

التقنيّات الحديثة في تمويل الشركة المساهمة في القانون اللبنانيّ

د. كابي طانيوس شاهين – قاضٍ عدليّ وأستاذ جامعيّ

نقابة المُحَامِين في طَرَابُلُس – الإثنين 16 كانون الثّاني 2023

مقدّمة

- بعد أن شاخ قانون التجارة البريّة اللبناني واحتفل بيوبيله الماسيّ، استفاق المُشرع من سباته وجاءنا بتعديلٍ واسعٍ طال الكثير من نواحيه.
- وفي الحقيقة، لم يكتفِ المُشرع بأن عدّل بعض النصوص القديمة، والتي كانت أمست بفعل التطوّر الهائل في مجالات التجارة والاقتصاد بآئدةً، بل هو خطًا نحو إدخال قواعد جديدةٍ نقلت هذا القانون، الذي كان أمسى غير قادرٍ على تلبية احتياجات المُمتَهِنين، إلى مرحلةٍ جديدةٍ عصريّة، مستفيدًا من تجارب التشريعات والاجتهادات الأجنبيّة لا سيّما الفرنسيّة منها.
- غير أنّ هذه النظرة التفاؤليّة إلى التعديلات الحاصلة لا تلبّث أن تندثر أو تكاد حين يرى الباحث فيها الكثير من المواد المُلتبسة. لا بل إنّ التعمّق في دراسة الأحكام المستحدثة يُظهر بشكلٍ جليّ أنه جرى إقرارُ هذا القانون بحقّةٍ مؤسفةٍ وعلى عَجَلٍ وتسرعٍ!
- ومن بين الأحكام الجديدة التي أدخلها المُشرع تلك المتعلّقة بتمويل الشركات المساهمة، وهذا الاهتمامُ بإشكاليّة التمويل ليس مستهجنًا، ذلك أنّه حظي، منذ أواخر القرن العشرين، باهتمامٍ بالغٍ أدّى بالمُشرع إلى بناءِ نظامٍ قانونيٍّ لبنانيٍّ متقدّمٍ في مسائل علم المال والتمويل.

مقدّمة

- ومن بين إمكانيّات التمويل المستحدّثة، أتى القانون رقم 126 تاريخ 29 آذار 2019 بتقنيّ تمويل حديثيّين هُما الأسهم التفضيليّة وإيصالات الإيداع العموميّة.
- وإذا كانتا هاتين التقنيّتين تلتقيان في الغاية التي يُنشدّانها، إلّا أنّهما تفرقان في كلّ ما تبقى. سواء على صعيد تعريفهما أو مفهوميهما أو نظامهما القانونيّ أو حتّى الأسواق الماليّة التي تتجهان إليها.
- فإذا كانت الأسهم التفضيليّة سندات تمثّل رأس المال، جاءت إيصالات الإيداع العموميّة لتمثّل سندات قرض أو دين، وإذا اقتبست الأولى من القانون الفرنسيّ، جاءتنا الثانية من التقليد الأنكلوسكسونيّ، وإذا حرّمت الأولى حاملها من حقّ التصويت، كان لحامل الثانية حقّ تصويت غير مباشر أو بوكيلٍ بالعمولة، وإذا توجّهت الأولى إلى أسواق المال الداخليّة، صدرت الثانية في السوق الماليّة الدوليّة...
- وهكذا تُنشدُ الأسهم التفضيليّة السوق الماليّ المحليّ أو الوطنيّ (القسم الأوّل) في حين تصدر إيصالات الإيداع العموميّة في السوق العالميّة أو الدوليّة (القسم الثّاني).

