجاري، د ط، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000.
- _مرتضى حسين إبراهيم السعدي، النظام القانوني لشركات الإستثمار المالي (دراسة تحليلية مقارنة)، ط01، منشورات حلبي الحقوقية، لبنان، 2011.
- _نادية فضيل، القانون التجاري الجزائري (الأعمال التجارية-التاجر-المحل التجاري)، ط06، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- _نجيم أهتوت، الوجيز في القانون التجاري، ط01، مكتبة الأنوار، د ب ن، 2020.
- _نسرين شريقي، الإفلاس والتسوية القضائية، ط01، دار بلقيس، الجزائر، 2013.
- _هاني دويدار، القانون التجاري (التنظيم القانوني للتجارة-الملكية التجارية والصناعية-الشركات التجارية)، ط01، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2008.
- _يوسف مامش-ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، ط01، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.

2- الكتب المتخصصة

- _ (دون وجود اسم المؤلف)، حرية تداول المعلومات (دراسة قانونية مقارنة)، ط01، مؤسسة حرية الفكر والتعبير، القاهرة، 2011. مُتَوَفَّرَ على الرابط:
https://www.transparency.org/files/content/activity/2011_AFTE_LegalStudyFreedomThought_AR.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/08 على الساعة 13:18.
- _إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، د ط، معهد السياسات الإقتصادية صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010.
- _أحمد الورفلي، الوسيط في قانون الشركات التجارية، ط03، مُجَمَّع الأطرش للكتاب المختص، تونس، 2015.
- _أحمد شكري السباعي، الوسيط في الشركات والمجموعات ذات النفع الإقتصادي، ج03، (شركات المساهمة)، د ط، دار نشر المعرفة، الرباط، 2012.

- _أحمد محمد محرز، النظام القانوني لشركات المساهمة، د ط، دار النسر الذهبي، د ب ن، 1996.
- _أزهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط01، دار جنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
- _أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، ط01، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- _الطيب بلوله، قانون الشركات، ترجمة إلى العربية محمد بن بوزة، ط02، برتي للنشر، الجزائر، 2017.
- _الغالي بن إبراهيم-محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم والسندات)، ط01، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الجزائر، 2019.
- _المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة (دراسة في الأسس الاقتصادية والقانونية)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008.
- _إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، ج07، (تأسيس الشركة المغفلة)، ط02، توزيع منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008.
- _إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، ج09، (الشركة المغفلة سندات الدين وحصص التأسيس)، د ط، منشورات حلبي الحقوقية، بيروت، 2005.
- _أمين السيد أحمد لطفى، محاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- _ج.ريبير-ر.روبلو، المُطوّل في القانون التجاري، ترجمة إلى العربية علي مقلّد، ج02، (الأسناد التجارية-المصارف والبورصات-العقود التجارية-الأصول الجماعية)، د ط، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2008.
- _ج.ريبير-ر.روبلو، المُطوّل في القانون التجاري، ترجمة إلى العربية منصور القاضي-سليم حداد، مج02، ج01، (الشركات التجارية)، ط01، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2008.
- _جلال وفا محمددين، المبادئ العامة في شركة الأموال، د ط، الدار الجامعية، د ب ن، 1987.
- _حريزي رابح، البورصة والأدوات محل التداول فيها، د ط، دار بلقيس، الجزائر، د س ن.
- _حسن عبد الحكيم عناية، موسوعة الفقه والقضاء في الشركات التجارية، مج03، ط01، دار محمود للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.

- _خالد أحمد سيف الشعراوي، الإطار القانونية لعمليات التداول في البورصة، د ط، دار الجامعة الجديدة، د ب ن، 2015.
- _خليل فيكتور تادرس، تقسيم الشركة من الوجهة القانونية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- _رضوان أبو زير، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن، د ط، دار الفكر العربي، القاهرة، د س ن.
- _سامي عبد الباقي أبو صالح، الشركات التجارية، د ط، جامعة القاهرة، د ب ن، 2013.
- _سعودي حسن سرحان، نحو نظرية لحماية الغير المتعاملين مع الشركات التجارية (دراسة تحليلية-تأصيلية-مقارنة)، د ط، د د ن، الجيزة، د س ن.
- _سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، ط05، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011.
- _صالح بن زابن المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي (دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي)، د ط، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي، د ب ن، 1406هـ.
- _عاشور عبد الجواد، الشركات التجارية، ط02، دار النهضة العربية، مصر، 2013.
- _عباس مصطفى المصري، تنظيم الشركات التجارية (شركات الأشخاص-شركات الأموال)، د ط، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- _عبد القادر عزت، الشركات التجارية، د ط، دار الكتب القانونية، د ب ن، 1997.
- _عز الدين بنستي، الشركات في القانون المغربي، ج01، د ط، د د ن، د ب ن، د س ن.
- _عز الدين بنستي، الشركات في القانون المغربي، ج02، د ط، د د ن، د ب ن، د س ن.
- _علي حسن يونس، الشركات التجارية (شركات المساهمة والتوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة)، د ط، د د ن، د ب ن، 1991.
- _علي نديم الحمصي، الشركات المساهمة في ضوء القانون الوضعي والفقه الإسلامي، ط01، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2003.
- _عمار عمورة، شرح القانون التجاري الجزائري، د ط، دار المعرفة، الجزائر، 2018.

- _فهد الحويماي، المال والإستثمار في الأسواق المالية، ط02، مكتبة ملك فهد الوطنية، الرياض، 2006.
- _فؤاد معلال، شرح القانون التجاري المغربي الجديد، ط02، د د ن، د ب ن، د س ن.
- _فوزي عطوي، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية، ط01، منشورات حلبي حقوقية، لبنان، 2005.
- _فوزي محمد سامي، الشركات التجارية (الأحكام العامة والخاصة)، ط01، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- _مأمون عبد العزيز إبراهيم، التشريعات التجارية، ط01، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
- _محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، ط01، المركز القومي للإصدارات، القاهرة، 2014.
- _محمد الطاهر بلعيساوي، الشركات التجارية، ج02، (شركات الأموال)، د ط، دار العلوم للنشر والتوزيع، د ب ن، 2014.
- _محمد حسن الجبر، القانون التجاري السعودي، ط04، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، د ب ن، 1996.
- _محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، ط02، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- _محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، ط02، جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي، صنعاء، 2013.
- _محمد فريد العريني، الشركات التجارية، د ط، دار المطبوعات الجامعية، د ب ن، 2002.
- _مختار دحو، القرارات الجماعية العادية في شركة المساهمة (دراسة مقارنة)، د ط، النشر الجامعي الجديد، تلمسان، 2018.
- _مصطفى كمال طه، الشركات التجارية (الأحكام العامة في الشركات-شركات الأشخاص-شركات الأموال-أنواع خاصة من الشركات)، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- _مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- _منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق المال، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

- _نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ط02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- _نديم الحمص، الشركات المساهمة في ضوء القانون الوضعي والفقہ الإسلامي، ط01، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، د ب ن، 2008.
- _نصيرة تواتي، الحماية القانونية للإستثمار في بورصة القيم المنقولة (دراسة مقارنة)، د ط، الأمل للطباعة والنشر والتوزيع، تيزي وزو، 2018.
- _هاني دويدار، القانون التجاري، ط01، منشورات حلي الحقوقية، د ب ن، 2008.

ثانيا: الرسائل العلمية

1- أطروحات الدكتوراه

- _زيتوني فاطمة الزهراء، مبدأ حسن النية في العقود -دراسة مقارنة-، رسالة مُقدّمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، 2018/2017.
- _إبراهيم بن مختار، سلطة رأس المال في شركة المساهمة، أطروحة دكتوراه ل م د في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة باتنة 01 الحاج لخضر، 2017.
- _أحمد خديجي، قواعد الممارسات التجارية في القانون الجزائري، أطروحة مُقدّمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم الحقوق، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2016.
- _أسماء بن ويراد، حماية المساهم في شركة المساهمة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الحقوق، تخصص قانون أعمال، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2017/2016.
- _أعمر خمري، السندات التجارية في منظور المشرع والتاجر الجزائريين، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013.
- _أمنية شنعة، صلاحيات الجمعية العامة غير العادية في شركات الأموال، أطروحة دكتوراه علوم في الحقوق، تخصص قانون الأعمال المقارن، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة وهران 02، 2019/2018.

- _إيمان زكري، حماية الغير المتعاملين مع الشركات التجارية، رسالة مُقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2016/2017.
- _يلبة ريمة، الإعلام في شركة المساهمة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الحقوق، تخصص قانون جنائي للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2015.
- _بهية هوداف، انعكاس إنضمام الجزائر إلى النظام الإقتصادي الجديد على الإستثمار في القيم المنقولة، أطروحة مُقدّمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في الحقوق، فرع القانون الخاص، كلية الحقوق سعيد حمدين، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة، 2014/2015.
- _نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري -دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013.
- _جميلة تمانى، الغش في العقود، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 01، 2018/2019.
- _ديدن بوعزة، ممارسة السلطة في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه دولة في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة جيلالي اليابس سيدي بلعباس، 2002/2003.
- _رزيقة تغريبت، النظام القانوني للقيم المنقولة، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2019.
- _رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2006.
- _سمية فاطمة الزهراء بن غالية، الحقوق الأساسية للمساهم ومبدأ الحرية التعاقدية في شركة المساهمة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2015/2016.
- _عبد الباقي خلفاوي، حماية المساهم في شركة المساهمة بين القانون والواقع -دراسة مقارنة-، أطروحة مُقدّمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الأخوة منتوري قسنطينة، 2014/2015.
- _عبد الرحيم بن عبيدة، مفهوم المصلحة كضابط لتحديد إختصاصات ومسؤولية مجلس الإدارة والجمعيات العامة، رسالة دكتوراه، جامعة عين الشمس، مصر، 2002.

- _عبد القادر مشرفي، دور مصلحة الشركة في حماية شركات المساهمة والشركات ذات المسؤولية المحدودة -دراسة مقارنة-، أطروحة مُقدّمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة وهران 02، 2017.
- _عبد اللطيف علاوي، مندوب الحسابات ودوره في مختلف أشكال الشركات التجارية، أطروحة مُقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص قانون الأعمال، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2016/2017.
- _فاتح آيت مولود، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في التشريع الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2012.
- _فاطمة الزهراء بدي، الرقابة الداخلية في المساهمة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2016.
- _فتيحة بن عزوز، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة مُقدّمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2015.
- _فريدة سقلاب، التوريق المصرفي كآلية لضمان القروض المصرفية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2016.
- _كناكريه عز الدين محيي الدين، مُحدّات استخدام سندات الشركات كأداة تمويل وإستثمار من قبل الشركات المساهمة والمستثمرين في الأردن، أطروحة مُقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن، 2010. مُتوفّر على الرابط: <http://search.mandumah.com/RECORD/637247> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/11/02 على الساعة 17:35.
- _نادية حميدة، الأموال الإحتياطية في شركة المساهمة، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة وهران 02، 2015/2016.
- _نجاة الدهيمي، المسؤولية القانونية للشركات التجارية في حالي الانفصال والإندماج، أطروحة دكتوراه في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أدرار، 2020/2021.

_نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، دون تاريخ مناقشة.

_هند قاسي عبد الله، الحقوق المرتبطة بالسهم في شركة المساهمة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 01، 2018/2017.

_وداد بن بعبيش، تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة مُقدّمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2017.

_وردة سالمى، حماية الغير في إطار شركة المساهمة، أطروحة دكتوراه علوم في القانون الخاص، فرع قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة الإخوة منتوري قسنطينة، 2015/2015.

_يوسف لوني، الحماية الإجرائية للدائن المتعاقد في التنفيذ العيني، أطروحة مُقدّمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية قسم الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2019/2018.

_يوسف محمد المصاروة، المركز القانوني لمالكي أسناد القرض التي تصدرها الشركات - دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص القانون الخاص، قسم القانون الخاص، كلية الدراسات القانونية العليا، الجامعة العربية للدراسات العليا، عمان، 2006.

2- رسائل الماجستير

_الشوبكي حاتم خليل سلمان، الأوراق المالية التي تصدرها الشركة المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير، كلية الدراسات الفقهية والقانونية، جامعة آل بيت، الأردن، 2006. مُتوفّر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/818481> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/04/20 على الساعة 17:05.

_العبادي محمد طارق برهان، الأحكام القانونية لأسناد القرض في التشريعات الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، 2000. مُتوفّر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/548693> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/03/17 على الساعة 18:18.

_الوندوي براق أحمد اسكندر، النظام القانوني لسند القرض في الشركة المساهمة العامة - دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة آل بيت، الأردن، 2016. مُتوفّر على

الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/856587> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/10/10 على الساعة 19:19.

_بني مصطفى أكرم مصلح عبد الكريم، أسناد القرض في القانون الأردني، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة اليرموك، الأردن، 2013. مُتَوَفَّرَ على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/743901> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/11/10 على الساعة 21:21.

_جرادات مرام رياض، الحقوق التي تمنحها الأسهم للمساهم في شركة المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة العربية الأمريكية، فلسطين، 2012.

_حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، أحكام الإكتتاب في الشركات المساهمة، بحث تكميلي مُقَدَّم لنيل درجة الماجستير في الفقه المقارن، ط01، الكتيبات دار ابن الجوزي، السعودية، 2006.

_حسن السلطان، إدارة مخاطر الإستثمار المالي، رسالة ماجستير في إدارة أعمال، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، 2009.

_حسين عبد المنطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر، رسالة مُقَدَّمة لنيل شهادة الماجستير في الإقتصاد، قسم الإقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، فرع بنها، 2002. مُتَوَفَّرَ على الرابط: <http://mpira.ub.uni-muenchen.dr/2317/> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/07/02 على الساعة 11:59.

_دفع الله المكي حسن الرضي، مخاطر الإستثمار في سوق الأوراق المالية، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد، قسم الإقتصاد، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، 2018.

_سلوان تركي مجيد، التنفيذ على الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة، رسالة ماجستير، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة النهريين، العراق، 2018.

_سماح رجب موسى، الإطار القانوني لتحويل السندات إلى أسهم في شركات المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الإسراء، 2015.

_نادية مطلاوي، النظام القانوني لحرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص قانون الأعمال، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2015.

_نذير شني، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير في قانون الأعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 02، 2017/2016.

_نوال فنينخ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المُركّبة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير في القانون، تخصص القانون الخاص، فرع القانون التجاري، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة السانبا وهران، 2000.

_يوسف منصوري، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 01 بن يوسف بن خدة، 2018/2019.

ثالثا: المقالات

_ (دون وجود إسم المؤلف)، رهن القيم المنقولة في التشريع المغربي، مجلة مغرب القانون، د ع، د س ن. متوفر على الرابط: www.maroclaw.com تم الإطلاع بتاريخ: 2018/12/30 على الساعة 14:10.

_ علي عبد الغني اللايد-إبراهيم علي عبد الله القاضي-طلال مزيد العرادة، مخاطر إستخدام المُشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية -دراسة تطبيقية-، مجلة البحوث الإقتصادية والمالية، مج02، ع01، جوان 2015. مُتوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/4795> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/12/12 على الساعة 23:04. ص ص 39_71.

_إبراهيم إسماعيل إبراهيم-رائد فيصل غازي، تنفيذ إلتزام الشركات المساهمة بالإفصاح في سوق الأوراق المالية -دراسة مقارنة-، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، مج09، ع01، 2017. مُتوفر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj?uiLanguage=ar> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 18:19. ص ص 99_156.

_أحمد سليمان زايد-مراد محمود الشنيكات-محمد موسى السويلمين، موقف قانون التجارة الأردني من الفوائد في الأعمال المختلطة، دفاتر السياسة والقانون، ع08، جانفي 2013. مُتوفر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/51441> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/03/15 على الساعة 15:33. ص ص 49_66.

_أحمد عبد الحفيظي-عادل سلماني، كيفية تقييم الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الإقتصادي، مج01، ع02، د س ن. مُتوفر على الرابط:

ص ص 204_230. تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 11:46. <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/36686>

_أحمد عبد الرحمان المجالي، المفهوم القانوني لمهمة مراقب الحسابات في الشركة الخاضعة لرقابته وفقا للأنظمة السعودية -دراسة قانونية تحليلية مقارنة-، مجلة المفكر، مج13، ع01، 2016. مُتَوَفَّر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/62427 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/19 على الساعة 14:15. ص ص 11_25.

_أحمد محمود المساعدة، أثر التصفية على الشخصية المعنوية للشركة المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، ع08، جانفي 2016. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/6460> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/19 على الساعة 15:17. ص ص 06_34.

_آزاد شكور صالح-ريبر حسين يوسف، نظام إنقاذ التاجر من الإفلاس (تعريفه ومُقارنته بنظام الصلح الواقي من الإفلاس) -دراسة مقارنة-، مجلة معالم للدراسات القانونية والسياسية، ع05، ديسمبر 2018. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/73165> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 17:54. ص ص 01_41.

_العامري سعود جايد مشكور، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة (بحث تطبيقي في عينة من المصارف المُسجَّلة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة مركز دراسات الكوفة، ع50، 2018. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/download/00fee4da5aca463f> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/27 على الساعة 22:57. ص ص 221_247.

_الراضي محمد السعيد، تداول القيم المنقولة في القانون التجاري المغربي، مجلة القانون المغربي، ع13، 2009. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://search.mandumah.com/Record/519120> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/06/16 على الساعة 19:23. ص ص 31_64.

_السريحي ياسر بن فضل، حقوق الأولوية في الإكتتاب بالأسهم -دراسة قانونية تحليلية-، مجلة جامعة الملك سعود، كلية الحقوق والعلوم السياسية، مج29، ع02، 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/864632> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/19 على الساعة 22:03. ص ص 287_321.

- _الشمري طعمة، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي، مجلة جامعة الكويت، مج07، ع04، 1983. مُتَوَفَّر على الرابط: https://archive.org/details/untitled_20200214_0948/page/n1/mode/2up تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/26 على الساعة 00:20. ص ص 39_72.
- _أمينة حطابي، الحق التفاضلي في الإكتتاب -دراسة مقارنة-، مجلة القانون، مج09، ع01، 2020. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/115696> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/12 على الساعة 01:13. ص ص 134_151.
- _أمينة لطروش، ضمانات حقوق الدائنين المُرتهنين في نظام الإفلاس الجزائري، مجلة القانون العقاري والبيئة، مج08، ع01، 2020. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/107349> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/01 على الساعة 11:08. ص ص 84_102.
- _إيناس خلف الخالدي، مشروع نظام الإفلاس السعودي بين القبول والرفض -دراسة نقدية-، مجلة العلوم القانونية والسياسية، مج08، ع02، جوان 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/46670> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 18:55. ص ص 10_24.
- _جمال عبد الكاظم الحاج ياسين، مُلاحقة الدين في نمة المدين عن طريق الدعوى المباشرة، مجلة رسالة الحقوق، مج09، ع03، 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/article/175931> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 12:17. ص ص 222_239.
- _حامد رفل حسن، النظام القانوني لعقد سندات الإكتتاب المُمولة للقرض العام الداخلي (العراق نموذجًا)، مجلة الرافدين للحقوق، مج15، ع52، 2012. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.google.com/url!sa=t&source=web&rct=j&url=http://www.iasj.net/iasj%3Ffunc%3Dfulltext%26ald%3D47000&ved=2ahUKEwiO4669jaXrAhUpQxUIHcXIB04QFjABegQIARAH&usq=AOvVaw1s70dczNoenk> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/30 على الساعة 22:20. ص ص 285_332.
- _حسان طاهر شريف-محمد تقوروت-رضوان أنساعد، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، مج15، ع01، 2019. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/81627> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/15 على الساعة 16:25. ص ص 119_136.

- حسن حسني، التمويل بالسندات .. وتنشيط سوق المال (رؤية جديدة .. لموضوع قديم)، مجلة المدير العربي، ع92، أكتوبر 1985. مُتوفّر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/67645> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/01/01 على الساعة 22:17. ص ص 25_39.
- حسين فرياد شكر، الإكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة الخاصة -دراسة تحليلية-، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، مج05، ع18، أوت 2016. مُتوفّر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/909919> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/12 على الساعة 10:48. ص ص 154_216.
- حسين وليد حسين-ابتهال طالب خضير-عبد الناصر علك حافظ، قرارات الإستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، مج08، ع22، 2013. مُتوفّر على الرابط: <https://jgpiafs.uobaghdad.edu.iq/index.php/JAFS/article/view/663> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 16:08. ص ص 226_236.
- حنان موشارة، الآليات القانونية لحماية الغير من قرار تخفيض رأس مال الشركة التجارية، مجلة دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، ع03، سبتمبر 2018. مُتوفّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/59929> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/04 على الساعة 21:21. ص ص 641_660.
- خانم نوري كاكة حمه العطار، نُظْم المعلومات المالية المُستتدة على مدخل تنقيب البيانات وأثرها على نجاح القرارات المالية، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، مج02، ع07، جوان 2019. مُتوفّر على الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.asjp.cerist.dz/en/article/95157&ved=2ahUKEwiFzebds6XrAhXbXhUIHdPJD-8QFjAAegQIARAB&usq=A0vVaw0h_7JXpmmv4tcs4w-0TpLf تم الإطلاع بتاريخ: 2019/06/01 على الساعة 15:15. ص ص 01_24.
- خليل فيكتور تادرس، حق الأولوية في الإكتتاب في أسهم زيادة رأس المال في شركة المساهمة العامة -دراسة مقارنة-، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ع02، يونيو 2018. مُتوفّر على الرابط: <https://journal.kilaw.edu.kw> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/17 على الساعة 11:23. ص ص 177_224.
- خميسي قايدي-عبد القادر لحسين، دراسة تحليلية لتطوّر استخدام المُشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق (حالة الدول الصناعية العشر)، المجلة الجزائرية للعلوم

- والسياسات الإقتصادية، ع06، 2015. مُتَوَفَّر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/17359 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/13 على الساعة 16:47. ص ص 25_43.
- راهم خذيري، العلاقة بين سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية، حوليات جامعة قالمة للعلوم الإجتماعية والإنسانية، مج11، ع05، أبريل2018. مُتَوَفَّر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/74809 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 21:51. ص ص 325_347.
- رزيقة تغريبت، ضمان المساواة في المعلومة المالية بين المُتدخلين في سوق الأوراق المالية، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، ع خاص، 2017. ص ص 270_286.
- رشيد بوكساني، مُحدّات إنشاء بورصة فعّالة ومدى توفّرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أداؤها، Revue des Reformes Économiques et Intégration en Économie Mondiale، n°4، 2008. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.asjp.cerist.dz/en/article/46053&ved=2ahUKEwiLy6CEngXrAhXeUhUIHaHBB2wQFjAAegQIARAC&usg=AOvVawIHy9DBKtEemWmUX2oImquT> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/12/12 على الساعة: 14:33. ص ص 03_25.
- رمضان قنّلي، نظام الإخضاع الضريبي لمداخيل الأسهم والسندات المُسوّرة بالبورصة - مقارنة قانونية-، دفاتر السياسة والقانون، مج07، ع02، جوان 2016. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/4938> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/05/12 على الساعة 13:19. ص ص 384_407.
- زهرة خيضر عباس العبيدي، سوق الأوراق المالية ودورها في تفعيل الإستثمارات، مجلة الكوت للعلوم الإقتصادية والإدارية، مج01، ع28، 2018. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/article/139775> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 13:00. ص ص 138_155.
- سامي بلعابد، الطبيعة القانونية لإلتزام ضمان العيوب الخفية، مجلة العلوم الإنسانية، مج25، ع02، جوان 2014. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/90081> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/01/15 على الساعة 17:19. ص ص 459_480.

- _سامي بن حملة، مفهوم إندماج الشركات التجارية في القانون التجاري، مجلة العلوم الإنسانية، مج(ب)، 18، ع02، ديسمبر 2007. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/3751> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/16 على الساعة 00:05. ص ص 249_260.
- _سحر رشيد النعيمي، الضمانات القانونية والإتفاقية المُقرَّرة لدائني الشركات -دراسة مقارنة-، مجلة الحقوق، مج37، ع01، 2013. مُتَوَفَّر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/474739> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/15 على الساعة 14:18. ص ص 591_627.
- _سعاد يحيى، مخاطر عولمة الأسواق المالية (دراسة حالة سوق المال الكويتي 1997-2016)، أبحاث إقتصادية وإدارية، ع02، 2017. ص ص 21_40.
- _سليمان بن الشريف، التفاضل بين وسائل الضمان، التواصل في الإقتصاد والإدارة والقانون، مج19، ع03، سبتمبر 2013. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/42217> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/20 على الساعة 16:04. ص ص 204_216.
- _سميرة لطرش، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، مج20، ع03، ديسمبر 2009. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/3428> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/09/13 على الساعة 19:12. ص ص 211_223.
- _سهام عيساوي، مخاطر المُشتقات المالية وإدارتها، مجلة الإقتصاد والتنمية، مج02، ع01، 2014. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/18931> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/10 على الساعة 22:16. ص ص 164_183.
- _صالح مفتاح-علي بوعبدالله، واقع الإستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث إقتصادية وإدارية، مج07، ع02، 2013. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/54101> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/13 على الساعة 17:16. ص ص 65_86.
- _صفاء العيسى وآخرون، خصم الأوراق التجارية (مجموعة من العروض في قانون الأعمال مُقدَّمة من مجموعة من الباحثين تخصص قانون الأعمال)، مجلة منازعات الأعمال، ع02، 2016. ص ص 89_110.
- _صفية بن قراب-يوسف دبوب، وكالات التنقيط كأداة لتفعيل الإستثمار في سوق السندات، مجلة أبعاد إقتصادية، مج07، ع01، جوان 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/31388 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/02 على الساعة 21:35. ص ص 21_41.

- _ عبد الله جدة، تدخّل القضاء التجاري في حياة المقاول، منشورات مجلة الباحث، سلسلة أبحاث قانونية جامعية مُعمّقة، ع27، 2019/2018. ص ص 278_01.
- _ عبد الرحمان مرعي، إستدعاء السندات إثر خيار الإستدعاء على الهامش بين السندات بخيار وبدون خيار إستدعاء، مجلة جامعة تشرين للبحث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية، مج39، ع01، 2017. مُتوفّر على الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://journal.tishreen.edu.sy/index.php/econlaw/article/view/3714&ved=2ahUKEwi9oq-b16XrAhWnyYUKHSt2AuwQFjAAegQIARAB&usq=AOvVaw0FT_wsIYSzPTvUq5ua_fWi تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/18 على الساعة 11:13. ص ص 281_259.
- _ عبد الرزاق كبوط، تحليل ونقد النظريات الإقتصادية لتبرير الفائدة، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، مج10، ع02، ديسمبر 2016. مُتوفّر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/39340 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/17 على الساعة 14:12. ص ص 80_59.
- _ عبد العالي صالح-عز الدين محمدي، مُحاولَة تكوين محفظة إستثمارية مثلى لبورصة الجزائر في ظل محدودية الأوراق المالية -دراسة تطبيقية-، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الإقتصادية، مج09، ع01، 2018. مُتوفّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/65333> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/17 على الساعة 19:21. ص ص 207_191.
- _ عبد الغني حسونة، الطوابط القانونية لعمل الوسيط المالي في بورصة القيم المنقولة، مجلة الإجتهد القضائي، مج08، ع11، 2016. مُتوفّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/10075> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/05 على الساعة 19:08. ص ص 204_193.
- _ عبد الغني حسونة، الوساطة المالية في بورصة القيم المنقولة، مجلة العلوم القانونية والسياسية، مج07، ع02، 2016. مُتوفّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/6246> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/05 على الساعة 12:12. ص ص 155_145.
- _ عبد القادر بريس-عيسى بدروني، سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، مج01، ع02، 2016. مُتوفّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/38725> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/12 على الساعة 17:05. ص ص 156_141.

- _عبد القادر بسبع، أثر السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية، مجلة أوراق إقتصادية، مج01، ع01، ديسمبر 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/77685> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/11 على الساعة 12:36. ص ص 53_74.
- _عبد القادر بن شني، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، مج02، ع02، 2015. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.univ-mosta.dz/wp-content/uploads/2018/12/Revue-finance-et-march%C3%A9s-N03.pdf> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 12:06. ص ص 74_94.
- _عبد القادر صديقي، اندماج شركات المساهمة كآلية للتركيز الإقتصادي، مجلة قانون الأعمال، دع، 13 يونيو 2019. مُتَوَفَّر على الرابط: www.droitentreprise.com تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/20 على الساعة 00:01.
- _عبد اللطيف أركان-إيمان عبد الله جاسم، الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مجلة جامعة تكريت للعلوم العلمية، مج01، ع22، 2014. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://iasj.net/iasj/issue/5479> تم الإطلاع بتاريخ 2020/04/06 على الساعة 20:00. ص ص 01_29.
- _عبد الله غالم-عبد الحفيظ خزان، سوق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الإقتصادية، خصائصها وأقسامها)، مجلة الإجتهد القضائي، مج08، ع11، 2016. مُتَوَفَّر على الرابط: <http://www.asjp.cerist.dz/en/article/10068> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/02 على الساعة 17:13. ص ص 69_88.
- _عبلة بلقيرة-محبوب بن حمودة، القرض السندي وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر (دراسة حدود التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2019)، مجلة دراسات في الإقتصاد والتجارة والمالية، مج08، ع01، 2019. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.asjp.cerist.dz/en/article/105209&ved=2ahUKEwi5rsPvn6XrAhXMUBUIHTBsAM0QFjAAegQIARAC&usg=AOvVaw06p4lqbAh9GUEUOEwI78Q> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/05/05 على الساعة 18:17. ص ص 489_510.
- _عبير مزغيش-محمد عدنان بن الضيف، الإستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، ع03، ديسمبر 2016. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://revues.univ-biskra.dz/index.php/dlsc/article/view/3216&ved=2ahUKEwjczZ2TuqfrAhVKDWMBHedGBY0QFjAAegQIA> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/11/19 على الساعة 23:04. ص ص 202_232.

_علاء سعيد قاسم-أيسر عصام داؤد، إستهلاك أسهم شركة المساهمة -دراسة مقارنة-، مجلة الرافدين للحقوق، مج23، ع75، 2019. مُتَوَفَّر على الرابط: https://alaw.mosuljournals.com/article_168454.html، تم الإطلاع بتاريخ: 2021/09/07 على الساعة 20:33. ص ص 295_326.

_علال فالي، هشاشة أسس شركات الأموال، مجلة مغرب القانون، د ع، د س ن. مُتَوَفَّر على الرابط: www.maroclaw.com تم الإطلاع بتاريخ: 2018/12/30 على الساعة 13:05. ص ص 135_146.

_علي المجهد، آليات حماية الدائنين في ضوء مستجدات القانون 73.17 (التصريح بالديون ودعوى رفع السقوط نموذجاً). مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://loiarabe.blogspot.com/2020/04/7317.html%3Fm%3D1&ved=2ahUKEwio7ub86KXrAhVFxoUKHRmDhoQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw2cmsdzbomK4G1AaejdEkn7> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/18 على الساعة 01:20. ص ص 01_21.

_علي فوزي إبراهيم الموسوي، الإعتبار الشخصي في الشركة المساهمة (دراسة في قانون الشركات العراقي)، مجلة العلوم القانونية، مج25، ع02، 2010. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.iasj.net/iasj%3Ffunc%3Dfulltext%26aid%3D41501&ved=2ahUKEwirqbnU2KXrAhUBuRoKHVJDBIKQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw2dVgA0dy3yJZUi80shlbub> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/06 على الساعة 22:03. ص ص 304_332.