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- لم يُعرّف القانون اللبنانيّ الأسهم التفضيليّة بل اكتفى بأنّ حدّد الحقوق التي تمنحها لحامليها ورسم التّظام القانونيّ المُطبّق عليها.
- والأسهم التفضيليّة المستحدثة هذه هي أسهم تمنح حاملها امتيازات ماديّة بالنسبة لسوّاه من الشركاء أصحاب الأسهم العاديّة و/أو ذات الأفضليّة، وتحرمه بالمقابل من حقّ المشاركة في الجمعيات العموميّة والنقاش ومن حقّ التصويت فيها.
- هي أسهم: أيّ أنّها تمثّل أجزاءً من رأس مال الشركة، وهي تولي بالتّالي حاملها صفة المساهم أي صفة الشريك في الشركة المُصدرة. وفي الحقيقة، لا مجال هنا للتوسّع في تحديد شخص المساهم والتعريف به بالرغم من الضبابيّة التي تحيط بهذا المفهوم الذي قد يبدو للوهلة الأولى واضح المعالم ، إنّما يمكننا الجزم أنّه في ظلّ الوضع الرّاهن في علم القانون يتّفق الفقهاء كافّةً أنّ شغور السهم من حقّ التصويت ليس من شأنه تعطيل اكتساب صفة المساهم .
- متمتّعة بمنافع ماديّة وشاغرة من حقّ التصويت: وهذا ما يجعل منها في وضعيّة مشابهة لوضعيّة سندات الدين، فنقرأ :

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- Cet instrument hybride qui entre dans la catégorie des valeurs mobilières convertibles (à l'instar des obligations convertibles) est en fait un mélange entre l'action et l'obligation .
- وهكذا، لم يتردّد الفقه القانوني في القول بأنّ هذه الأسهم تشكّل فئةً على حدّى تقع ما بين السهم والسند وأنّها تتوجّه للمستثمر المهتمّ بعائدات استثماره أكثر منه لمن يهتمّ بقيادة المشروع التجاري وتحديد سياساته، فنقرأ:
- Cette création est de nature à intéresser les épargnants plus soucieux de la rentabilité de leurs capitaux que de la participation à la définition et au contrôle de la politique économique et financière de la société
- وهي أيضاً تمنح حاملها صفة الشريك وتتماهى بذلك والسهم في مفاعيله، ولكنها تخرج عن المقاربة والسهم لتتماهى وسند الدين إذا ما نظرنا إلى كونها قد تؤمّن عائداً ثابتاً بمعزلٍ عن تحقيق الشركة للأرباح القابلة للتوزيع من عديمه، كما في كونها لا تولي حاملها الحقّ السياسيّ الجوهريّ اللصيق بالسهم وهو حقّ التصويت. وهذه الميزة الأخيرة هي ما يُفرّقها بشكلٍ أساسيٍّ عن الأسهم ذات الأفضليّة التي عرفها لبنان منذ زمن.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق الماليّة المحليّة

- وفي الواقع، سبق لتشريعنا الوطني أن أجاز في المادة 110 ت.ب. اسهمًا ذات طابع استثنائيّ عرف عنها أنّها اسهم ذات افضليّة actions de priorité ووهي تبيح لحاملها التمتع بحقوق أولويّة antériorités وامتيازات avantages ماديّة إضافةً إلى سائر الحقوق السياسيّة ومن بينها حقّ التصويت.
- أهميّة إنشاء الأسهم التفضيليّة الشاغرة من حقّ التصويت:
- لقد علّل المشرع اللبناني خيار إنشاء الأسهم التفضيليّة الشاغرة من حقّ التصويت بأسباب ثلاثة هي: تمكين الشركات من تعزيز أموالها الخاصّة، والانتشار العالميّ لمثل هذه الأنواع من الأسهم، والنجاح الذي عرفته في التجربة المصرفيّة اللبنانيّة .
- وبالفعل، يتفق فقهاء القانون والاقتصاد على أن إصدار مثل هذه الأسهم من شأنه تعزيز موجودات الشركة actifs propres de la société وتأمين ولوجها إلى تمويلٍ نقديّ سائل.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق الماليّة المحليّة