_عمار محسن كزار، ضمان الوفاء بدين الملتزم بالأداء، مجلة الجامعة العراقية، ع40، د س ن. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/download/69a7ca4555a7c98d>، تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 16:13. ص ص 441_494.

_عمر ناطق يحي-أحمد حسن وسمي، الإكتتاب في الأوراق المالية ودور المصارف فيه - دراسة قانونية مقارنة-، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، د ع، د س ن. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/download/4ccb9a6a8b85e45a> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 19:19. ص ص 01_60.

_غالب عبد الحسين، التداول الإلكتروني للأوراق المالية عبر شبكة الأنترنت، مجلة جامعة تكريت للحقوق، مج02، ع03، 2018. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj?func=article&aId=146357> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/02/01 على الساعة 14:14. ص ص 209_249.

- د فاطمة العبدلاوي، الإعلام عند الزيادة في رأسمال شركة المساهمة، مجلة القانون التجاري، د ع، 2016. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://search.mandumah.com/Record/873027> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/12 على الساعة 11:14. ص ص 33_51.
- فتيحة بناني، تطوّر مُعدل الفائدة في الفكر الإقتصادي، إقتصاديات الأعمال والتجارة، ع03، أوت 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: <http://dspace.univ-msila.dz> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/12 على الساعة 21:00. ص ص 181_201.
- فوزية ميراوي، الحق التفاضلي في الإكتتاب لزيادة رأس المال نقدا في الشركة المساهمة، مجلة القانون الدولي والتنمية، مج07، ع02، 2021، ص362. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/115696> تم الإطلاع بتاريخ: 2022/05/10 على الساعة 21:39.
- كمال عامر، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الإقتصاد الجديد، مج08، ع02، 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/55654 تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/18 على الساعة 20:32. ص ص 75_88.
- محمد صالح بك، السندات المالية في مشروع قانون الشركات المساهمة -دراسة مقارنة-، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والإقتصادية، ع03، 1948. ص ص 368_400.
- محمد براق، واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وأفاقها، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والإقتصادية والسياسية، د ع، د س ن. ص ص 65_87.
- محمد سحنون، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالإعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية، مج20، ع02، جوان 2009. مُتَوَفَّر على الرابط: www.asjp.cerist.dz/en/article/30802 تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/14 على الساعة 12:24. ص ص 119_132.
- محمد فادي عبد المنعم شقفة-عثمان نقار-إسمهان خلف، أثر مخاطر الإئتمان في الأداء المالي للمصارف التجارية الخاصة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، مج02، ع05، جانفي 2020. مُتَوَفَّر على الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.asjp.cerist.dz/en/article/106874&ved=2AOvVawIXOZJu8NfvI9MOQ-ahUKEwifyuOWy6nrAhXQMMAKHda_AggQFjAAegQIARAB&usq=ykko9H تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/20 على الساعة 17:17. ص ص 326_337.
- محمد مزاولي، مسؤولية الشخص الاعتباري الجزائرية في حالة إنفصال أو إندماج الشركات - دراسة مقارنة-، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، مج04، ع01، جانفي 2017. مُتَوَفَّر على

الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/9345> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/13 على الساعة 10:03. ص ص 142_165.

_مریم بنت الخوخ، دور الكفالة المصرفية في مجال الإلتمان، دفاتر البحوث العلمية، مج05، ع02، ديسمبر 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/113072> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/05 على الساعة 02:16. ص ص 367_382.

_مریم يغلي، المُعالجة القانونية لمسألة التداخل بين الإلتزام بالتسليم المُطابق والإلتزام بضمان العيوب، مجلة العلوم القانونية والسياسية، مج09، ع01، جانفي 2018. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/33837> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/12 على الساعة 19:22. ص ص 346_359.

_مكناس عبد الله يحي جمال الدين، ماهية الإكتتاب بأسهم الشركة المساهمة العامة المُتَعَزَّة، مجلة الجامعة الأردنية، مج44، 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: <http://search.mandumah.com/Record/829067> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/27 على الساعة 13:01. ص ص 295_304.

_منصور داود-عامر قيرع، تجارية عقد الكفالة، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، مج07، ع01، 2020. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.asjp.cerist.dz/en/article/108172&ved=2ahUKewiCgvPruKXrAhW7VRUIHaaxBKwQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw0RWST2Ea6Q08fsg5I3SAxZ> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/04/12 على الساعة 17:40. ص ص 347_365.

_ميسم صلاح عبد الحسين-محمد جاسم محمد، عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق، مج21، ع04، 2019. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://scholar.google.com/citations?user=wHBHhAoAAAAJ&hl=en> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/13 على الساعة 10:33. ص ص 169_259.

_نادية هلاله، الضمانات القانونية لحماية المستثمر في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، مجلة العلوم الإجتماعية، مج16، ع01، 2019. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/83838> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/19 على الساعة 12:00. ص ص 121_136.

_نبيل بهوري، مُعوقات الإستثمار في سوق الأوراق المالية وسبل تنشيطها، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات إقتصادية، مج13، ع01، أبريل 2019. مُتَوَفَّر على الرابط:

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/04/01 على الساعة 22:00. <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/84300> ص ص 317_336.

نعمان محصول-نور الدين محرز، تقييم الإستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، مج09، ع02، جوان 2018. مُتوفّر على الرابط: <http://www.asjp.cerist.dz/en/article/55399> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 12:27. ص ص 49_77.

نعيمة برودي، كفاءة الأسواق المالية وإستراتيجيات الإستثمار في الأسهم والسندات، Revue d'economie et de management، مج10، ع01، 2011. مُتوفّر على الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.asjp.cerist.dz/en/article/106737&ved=2ahUKEwiC2v2lsqXrAhU2VRUIHdS_CuQQFjABegQIAhAB&usg=AOvVaw19jpVcl6TO2SYALZv1LzYL تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 13:10. ص ص 322_340.

نوال فنينخ، مزايا القرض السندي وحقوق حاملي سندات الاستحقاق، مجلة المؤسسة والتجارة، ع01، 2005.

نور الدين قدوري-عبد الرحمان القري، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية (دراسة تحليلية لبورصة الجزائر)، مجلة البشائر الإقتصادية، مج05، ع02، 2019. مُتوفّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/101083> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/17 على الساعة 12:14. ص ص 30_45.

نورين بومدين، أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، مج06، ع08، 2010. مُتوفّر على الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.asjp.cerist.dz/en/article/48266&ved=2ahUKEwj786zOnqXrAhUITxUIHRymD_MQFjAEegQIAxAB&usg=AOvVaw3bJHHnBh7K_I Monh4tqEzi تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/12 على الساعة 13:31. ص ص 91_110.

نوفل رحمن ملغيط الجبوري-علي عبد الحسين الياسري، الإكتتاب العام برأسمال الشركة المساهمة في ظل قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 المعدّل، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية الصادرة عن جامعة بابل، مج11، ع03، 2019. مُتوفّر على الرابط: <https://www.iasj.net/iasj/article/167592> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/07/01 على الساعة 11:12. ص ص 557_595.

_هدية عبد الحفيظ مفتاح بن هنيدي، حصص التأسيس والسندات التي تصدرها شركة المساهمة، مجلة الجامعة الأسمرية، ع16، السنة09. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://dspace.asmarya.edu.ly/handle/123456789/286%3Fshow%3Dfull&ved=2ahUKEwiMh9r->

تم الإطلاع [3qbrAhWxC2MBHZ83DIwQFjACegQIAxAB&usg=AOvVaw3eio03tpPH3HqvftowBRgK](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://dspace.asmarya.edu.ly/handle/123456789/286%3Fshow%3Dfull&ved=2ahUKEwiMh9r-3qbrAhWxC2MBHZ83DIwQFjACegQIAxAB&usg=AOvVaw3eio03tpPH3HqvftowBRgK) بتاريخ: 2020/03/20 على الساعة 17:18. ص ص 507_474.

_هشام طلعت عبد الحكيم-عماد عبد الحسين دلول، نظام التداول الإلكتروني وإنعكاسه في مؤشرات التداول سوق الأوراق المالية (دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مج22، ع92، 2016. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://jeasiq.uobaghdad.edu.iq/index.php/JEASIO/article/view/456/393> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/16 على الساعة 19:13. ص ص 264_251.

_وردة سالمى، الإهتمامات التشريعية بحوكمة الشركات، مجلة الدراسات القانونية، الإصدار الأول، مج01، ع02، 2015. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/20624> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/10 على الساعة 15:33. ص ص 88_79.

_يزيد قادة، دور سياسة الإفصاح والشفافية في تفعيل الحوكمة، مجلة المشكاة في الإقتصاد التنمى والقانون، مج01، ع01، يناير 2016. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/82327> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/04/16 على الساعة 11:32. ص ص 202_189.

_يمينة حوجو، تنظيم الضمان المُستقل وفقا لأحكام الكفالة، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والإقتصادية والسياسية، مج54، ع02، 2017. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/88120> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/02 على الساعة 21:22. ص ص 209_183.

رابعاً: المحاضرات

_علي عبد الغني اللايد-إبراهيم علي عبد الله القاضي-طلال مزيد العرادة، مخاطر إستخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية -دراسة تطبيقية-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، مج02، ع01، جوان 2015. مُتَوَفَّر على الرابط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/4795> تم الإطلاع بتاريخ: 2019/12/12 على الساعة 23:04.

_كهينة رشام، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة مُوجَّهة لطلبة الماستر علوم المالية والمحاسبة وعلوم إقتصادية وعلوم تجارية، جامعة البويرة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2016/2015.

_محمد المالقي، محاضرات في شرح القانون المدني التونسي، ط02، مركز النشر الجامعي، 2003.

_مفتاح بوجلال، أحكام سندات الاستحقاق في القانون التجاري الجزائري (1)، محاضرة مرئية مُسجلة بتاريخ: 2020/05/13. مُتوفّر على الرابط: https://m.youtube.com/watch?feature=share&v=k2WgJCinj_Y تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/26 على الساعة 01:46.

_نجلاء محمد إبراهيم بكر، محاضرات أسواق المال وإدارة الإستثمار، أكاديمية طيبة المُتكملة للعلوم، د س ن.

_هزاع مفلح، إدارة الإستثمار والمحافظ الإستثمارية، محاضرات لطلبة السنة الرابعة كلية الإقتصاد، جامعة حماه، 2019/2018. مُتوفّر على الرابط: <http://www.hama-univ.edu.sy/newsites/economy/wp-content/uploads/2020/05/%D8%A5%D8%AF%D8%A7%D8%B1%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1-%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AD%D8%A7%D9%81%D8%B8-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%A9.pdf> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/12/12 على الساعة 14:18.