- وهذا التمويل النقديّ والسائل *accès à du financement en liquidités* ليس من شأنه المَسّاس ببنية السلطة السياسيّة التي تتحكّم بالشركة .
- بتعبيرٍ آخر، تتيح هذه الأسهم للشركة الرّغبة في فتح رأسمالها واستقبال شركاء جدد يأتون بمقدّماتهم لتعزيز رأس المال *consolidation du capital* اللجوء إلى هذه الآليّة من غير تدويب الأكريّة السابقة المتحكّمة بقرار الشركة في أكريّة جديدة قد لا تتفق معها حول الخيارات الأساسيّة للاستثمار أو أنّها ستؤدّي إلى ضياع الشركة من يد مؤسسيها لا سيّما عندما يكون هؤلاء من العائلة عينها كما اعتدنا عليه في لبنان .
- وهكذا، نجحت التجربة المصرفيّة اللبنانيّة في اعتماد هذه الأسهم وسيلةً لاحترام القواعد الماليّة الصّارمة التي تمّ إقرارها في المؤتمر المعروف بـ"بال 2" والذي قال بوجوب رفع الرساميل والموجودات الخاصّة بالمصارف . واستفادت الشركات المصرفيّة اللبنانيّة من هذه الأسهم لتعزيز رساميلها واستقبال مساهمين جُدد لا يتدخّلون في الإدارة ولا يؤدّي اشتراكهم في رأس مال المصرف إلى التحكّم بسياسته ومقرّراته.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق الماليّة المحليّة

- وهكذا نقراً:
- «Mais, comme pour les banques internationales, le choix s'est porté sur les actions préférentielles plutôt que sur des actions ordinaires pour éviter une dilution du capital qui serait au détriment des actionnaires en place .»
- ونجاح التجربة المصرفية اللبنانية هذا تُرجم في العام 2008 مثلاً بإصدار أسهم تفضيلية شاغرة من حقّ التصويت بقيمة تتجاوز الثلاثماية مليون دولار أميركي .
- أمّا على الصعيد الدوليّ، فإنّ فكرة إنشاء أسهم تفضيلية شاغرة من حقّ التصويت non-voting shares رافقت إدخال الشركة المغفلة في التشريع البريطاني ، وهي عُرفت في الولايات المتّحدة الأميركيّة منذ قانون العام 1855 الخاص بولاية نيويورك وتُعرف في يومنا الحاضر باسم preferred shares. وقد عرفت هذه التجربة نجاحاً عالمياً حقيقياً ما دفع بالفرنسيين إلى إنشاء أسهمٍ مماثلة بموجب قانون 13 تمّوز 1978. إلا أنّ التجربة الفرنسيّة الأولى اصطدمت بفشل كامل، إذ لم تلجأ، على امتداد مساحة فرنسا، سوى ستّة شركات مساهمة فقط إلى إنشاء أسهم تفضيلية على هذا النحو . ولعلّ مردّ الفشل يعود إلى التعديلات التي أدخلها مجلس الشيوخ الفرنسيّ والتي أرادت حماية حَمَلَةِ الأسهم ما جعل هذه الآليّة بغير فائدة.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

○ وسُرْعَانَ ما تدخلَ المشترع الفرنسيّ، معدّلاً أحكامَ قانون سنة 1978 بموجب القانون الصّادر في 3 كانون الثّاني 1983 المتعلّق بتحفيز الاستثمار وحماية الإلتحار، ما جعلَ الإقبالَ على هذه الأسهم أكبر . وما لبثَ أن تمَّ استبدال هذه الفئة المحدّدة من الأسهم بما يُعرف بأسهم الامتياز actions de préférence بموجب التنظيم الإداري ordonnance رقم 604 تاريخ 24 حزيران 2004 والتي تمنح حاملها، بحسب الاتفاق أو نظام الشركة، أنواعاً متعدّدة من الامتيازات قد تكون ماديّة (كما هو الحال في لبنان) أو سياسيّة سلطويّة (كالحقّ في ولوج معلومات استراتيجيّة مفصّلة أو الحقّ في تسمية عضو أو أكثر في مجلس الإدارة أو تنظيم آليّة القرار... إلخ). وجاء القانون المعروف باسم loi Pacte الصّادر في 22 أيّار 2019 ليوسّع مروحة الامتيازات التي يتمتّع بها حامل أسهم الامتياز جاعلاً من بينها حقّ التصويت المتعدّد.

○ إنشاء الأسهم التفضيليّة الشاغرة من حقّ التصويت:

○ قد يصطحب إنشاء الأسهم التفضيليّة الشاغرة من حقّ التصويت ووضّع نظام الشركة المغفلة لحظة تأسيسها، ويتمّ في هذه الحالة إصدار الأسهم التفضيليّة هذه والاكتتاب بها في الوقت عينه الذي يتمّ فيه إصدار الأسهم العادية والاكتتاب بها. كما أنّ إنشاء هذه الأسهم قد يصدر بقرارٍ عن الجمعية العموميّة غير العادية بالتزامن مع تقرير زيادة رأس المال . ويحدّد النّظام أو قرار الجمعية العموميّة غير العادية الامتيازات والأولويّات والحقوق أو المنافع الماديّة التي يولّيها السهم لحامله ولا سيّما نصيب الربح الأولويّ ومدى كونه تراكميّاً أو غير تراكميّ .

القسم الأول: التمويل من خلال السوق الماليّة المحليّة

- إنشاء الأسهم التفضيليّة الشاغرة من حقّ التصويت لدى تأسيس الشركة:
- قد يلحظ نظام الشركة، منذ وضعه في الفترة التأسيسية، إصدار أسهم تفضيليّة. كما يمكن إنشاء هذا الصنف من الأسهم بموجب تعديلٍ يطلّ النظام، تقرّره الجمعية العموميّة للمساهمين وفق الأصول المرسومة لانعقادها وشروط صحتّها مقرّراتها .
- وقد سبق لقانون سنة 1978 الذي أنشأ الأسهم التفضيليّة في فرنسا أن اشترط لصحة إصدارها حماية حملة الأَسناد القابلة للتحوّل إلى أسهم أو القابلة للاستبدال بأسهم. فكان ممنوعاً على الشركة إصدار أسهم تفضيليّة ما دام ثمة حملة أسناد على النحو المبين أعلاه، باعتبار أنّ لا مجال وقتذاك للمساس بقواعد توزيع أنصبة الأرباح . ولعلّ هذا المنع ساهم في فشل هذا التقنين ، فجاء القانون الصّادر في 3 كانون الثاني 1983 المتعلّق بتحفيز الاستثمار وحماية الإِدخار ليحرّر الشركات من هذا المنع بحيثُ أصبح ممكناً إصدار أسهم تفضيليّة بالرّغم من وجود حملة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، مع مراعاة حقوق هؤلاء الأخيرين من خلال دعوة جمعيتهم لإبداء الموقف وفق الأصول .
- وبالفعل، اقتفى المشرع اللبناني آثار التعديل الفرنسيّ الأخير فنصّت المادة 121-2 ت.ب. أنّه لا يُعتدّ بالمادّة 8 من المرسوم الاشتراعي 54 تاريخ 16 حزيران 1977 المتعلّق بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم . ما يعني أنّ إصدار الأسهم التفضيليّة في لبنان أصبح متاحاً بالرّغم من وجود حملة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم . كما نصّت المادة 121-4 فقرة 4 ت.ب. على وجوب مراعاة حقوق أصحاب الفئة الأخيرة من خلال دعوة جمعيتهم الخاصّة لانعقاد والموافقة.
- كما راعى القانون اللبنانيّ جانب حملة الأسهم ذات الأفضليّة المنصوص عليها في المادة 110 ت.ب. خشية أن تؤدّي الأسهم التفضيليّة المستحدثة إلى المساس بحقوقهم مشروطاً، هنا أيضاً، موافقة جمعيتهم الخاصّة.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- إنشاء الأسهم التفضيلية الشاغرة من حق التصويت لدى زيادة رأس مال الشركة:
- أجاز القانون اللبناني أيضاً إنشاء هذه الفئة من الأسهم اثناء حياة الشركة ولدى تقرير زيادة رأس مال الشركة. إن هذا القرار يُتخذ حصراً من قبل الجمعية العمومية غير العادية، واختصاصها هذا متعلق بالنظام العام.
- وتثير مسألة إنشاء هذه الأسهم خلال حياة الشركة مسألة حق الأولوية في الاكتتاب المحفوظ قانوناً للشركاء القدامى بموجب المادتين 112 و113 ت.ب.، وقراءة المادة 121-2 ت.ب. جديدة تبين درجة التردد التي اختبرها المشرع اللبناني لدى إعداده نصّ التعديل.
- فهكذا مضى البند 2 من المادة المذكورة أعلاه ليحجب صراحةً أحكام الأولوية في الاكتتاب قائلاً أنه لا يُعتدُّ بها عند إصدار أسهم تفضيلية. ولكن المادة عينها ما أثبتت، في صياغة ملتبسة، أن سمحت للشركة في بندها الثالث منح حقّ أفضلية لمساهميها للاكتتاب بالأسهم التفضيلية شرط تحديد شروط ممارسة هذا الحقّ في نظام الشركة أو بموجب قرار الجمعية العمومية غير العادية.
- وفي الحقيقة، إن التدقيق في موقف القانون اللبناني لا يفيد منعاً ولا حتى من الناحية المبدئية، وإنما هو إباحة مشروطة. وعلة الشرط أن نسبة الأسهم التفضيلية لا يمكن أن تتجاوز الـ30% من الأسهم الإسمية التي تمثل رأس مال الشركة. وبالتالي لا يمكن أن تُترك ممارسة حقّ الأولوية في الاكتتاب، للمساهمين القدامى كافة، إذ يؤدي ذلك إلى ازدياد عدد الأسهم التفضيلية بما لا يُجيزه القانون. وهذه الإشكالية سبق للفقهاء الفرنسيّ أن أثارها وعالجها حيثُ استقرّ الرأي على جواز حذف حق الاكتتاب الأولوي لبعض الشركاء بشكل كامل، أو لجميعهم بنسبة متساوية، وهذا ما يجب على النظام أو الجمعية العمومية غير العادية تقريره وتحديد شروط ممارسته.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- إنشاء الأسهم التفضيلية الشاغرة من حق التصويت من خلال تحويل أسهم عادية:
- إذا كان المشرع الفرنسي قد أجاز، في إطار عملية هندسة المشاركة في الشركة المغفلة، تحويل الأسهم العادية إلى أسهم تفضيلية وبالعكس، فإن المشرع اللبناني لم يجاز هذا المنحى. وفي الواقع، لا يؤدي استبدال أسهم عادية بأسهم تفضيلية إلى زيادة أموال الشركة ورساميلها إلا إذا قررت الجمعية العمومية غير العادية ربط عملية التحويل بدفع علاوة ما، في حين أن القانون اللبناني ربط إنشاء هذه الأسهم في الفترة اللاحقة لتأسيس الشركة بزيادة رأس المال.
- وهكذا، فإن التحويل الوحيد الذي أتاحه قانون التجارة اللبناني هو تحويل الأسهم التفضيلية إلى أسهم عادية بموجب قرار من الجمعية العمومية غير العادية. ويستدعي هذا التحويل تقريراً خاصاً من مفوض المراقبة ووفقاً للشروط التي أوجدها النظام أو قررتها الجمعية التي سبق وأنشأت هذه الأسهم.
- وفي مطلق الأحوال، فإن التحويل يستدعي قراراً من الجمعية العمومية لحملة الأسهم التفضيلية التي عليها أن تبدي موافقتها على فقدان أعضائها امتيازاتهم ومنافع الخاصة مقابل اكتسابهم حق التصويت وبالتالي اعتناقهم صفة الشريك بشكل تام مكتمل. كما أنها تستدعي موافقة الجمعية الخاصة بحملة سندات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم، في حال وُجدوا، لأنها تدخل في فئة الأعمال المؤدية إلى إصدار أسهم جديدة.