خامسا: مراجع أخرى

_ (دون وجود إسم المؤلف)، قضايا معاصرة في البنوك والنفود والمساهمة في الشركات، ط02، وقائع الندوة رقم 38 البنك الإسلامي للتنمية المُقامة من طرف المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ومُجمّع الفقه الإسلامي بجدة الفترة بين 10-14/04/1993، 2003. مُتوفّر على الرابط: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=http://library.nawroz.edu.krd/lib.php%3Ffile%3D1767.pdf&ved=2ahUKEwjVxcSg7aXrAhX0A2MBHbzUBVsQFjAAegQIARAB&usg=AOvVaw2q7BEUvIEXJP3Xoaw_3X2R تم الإطلاع بتاريخ: 2020/01/10 على الساعة 22:00.

_أساسيات الإستثمار في السندات الصادرة عن بورصتي القاهرة والإسكندرية. مُتوفّر على الرابط: <https://ebook.univeyes.com/40331/pdf-%d8%a7%d8%b3%d8%a7%d8%b3%d9%8a%d8%a7%d8%aa-%d8%a7%d9%84%d8%a7%d8%b3%d8%aa%d8%ab%d9%85%d8%a7%d8%b1-%d9%81%d9%89-%d8%a7%d9%84%d8%b3%d9%86%d8%af%d8%a7%d8%aa> تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/15 على الساعة 15:22.

دليل معالجة العمليات على السندات المتعلقة بالأسهم المُقيّدة في جدول أسعار البورصة الصادرة عن مجلس القيم المنقولة المغربي C.D.V.M، يوليو 2012. مُتوفّر على الرابط: http://www.ammc.ma/sites/default/files/Guide_OST_juillet_2012_Ar_0.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/22.

دليل الأدوات المالية الصادرة عن بورصة تونس، أكتوبر 2012. مُتوفّر على الرابط: <http://www.bvmt.tn/ar/content/%D8%AF%D9%84%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%AF%D9%88%D8%A7%D8%AA->

تم الإطلاع بتاريخ: 2020/10/03 على الساعة 11:03.

دليل الشركات التجارية الصادر عن وزارة العدل وحقوق الإنسان التونسية، منشورات مركز الدراسات القانونية والقضائية. مُتوفّر على الرابط: <https://drive.google.com/file/d/1Mbn2T207joN7j9bOrtkkpIWrDY0ZQm8b/view> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/10/04 على الساعة 22:33.

دليل القيم المنقولة الصادر عن بورصة الجزائر. مُتوفّر على الرابط: <http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/02/14 على الساعة 21:00.

دليل القيم المنقولة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها C.O.S.O.B، إصدار أوت 2004. مُتوفّر على الرابط: www.cosob.org تم الإطلاع بتاريخ: 2021/03/30 على الساعة 00:05.

دليل المستثمر في فهم كيفية إشتغال الأسواق وإعتماد الممارسات الجيدة الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل، نوفمبر 2020. مُتوفّر على الرابط: http://www.ammc.ma/sites/default/files/%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%B1%20%D9%81%D9%87%D9%85%20%D9%83%D9%8A%D9%81%D9%8A%D8%A9%20%D8%A7%D8%B4%D8%AA%D8%BA%D8%A7%D9%84%20%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%20%D9%88%20%D8%A7%D8%B9%D8%AA%D9%85%D8%A7%D8%AF%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%85%D8%A7%D8%B1%D8%B3%D8%A7%D8%AA%20%D8%A7%D9%84%D8%AC%D9%8A%D8%AF%D8%A9_0.pdf تم الإطلاع بتاريخ: 2021/01/22 على الساعة 02:15.

دليل المستثمر في بورصة تونس، إصدار أكتوبر 2012. مُتوفّر على الرابط: <http://www.bvmt.tn/ar/content/%D8%AF%D9%84%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%B1-%D9%81%D9%8A->

2020/10/03 تم الإطلاع بتاريخ: [%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9](#) على الساعة 17:26.

_دليل حماية المساهمين في الجمعيات العمومية الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية. مُتوفّر على الرابط: www.fra.gov.eg تم الإطلاع بتاريخ: 2021/06/04 على الساعة: 15:05.

_ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، إصدار 2009. مُتوفّر على الرابط: <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://ecgi.global/download/file/9902&ved=2ahUKEwjxzKn83KnrAhVSiFwKHSIEBwUQFjAAegQIARAB&usq=AOvVaw0R7zt1p3ToyNXfU6aGVu4q> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/08/02 على الساعة 19:16.

_نشرة إصدار سندات القرض للشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري. مُتوفّر على الرابط: <http://www.jmrc.com.jo/Details.aspx?Lng=2&type=4&id=11> تم الإطلاع بتاريخ: 2020/09/03 على الساعة 17:16.

قائمة المصادر والمراجع باللغة الفرنسية

_ Les sources

1- Lois

_Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales [Créé par Loi 66-537 1966-07-24 JORF 26 juillet 1966 rectificatif JORF 19 octobre 1966 en vigueur le 1er février 1967.](#) Abrogé par Ordonnance 2000-1223 2000-12-14 art. 04 JORF 16 décembre 2000 en vigueur le 1er janvier 2001. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le : 17/12/2020.

_Loi n° 98-546 du 02 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le : 27 /12/2020.

_Loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie. Qui a modifié article L 411-2, du code monétaire et financier par art 25 (JORF) juillet 2005. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

_Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives. (JORF) n° 007 DU 23/03/2012. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le : 05/07/2021.

_Code civil français Modifié par Loi n°2005-32 du 18 janvier 2005 - art. 113 (JORF) 19 janvier 2005. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le : 14/04/2021.

_Code monétaire et financier. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le : 20/04/2021.

2- Décrets

_Décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales modifié par décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006- art 66 JORF 12 décembre 2006, abrogé par décret n° 2007-431 du 25 mars 2007- art 03 (v) JORF 27 mars 2007. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

_Décret-loi 1935-10-30 du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le : 10/06/2021.

3- Directives

_Directive 2004/39/CE, du parlement européen et du conseil du 21 Avril 2004 concernant les d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE du conseil et la directive 200/12/CE du parlement européen et du conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du conseil. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le: 20/01/2021.

_Directive 2002/65/CE concernant la commercialisation à distance des service financiers du 23 Septembre 2002. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le: 20/01/2021.

_Directive européen n° 2003/71/CE du parlement européen et du conseil du 04 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

_Décret n° 2015-545 du 18 mai 2015 pris pour application de l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises. Disponible en ligne sur le site: www.legifrance.gouv.fr consulté le: 12/05/2022.

_Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière. Disponible en ligne sur le site : www.legifrance.gouv.fr consulté le: 27/12/2020.

4- Instructions

_Instruction C.O.S.O.B n°97-03 du 30 Novembre 1997 portant application du règlement C.O.S.O.B n°96-02 du 22 Juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne. Disponible en ligne sur le site : <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/Instruction-COSOB-n97-03.pdf>. consulté le : 24/04/2021.

5- Jurisprudences

_Cour de cassation, Chambre commerciale, 10 février 2021, 18-24.443. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000043168275?init=true&page=1&query=les+obligation+convertible+en+action+&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

_Cour de cassation, Chambre commerciale, 29 septembre 2015, 14-15.767 Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000031268301?init=true&page=1&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 12/06/2021.

_Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 27 février 2001, 99-18.646 .Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000007041389?fonds=JUFI&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePagination=DEFAULT consulté le :11/06/2021.

_Cour de cassation, Chambre commerciale, 03 avril 2012, 11-16.154. Disponible en ligne sur le site: https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000025666001?fonds=JUFI&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePagination=DEFAULT consulté le : 11/06/2021.

_Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 25 janvier 2005, 02-16.689. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000007487141?init=true&page=1&query=la+masse+des+obligataires&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

_Cour de cassation, Chambre commerciale, 10 juillet 2012, 11-22.898. Disponible en ligne sur le site : https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000026182885?init=true&page=1&query=la+masse+des+obligataires&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

_Cour de cassation, Chambre criminelle, 19 mars 2014, 12-87.416. Disponible en ligne sur le site : <https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000028757739?fonds=JUFI&fonds=JURI&isAdvancedResult=>

[=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePaging=DEFAULT](https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000028329376?fonds=JUFI&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePaging=DEFAULT) consulté le : 11/06/2021.

_ Cour de cassation, Chambre commerciale, 10 décembre 2013, 12-24.198.

Disponible en ligne sur le site :

https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000028329376?fonds=JUFI&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePaging=DEFAULT consulté le : 11/06/2021.

_ Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 02 juin 2004, 01-16.825.

Disponible en ligne sur le site :

https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000007047849?init=true&page=1&query=la+masse+des+obligataires&searchField=ALL&tab_selection=all consulté le : 11/06/2021.

_ Cour de cassation, Chambre commerciale, 07 avril 2010, 09-11.196.

Disponible en ligne sur le site :

https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000022086493?fonds=JUFI&fonds=JURI&page=1&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchType=ALL&tab_selection=all&typePaging=DEFAULT consulté le : 11/06/2021.

_ Cour de cassation, Chambre commerciale, 31 janvier 2018, 15-14.028 15-14.331. Disponible en ligne sur le site :

https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000036584753?fonds=JUFI&fonds=JURI&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=les+obligation+convertible+en+action&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePaging=DEFAULT consulté le : 11/06/2021.

_ Cour de cassation, Chambre commerciale, 15 novembre 2017, n°16-10.504

_ Cour de cassation, Chambre commerciale, 11 avril 2018, n° 15-27.133

_ Cour de cassation, Chambre commerciale, 28 mars 2018 ; n°16-25.651

_ Cour de cassation, Chambre commerciale, 28 février, 2018 ; n°16-24.841

Ouvrages

1- Livres

_ **Bernard Saintourens**, droit des sociétés, 2^{ème} édition, VUIBERT, Paris, 1998.

_ **Claude Penhoat**, droit des sociétés (études des cas et corrigés) épreuve n° 01 du DECF, groupe revue fiduciaire, Paris, 2002.

_ **Deen Gibirila**, droit des sociétés, 3^{ème} édition, ELLIPSES, Paris, 2008.

_ **Dominique Lafleur**, droit des sociétés (annales+entraînement à l'épreuve 2010, DUNOD, Paris, 2009.

_ **Frédéric Teulon**, introduction à l'économie, 3^{ème} édition ,PUF ,Paris, 1998.

_ **G. Hubrescht**, droit commercial, 9^{ème} édition, Sirey, Paris, 1982.

_ **Gaston Défossé**, les obligations convertibles en actions, 2^{ème} édition, Presses Universitaires de France, Paris, 1970.

_ **Gaston Défossé**, les valeurs mobilières, 2^{ème} édition, presses universitaires de France, Paris, 1978.

_ **Georges langlois–Michèle Mollet**, manuel de gestion financière, éditions Fouches, Vanves, 2006, pour la présent édition Berti, Alger, 2011.

_ **Georges Ripert-René Roblot**, traité élémentaire de droit commercial (commerçon-sociétés-valeurs mobilières-valeurs mobilières et bourses de valeurs- banques et opérations de banque), 6^{ème} édition, librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1968.

_ **J.Hamel-G.Lagarde-A.Jauffret**, sociétés, groupements d'intérêt économique, entreprises publiques, tom 01, 2^{ème} édition, Dalloz, 1980.

_ **J. Hemard-F.Terre-P.Mabilat**, sociétés commerciales, tom 02, Dalloz, 1974.

_ **J. Hemard-F.Terre-P.Mabilat**, sociétés commerciales, Dalloz, tom 03, 1978.

_ **J.vatin**, droit commercial (lycées techniques classe de 1^{ère} économique), Foucher, Paris, 1965, p.163.

_ **Jan De Spiegeleer-Wim Schoutens** foreword by **Philippe Jabre**, the handbook of convertible bonds (pricing, strategies and risk management), 1st édition , Wiley Finance, 2011.

_ **Laure Siné**, droit des sociétés en 23 fiches, 8^{ème} édition, Dunod, Paris, 2008.

_ **Maurice Cozian-Alain Viandier-Florence Deboissy**, droit des sociétés, 21^{ème} édition, LEXISNEXIS, Paris, 2009.

_ **Mahfoud Lacheb**, droit des affaires, 4^{ème} édition, office des publications universitaires, 2011.

_ **Mansour Mansouri**, la bourse des valeurs mobilières d'Alger, édition distribution houma, Alger, 2002.

_ **Maurice Christian-Philippe Duprat**, les infractions boursières, 1^{er} édition, presse universitaires de France, paris, 1996.

_ **Mohamed El Mernissi**, traité marocain de droit des sociétés, Lexisnexis, Paris, 2019.

_ **Mohamed Salah**, les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, Edik, 2001.

_ **Patrice Giron**, droit commercial, 3^{ème} édition, FOUCHER, Vanves, 2008.

_ **Penau (R)**, les institutions financiers, 2^{ème} édition, Revue Banque, Paris, 1982.

_ **Philippe Merle-Anne Fauchon**, droit commercial, sociétés commerciales, 22^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2018, n°2016.

_ **R. vergnaud**, précis de droit commercial, édition conforme aux nouveaux programmes, paris, 1965.

_ **Sébastien Prat**, les pactes d'actionnaires relatifs au transfert de valeurs mobilières, édition Litec, 1992, Paris.

_ **Tayeb Belloula**, droit des sociétés, 2^{ème} édition, Berti éditions, Alger, 2009.

_ **Thierry Bechu**, économie et marchés financiers perspectives 2010-2020, Eyrolles, Paris.

_ **Yves Guyon-B. Coquereau**, le commissariat aux comptes, Librairies Techniques, paris, 1971.

_ **Yves Guyon**, droit des affaires, tom 01, droit commercial général et sociétés, 7^{ème} édition, Economica, Paris.

_ **Yves Guyon**, droit des affaires, tom 02, entreprises en difficultés-redressement judiciaire- failite, 4^{ème} édition, Economica, Paris, 1993.

2- Memoires

_ **Abdelkarim Osman**, la fusion des sociétés commerciales en droit français et syrien (étude comparative), thèse doctorat droit, université Rennes 01, France 2015.

_ **Agnès Baudry**, les actions de préférence, magistère juriste d'affaires DESS-DJSE, université Paris 02 Panthéon Assas, mai 2005.

_ **Alrubaie_Falah.K.Ali**, the role of institutions of the bank guarantee in solving the problem of financing small projects, economics al Mustansiriya university, 01/09/2008. Available at : <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/13784/> viewed 04/09/2020.

_ **Amrouche Kamila**, le financement des sociétés par actions par émission de valeurs mobilières, mémoire pour l'obtention du magistère en droit,

option : droit des affaires, université Mouloud Mameri Tizi-Ouzou, faculté de droit, 2009.

_ **Benchabane Meriem**, étude comparative des marchés financiers maghrébins cas : Maroc-Algerie-Tunisie, mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magister en sciences économiques, option : monnaie-finance-banque, faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion, département des sciences économiques, 2012.

_ **Hala Audi**, les obligations à haut rendement, magistère de juriste d'affaires fin d'année DESS – DJCE, septembre 2000.

_ **Jérôme Bernadou**, effet sur l'allocation d'actifs du coût des fonds propres liés aux classes d'actifs dans Solvabilité II :Le cas des obligations convertibles, mémoire d'Actuariat, l'Université Paris Dauphine et l'Institut des Actuaires, novembre 2010.

_ **Kissi Samia**, le délit de distribution des dividendes fictifs en droit algérien, thèse présentée pour l'obtention du diplôme de doctorat en droit public, université Abou Bekr Belkaid Tlemcen, faculté de droit et de sciences politiques département de droit public, 2015/2016.

_ **Laure Brunouw**, l'exercice du contrôle dans les sociétés anonymes, école doctorale n°74, LILLE II, université du droit et de la santé, Faculté Des sciences juridiques, politiques et sociales, octobre 2003.

3- Articles

_ **Abdellatif Bouazza**, les valeurs mobilières dans les économies en développement : facteurs d'une émergence, Revue marocaine de recherche en management et marketing, n°14, 2016, pp 244_270.

_ **Arnaud Lecourt**, obligation, Répertoire des sociétés, Dalloz, 2018, pp 01_675.

_ **Arnaud Lecourt**, défaut d'ajustement d'obligations convertibles en actions : maintien du monopole du représentant de la masse pour agir en réparation, Revue des sociétés, Dalloz, 2014, pp 503_507.

_ **Daniel OHL**, valeurs mobilière, Répertoire des sociétés, Dalloz, septembre 2005, pp 01_207.

_ **Goncalves Eric Wilfrid**, l'affaiblissement du droit préférentiel de souscription des actionnaires en droit OHADA, Revue de l'ERSUMA, n°01 juin 2012. Disponible en ligne sur le site : <https://revue.ersuma.org/no-1-juin-2012/doctrine-12/L-AFFAIBLISSEMENT-DU-DROIT> consulté le: 20/08/2020.

_ **Marine Michineau**, contestation du prix de cession de droit sociaux en présence d'obligations convertibles en action, Revue des sociétés, Dalloz, 2017, pp 623_628.

_ **Marine Michineau**, la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital, Revue des sociétés , Dalloz , 2016, pp 347_358.

_ **Mireille Bacache**, responsabilité des commissaires aux comptes : entre régime spécial et droit commun, Revue des sociétés , Dalloz, 2016, pp 377_383.

_ **Noureddine Chadli**, la garantie de la solvabilité des sociétés, Revue de la cours suprême, n°02, 2004, pp 85_104.

_ **P.Desmond Brunton**, financing small-scale rural manufacturing entreprises. Available at : <http://www.fao.org/3/S8380E/s8380e0a.htm> viewed 09/09/2020.

_ **Tanguy Allain**, avantages particuliers, Répertoire des sociétés, Dalloz , 2018, pp 01_51.

4- Cours

_ **Ali Nenni**, droit des sociétés commerciales, cours pour la 3^{ème} années licence fondamentale droit privé, université Tunis El Manar, faculté de droit et des sciences politique de Tunis, 2020/2021.

_ **Tanguy Allain**, cours de droit spécial des sociétés licence 03, université de Cergy-Pontoise, faculté de droit, année universitaire 2016-2017. Disponible en ligne sur le site : https://www.google.com/search?q=cour+de+monsieur+tanguy+allain+séance+5+site:www.droitucp.fr&client=ms-android-samsung&prmd=nvi&sxsrf=ALeKk02tVvh0irqzs7e41_zc3vVY939SGA:1601900342024&sa=X&ved=2ahUKEwjo5ufmt53sAhW3UBUIHT0uCEsQvbADegQICxAN&biw=360&bih=615 consulté le : 05/10/2020.

5- Outres

_ **Avant d'investir**, guide publié par l'école de la bourse de casablanca . Disponible en ligne sur le site: <http://www.ecole-bourse.ma/documentation> consulté le: 22/01/2021.

_ **Bulletin de C.O.S.O.B**, numéro spécial « le dépositaire central des titres », n°04, juillet 2003. Disponible en ligne sur le site : <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/01/publications-bulletin2003.pdf> consulté le: 10/04/2021.

_ **Gérer Son Patrimoine**, guide rédigé par des auteurs spécialisés Ooreka. Disponible en ligne sur le site : <http://gestion-de-patrimoine.ooreka.fr> consulté le 18/08/2020.

_ **Guide d'introduction en bourse**, édition 2015. Disponible en ligne sur le site : www.sgbv.dz consulté le: 27/02/2021.

_Guide ordre de bourse, commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, novembre 2014. Disponible en ligne sur le site : www.cosob.org consulté le: 12/04/2021

_Les valeurs mobilières, guide publié par l'école de la bourse de Casablanca. Disponible en ligne sur le site : https://www.championnat-bourse.ma/sites/default/files/fiche_valeur_mobi.pdf consulté le : 22/01/2021.

6- Sites internet

<http://search.mandumah.com>

<https://iasj.net/iasj/issue/5479>

<https://www.asjp.cerist.dz>

www.legifrance.gouv.fr

www.cosob.org

<http://adala.justice.gov.ma>

www.legislation.tn

www.legalaffairs.gov.bh

www.maroclaw.com

<http://www.ecole-bourse.ma/documentation>

www.mohamah.net/law

<https://moci.gov.kw/DynamicPage.aspx?id=145>

<http://adala.justice.gov.ma/production/html/Ar/61244.htm>

www.sgbv.dz

www.commerce.gov.dz

www.droitentreprise.com

<https://www.maqasa.com>

	الإهداء
	الشكر والتقدير
	قائمة المختصرات
رقم الصفحة	العنوان
001	مقدمة
016	الباب الأول: مدخل لدراسة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
018	الفصل الأول: ماهية سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
020	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
021	المطلب الأول: تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وخصائصها
021	الفرع الأول: تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
022	أولاً: التعريف اللغوي
023	ثانياً: التعريف الإصطلاحي
024	ثالثاً: التعريف الفقهي
025	أ- تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بالنظر إلى الغاية من إصدارها
026	ب- تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بالنظر إلى خاصية التحويل
027	ت- تعريف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بالنظر إلى جميع مميزاتها
029	رابعاً: التعريف التشريعي
035	خامساً: التعريف المقترح
036	الفرع الثاني: خصائص سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
036	أولاً: الخصائص التي تشترك فيها مع باقي الأوراق المالية
037	أ- أداة دين
037	ب- أداة قابلة للتداول
039	ت- ذات قيم متساوية
041	ث- طويلة الأجل

041	ج- عدم قابليتها للتجزئة
042	ح- قابليتها للتسعير
043	ثانيا: الخصائص التي تتفرد بها عن باقي الأوراق المالية
043	أ- قرض جماعي واحد
044	ب- قابليتها للتحويل
044	ت- قابليتها للإطفاء
046	المطلب الثاني: تقييم سندات الاستحقاق القابلة للتحويل كأداة إدخار وتحديد طبيعتها القانونية
047	الفرع الأول: تقييم سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم كأداة إدخار
047	أولا: مزايا الإدخار في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
048	أ- ميزة العائد والمردودية
050	ب- ميزة الأمان
052	ت- ميزة الإسترداد
052	ثانيا: مخاطر الإدخار في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
056	أ- المخاطر المنتظمة
056	1- المخاطر المتعلقة بتغير سعر الفائدة
059	2- المخاطر المتعلقة بالإئتمان
061	3- المخاطر المتعلقة بالتضخم
062	4- المخاطر المتعلقة بالسيولة
063	ب- المخاطر غير المنتظمة
064	1- المخاطر المتعلقة بالتوقف عن السداد
064	2- المخاطر المتعلقة بمواعيد السداد
065	3- المخاطر المتعلقة بالإستدعاء
066	4- المخاطر المتعلقة بالمعلومة
067	5- المخاطر المتعلقة بالإطفاء السنوي
068	الفرع الثاني: الطبيعة القانونية لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
073	المبحث الثاني: التنظير بين سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وباقي النظم

	الأخرى المشابهة
074	المطلب الأول: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن الأوراق المالية
074	الفرع الأول: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل عن الأسهم
076	أولاً: أوجه الشبه
076	أ- من حيث الطبيعة القانونية
077	ب- من حيث المساواة
079	ت- من حيث القابلية للإنقسام والتجزئة
079	ث- من حيث المردود
080	ج- من حيث تحديد القيمة
081	ح- من حيث جنسية حاملها
081	خ- من حيث الوظيفة التمويلية
081	د- من حيث القابلية للتداول
083	ذ- من حيث القابلية للرهن
084	ثانياً: أوجه الاختلاف
084	أ- من حيث الإصدار
085	ب- من حيث الطبيعة القانونية لعقد الإكتتاب
085	ت- من حيث الطبيعة القانونية للحامل
087	ث- من حيث الطبيعة القانونية للمردود
088	ج- من حيث تقدّم الدائنين
089	ح- من حيث الإسترداد
090	الفرع الثاني: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن الأوراق المالية الأخرى
090	أولاً: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن شهادات الإستثمار
091	أ- أوجه الشبه
091	1- من حيث الطبيعة القانونية
091	2- من حيث الغاية من الإصدار
092	3- من حيث القابلية للتداول

092	4- من حيث الجهة المُصدرة
092	ب- أوجه الفرق
092	1- من حيث النشأة
093	2- من حيث التصنيف
093	3- من حيث القابلية لإعادة التكوين
093	4- من حيث إجراءات الإصدار
093	5- من حيث أولوية الإكتتاب
094	6- من حيث حقوق الحملة
095	ثانياً: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن شهادات الحق في التصويت
095	أ- أوجه الشبه
095	1- من حيث الغاية من الإصدار
095	2- من حيث مرحلة الإصدار
096	3- من حيث حقوق حملتها
096	ب- أوجه الاختلاف
096	1- من حيث كيفية الإصدار
096	2- من حيث الوظيفة
096	3- من حيث إمكانية التنازل
097	ثالثاً: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن قسيمات الإكتتاب بالأسهم
097	أ- أوجه الشبه
097	1- من حيث الطبيعة القانونية
098	2- من حيث جهة الإصدار
098	ب- أوجه الاختلاف
099	رابعاً: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن حصص التأسيس
100	أ- أوجه الشبه
100	1- من حيث الطبيعة القانونية
101	2- من حيث النظام القانوني للحامل

101	3- من حيث الحقوق المقررة للحامل
102	4- من حيث القابلية للتداول
103	5- من حيث إجراءات الإصدار
103	ب- أوجه الاختلاف
103	1- من حيث القيمة الاسمية
103	2- من حيث إمكانية الإلغاء
104	3- من حيث جواز تشريعها
105	خامسا: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن سندات المساهمة العادية
105	أ- أوجه الشبه
105	1- من حيث الطبيعة القانونية
106	2- من حيث الأجل
106	3- من حيث التنظيم الجماعي لحماتها
106	4- من حيث حقوق حملتها
107	ب- أوجه الاختلاف
107	1- من حيث حساب الفائدة
107	2- من حيث الإستهلاك
108	المطلب الثاني: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن الأوراق النقدية والسندات التجارية
108	الفرع الأول: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن الأوراق النقدية
109	أولا: أوجه الشبه
109	أ- من حيث الوظيفة
109	ب- من حيث التداول
110	ثانيا: أوجه الاختلاف
110	أ- من حيث الجهة المصدرة
110	ب- من حيث أجل الاستحقاق
110	ت- من حيث السوق المنظمة
111	ث- من حيث تحديد القيمة

111	ج- من حيث القانون المُنظَم
111	ح- من حيث حقوق حملتها
111	خ- من حيث تكلفة صنعها
112	الفرع الثاني: تمييز سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عن السندات التجارية
112	أولاً: أوجه الشبه
112	أ- من حيث التعريف
113	ب- من حيث الطبيعة القانونية
113	ت- من حيث التكيف الفقهي
113	ث- من حيث القانون المُنظَم
114	ج- من حيث القابلية للتداول
114	ثانياً: أوجه الإختلاف
114	أ- من حيث الجهة المُصدرة
115	ب- من حيث المدة
115	ت- من حيث الوظيفة
115	ث- من حيث المساواة
116	ج- من حيث المرونة
116	ح- من حيث الخصم
117	الفصل الثاني: العمليات القانونية الواردة على سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
119	المبحث الأول: إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم والإكتتاب فيها
119	المطلب الأول: إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
120	الفرع الأول: شروط الإصدار
120	أولاً: حصول الشركة المُصدرة على ترخيص بالإصدار
125	ثانياً: إتخاذ القرار من الهيئة المُختصة داخل الشركة المُصدرة
132	ثالثاً: الوجود السابق للشركة المُصدرة
134	رابعاً: الدفع الكامل لرأسمال الشركة المُصدرة
136	الفرع الثاني: مضمون عقد الإصدار

143	أولاً: تحديد حجم الإصدار
145	ثانياً: تحديد قيمة السند المصدر
147	ثالثاً: بيان كيفية الدفع
147	رابعاً: بيان كيفية التحويل
148	الفرع الثالث: جزاء مخالفة شروط الإصدار
150	المطلب الثاني: الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
152	الفرع الأول: مفهوم الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
153	أولاً: تعريف الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
157	ثانياً: طبيعة الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
158	أ- التكيف القانوني للإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
158	1- الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تصرف مدني
158	2- الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تصرف تجاري
159	3- الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تصرف مختلط
159	ب- التكيف الفقهي للإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
159	1- نظرية حامل السند الشريك
160	2- نظرية القرض الإحتمالي
160	3- نظرية العمل القانوني الجماعي
161	4- نظرية عقد البيع
162	الفرع الثاني: الإجراءات المُمهدة للإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
164	أولاً: نشر إعلان الدعوة العلنية للإدخار
169	ثانياً: الوثائق الخاصة بإعلان الدعوة العلنية للإدخار
170	أ- المذكرة الإعلامية
174	ب- البيان الإعلامي
178	ت- النشرات والمناشير
179	ث- الإعلانات والبلاغات
180	الفرع الثالث: توظيف الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

181	أولاً: مفهوم توظيف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
181	أ- تعريف توظيف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
182	ب- أنواع توظيف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
182	1- التوظيف المضمون
183	2- التوظيف من الجمهور
184	ثانياً: أساليب توظيف سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
184	أ- أسلوب التوظيف المباشر
184	ب- أسلوب التوظيف غير المباشر
186	1- التعمد البسيط
186	2- التعمد المغلق
186	3- أسلوب العطاءات
187	الفرع الرابع: مشتريات عقد الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وشروط صحته
187	أولاً: مشتريات عقد الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
190	ثانياً: شروط صحة عقد الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
191	أ- شرط الإكتتاب الكامل
191	ب- شرط الإكتتاب الناجز غير المعلق على شرط
192	ت- شرط الإكتتاب الجدي
192	ث- شرط دفع قيمة محددة عند الإكتتاب
193	الفرع الخامس: نتيجة الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وإثباته
193	أولاً: نتيجة الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
193	أ- نتيجة الإكتتاب في ظل إحترام الشروط القانونية
193	1- الإكتتاب بجميع السندات المُصدرة
194	2- زيادة الإكتتابات عن عدد السندات المُصدرة
196	3- عدم تغطية الإكتتابات كامل السندات المعروضة خلال المُدة المُحددة
198	ب- نتيجة الإكتتاب المخالف للشروط القانونية
200	ثانياً: إثبات الإكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

202	المبحث الثاني: تحويل سندات الاستحقاق إلى أسهم
204	المطلب الأول: شروط تحويل السندات إلى أسهم
204	الفرع الأول: الشروط المتعلقة بالشركة المُصدرة
205	أولاً: بيان قواعد التحويل في نشرة الإصدار
206	أ- أوقات التحويل
206	1- التحويل في فترة أو فترات مُحددة
207	2- التحويل في أي وقت
211	ب- مراعاة رأسمال الشركة أثناء الزيادة عن طريق التحويل
214	ت- وجود جزء من القيمة المنقولة أثناء التحويل
215	ثانياً: دور مراقبة المعلومة المالية في تحقيق رهان تحويل السندات إلى أسهم
234	الفرع الثاني: الشروط المتعلقة بالأشخاص المُكونين للشركة المُصدرة
237	المطلب الثاني: آثار تحويل سندات الاستحقاق إلى أسهم
237	الفرع الأول: آثار التحويل على الشركة المُصدرة
237	أولاً: إنقضاء حجم مديونية الشركة المُصدرة بمقدار القيمة الإسمية للسندات المُحوّلة
239	ثانياً: زيادة رأسمال الشركة المُصدرة
239	أ- تعريف رأسمال الشركة
240	ب- كيفية تقرير زيادة رأسمال الشركة
241	ت-الإستثناء عن مُدد زيادة رأسمال الشركة
243	ثالثاً: تعديل عقد الشركة المُصدرة بمناسبة زيادة رأسمالها نتيجة تحويل السندات
246	الفرع الثاني: آثار التحويل على مالك السند
247	أولاً: حق المساهم الجديد في الأرباح
247	أ- تعريف الربح
249	ب- الطبيعة القانونية للربح
249	1- حق يتقرّر جماعياً ويؤدى فردياً
249	2- حق دائنية ذو طبيعة خاصة
250	3- حق احتمالي
250	4- حق مُعلق على شرط

250	5- حق مُضاف إلى أجل
251	ت- موقف التشريعات المقارنة من الربح
253	ث- توزيع الربح
255	ثانياً: حق المساهم الجديد في البقاء داخل الشركة
256	أ- تعريف حق أولوية الإكتتاب في الأسهم المُصدرة وطبيعته القانونية
256	1- تعريف حق الأولوية في الإكتتاب
259	2- الطبيعة القانونية لحق الأولوية في الإكتتاب
259	1.2 حق الأولوية في الإكتتاب من القيم المنقولة
259	2.2 حق الأولوية في الإكتتاب من الأدوات المالية
261	ب- إصدار حق الأولوية في الإكتتاب وإلغائه
261	1- إصدار حق الأولوية في الإكتتاب
268	2- إلغاء حق الأولوية في الإكتتاب
268	1.2 الهيئة المُختصة بإلغاء حق الأولوية في الإكتتاب
270	2.2 دواعي إلغاء حق الأولوية في الإكتتاب
273	خلاصة الباب الأول
275	الباب الثاني: المركز القانوني لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
276	الفصل الأول: حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق للتحويل إلى أسهم وآليات حمايتها
278	المبحث الأول: حقوق وواجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
279	المطلب الأول: حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
279	الفرع الأول: حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم في ظل السير العادي لنشاط الشركة المُصدرة
280	أولاً: حقوق ذات طبيعة مالية
280	أ- حق قبض الفائدة
280	1- تعريف الفائدة
281	2- الغاية من تقرير الفائدة

283	3- الطبيعة القانونية للفائدة
284	4- كيفية تحديد الفائدة
289	5- كيفية دفع الفائدة
290	6- إثبات تقاضي الفائدة ومدى خضوعها للضريبة
293	7- تقادم الفائدة
295	ب- حق تداول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
297	1- أهمية تداول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
305	2- شروط قبول تداول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم داخل البورصة
305	1.2 الشروط المتعلقة بالشركة المُصدرة
310	2.2 الشروط المتعلقة بالبورصة
317	3- جزاء مخالفة شروط قبول التداول
318	4- إجراءات تداول سندات الاستحقاق القابلة للتحويل
318	1.4 إجراء الإدخال
319	1.1.4 الإجراء العادي
319	2.1.4 إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى
319	3.1.4 إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت
320	2.4 إجراء التنفيذ
323	5- الآثار المُترتبة على نظام التداول الحديث للسندات
328	6- شروط التداول خارج البورصة
329	ت- حق إسترداد قيمة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
332	ث- حق تحويل السندات إلى أسهم
332	ثانياً: حقوق ذات طبيعة حمائية
333	أ- حق تكوين كتل
334	ب- حق الرقابة
335	ت- حق الإطلاع
342	ث- حق الإعلام والمصادقة

343	ج- حق التقاضي
344	الفرع الثاني: حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم في ظل المتغيرات المالية التي تطرأ على الشركة المُصدرة
346	أولاً: إندماج أو انفصال الشركة المُصدرة
348	أ- تأثير شكل الشركة الجديدة على ممارسة حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
359	ب- معارضة إندماج أو انفصال الشركة المُصدرة
364	ثانياً: الحل المُسبق للشركة المُصدرة
366	ثالثاً: تحوّل الشركة المُصدرة
372	رابعاً: التسوية القضائية وإفلاس الشركة المُصدرة
383	خامساً: تصفية الشركة المُصدرة
388	المطلب الثاني: واجبات حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
389	الفرع الأول: الواجبات المالية المتعلقة بالسند
389	أولاً: دفع القيمة الإسمية للسند محل الإكتتاب
391	ثانياً: الإمتناع عن المطالبة بقيمة السند قبل حلول ميعاد إستحقاقه
393	الفرع الثاني: الواجبات غير المالية المرتبطة بالسند
393	أولاً: ضمان حامل السند الاستحقاق والعييب الخفي
395	ثانياً: المحافظة على الوثائق والسندات
396	ثالثاً: الإلتزام بعدم التدخل في شؤون إدارة الشركة المُصدرة
396	المبحث الثاني: الآليات القانونية لحماية مركز حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
397	المطلب الأول: الضمانات المُكرّسة قبل إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
398	الفرع الأول: الضمانات العامة المُقرّرة لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
399	أولاً: المقصود بالضمان العام
401	ثانياً: المحافظة على الضمان العام

401	أ- الوسائل العامة لحماية الضمان العام
402	1- الطرق التحفظية
403	2- الطرق التنفيذية
404	3- الطرق الوسطى بين التحفظية والتنفيذية
405	1.3 الدعوى غير المباشرة
406	2.3 الدعوى البوليصية
407	3.3 الدعوى الصورية
408	ب- نقد الضمانات العامة كوسيلة لحماية حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
411	الفرع الثاني: الضمانات الخاصة المُقرّرة لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
415	أولاً: الضمانات الشخصية
415	أ- الكفالة الشخصية
420	ب- الكفالة المصرفية
426	ثانياً: الضمانات العينية
428	أ- الرهن الرسمي
430	ب- الرهن الحيازي
430	الفرع الثالث: إشهار الضمانات الخاصة والتنفيذ عليها
432	أولاً: إشهار الضمانات الخاصة
432	أ- أساس إشهار الضمانات الخاصة
435	ب- إشهار الضمانات الشخصية
435	ت- إشهار الضمانات العينية
437	ثانياً: التنفيذ على الضمانات الخاصة
438	المطلب الثاني: الضمانات المُكرّسة بعد إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
440	الفرع الأول: العمليات الممنوعة على الشركة المُصدرة القيام بها
440	أولاً: تخفيض رأسمال الشركة المُصدرة
441	أ- مفهوم تخفيض رأسمال الشركة

441	1- تعريف تخفيض رأسمال الشركة
444	2- شروط تخفيض رأسمال الشركة
444	1.2 الشروط الشكلية
445	2.2 الشروط الموضوعية
447	ب- الآليات القانونية لحماية حملة السندات القابلة للتحويل من قرار تخفيض رأسمال الشركة المُصدرة
448	1- مُعارضة قرار التخفيض
452	2- رفع دعوى عدم نفاذ التصرف
453	ثانيا: إستهلاك رأسمال الشركة المُصدرة
456	ثالثا: تغيير طريقة توزيع أرباح الشركة المُصدرة
459	الفرع الثاني: العمليات المسموحة للشركة المُصدرة القيام بها بشروط
460	أولاً: إصدار أسهم نقدية جديدة
462	ثانيا: إدماج الإحتياطات والأرباح وعلاوة الإصدار في رأس المال
463	ثالثا: إصدار سندات جديدة
466	الفصل الثاني: التنظيم الجماعي لهيئة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
467	المبحث الأول: جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
468	المطلب الأول: نشأة جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
469	الفرع الأول: التطور التاريخي لجماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
470	الفرع الثاني: تكوين جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
475	الفرع الثالث: العضوية داخل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
479	المطلب الثاني: سير جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
480	الفرع الأول: إستدعاء جمعية حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم للإنعقاد
485	الفرع الثاني: إختصاصات جمعية حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
489	أولاً: إختصاص الجمعية العامة العادية لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
491	ثانيا: إختصاص الجمعية العامة غير العادية لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل

	إلى أسهم
495	الفرع الثالث: نظام جلسات الجمعيات العامة لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
502	أولاً: النصاب والأغلبية في الجمعية العامة العادية لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
507	ثانياً: النصاب والأغلبية في الجمعية العامة غير العادية لحملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
510	الفرع الرابع: جزاء الإخلال بحسن سير جمعية حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
513	المبحث الثاني: وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
513	المطلب الأول: تنظيم جهاز وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
514	الفرع الأول: تعيين وعزل وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
514	أولاً: الجهة المُكلفة بتعيين وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
516	ثانياً: الجهة المُكلفة بعزل وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
522	الفرع الثاني: شروط تعيين وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
526	المطلب الثاني: إختصاصات وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
527	الفرع الأول: سلطات وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
530	أولاً: أعمال التنظيم
532	ثانياً: أعمال التمثيل
536	ثالثاً: أعمال التسيير
537	رابعاً: أعمال الرقابة

538	الفرع الثاني: أكر وكيل جماعة حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم
541	خلاصة الباب الثاني
543	خاتمة
555	الملاحق
581	قائمة المراجع
636	الفهرس

الحمد لله

الملخص:

رافق المشرع الجزائري أسوة بغيره من التشريعات التجارية، شركة المساهمة خلال جميع مراحلها، وأوجد لها البدائل التي تساعد على تحقيق مشروعها بأفضل صورة ممكنة، ومن أهم هذه البدائل على الإطلاق، منحها حق إصدار الأوراق المالية المختلفة التي تُمثّل إما نصيب من رأسمالها أو رسوم ديون على ذمتها، هذه الأخيرة تأخذ عدة أشكال على غرار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، التي تُشكّل نظام قانوني متكامل يستدعي البحث فيه وتجلي التأثير الذي يعود به على كلا طرفيه، سواء على الشركة المُصدرة أو على حامل السند، فمثلا تساهم هذه السندات في تحقيق زيادة رأسمال الشركة؛ فإنها تعود على حاملها بفوائد عديدة، تجمع في طياتها بين ما يحوزه بصفته الحالية كحامل سند دين وما يحوزه بصفته المُحتملة كمساهم مستقبلي، هذا التأثير المتبادل وغيره من المسائل هو ما شكّل محور الدراسة، في إطار البحث عن تنظيم مُحكم لهذه الورقة المالية.

الكلمات المفتاحية: شركة المساهمة؛ زيادة رأس المال؛ الأوراق المالية؛ سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى سهم.

Abstract:

The Algerian legislator, like other commercial legislation, accompanied the joint-stock company during all its stages, and created for it alternatives that would help it achieve its project in the best possible way. The latter takes several forms, such as maturity bonds that are convertible into shares, Which constitutes an integrated legal system that calls for research and the manifestation of the impact it has on both parties, whether on the issuing company or on the bond holder. Just as these bonds contribute to achieving an increase in the company's capital; it brings many benefits to the holder, which combines what he possesses in his current capacity as a debt bondholder and what he possesses in his potential capacity as a future shareholder. This mutual influence and other issues are what formed the focus of our study, in the search for a tight regulation of this security.

Keywords: Joint Stock Company; Capital Increase; Securities; Convertible Maturity Bond.