- ولا بدّ من التنبيه إلى أن هذا التحويل قد يُترجم، حسب الأحوال، زيادة أو نقصاناً في رأس المال. فحين تكون قيمة السهم التفضيلي أكبر من قيمة السهم العادي يؤدي الاستبدال إلى إنقاص رأس المال والعكس بالعكس. وهكذا، ولتفادي هذه الإشكالية تعدد الشركة إلى ترتيب "نسبة تحويل" كأن يُستبدل كلّ سهمين تفضيليين بسهم عاديّ مثلاً؛ كما يمكن تصوّر فرض علاوة معينة أو بدل نقديّ معيّن soulte شرط موافقة كلّ راغبٍ بالتحويل لأنّ في الأمر زيادةً لالتزاماته كمُساهم.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- إنشاء الأسهم التفضيلية الشاغرة من حق التصويت من خلال تحويل أسهم عادية:
- وفي الإطار عينه، تجدر الإشارة إلى أنه ليس في القانون اللبناني ثمة ما يحول دون استبدال أو تحويل الأسهم التفضيلية إلى أسهم ذات أفضلية (المنصوص عليها في م.110 ت.ب.)، الأمر الذي قد يبدو مغريباً إذ يمكن معه لحامل السهم التفضيلي الاحتفاظ بامتيازات السهم المادية ومن ثم اكتساب الحق بالمشاركة في النقاش والتصويت في الجمعيات العمومية. وتُراعى في هذه الحالة الشروط عينها المستعرضة أعلاه والمتعلقة بالتحويل إلى أسهم عادية، مُضافاً إليها وجوب دعوة الجمعية الخاصة بحملة الأسهم ذات الأفضلية السابقين، إن وُجدوا، لأنّ هذا الاستبدال يؤديّ حتماً للمساس بحقوقهم لأنّه يجعلهم في موقع تنافس مع الجدد.
- وتجدر الإشارة في هذا المعرض إلى أنّ القانون اللبناني أجاز أيضاً للشركة شراء الأسهم التفضيلية شرط أن تكون إمكانية الشراء هذه قد تمّ لحظها في النظام التأسيسي للشركة أو بموجب قرار الجمعية العمومية غير العادية التي وافقت على إصدار الأسهم التفضيلية وشرط أن تكون الشركة قد سبق فأدّت كامل أنصبة الأرباح العائدة لهذه الأسهم ما لم يُنصّ سلفاً على العكس .
- وفي الواقع، ينشأ عن شراء الشركة للأسهم التفضيلية موجب إلغائها وحذف قيمتها من رأس المال وبالتالي تخفيض هذا الأخير. وهذا الأمر يتطلّب قانوناً قراراً من الجمعية الخاصة بحملة الأسهم التفضيلية يوافق على البيع، وقراراً من الجمعية العمومية غير العادية يقضي بتخفيض رأس المال ، وهو يفتح بالتالي أمام الغير، لا سيما دائني الشركة، الحق بالاعتراض وفق أحكام المادة 208 ت.ب. بعد إجراء الشركة معاملات النشر القانونية أصولاً.
- وتُراعى في عملية شراء الأسهم المساواة بين الشركاء، سواء من خلال شراء الأسهم التفضيلية المنشأة بموجب الإصدار عينه كافةً ومن غير استثناء، وسواء من خلال شراء نسبة مئوية واحدة أو عددٍ مُحدّد من الأسهم المملوكة من كلّ مساهم .

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- من يحق له الاكتتاب في الأسهم التفضيلية ووفق آية شروط؟
- إن إصدار أسهم تفضيلية يخضع في لبنان لشرطين اثنين، أولهما شخصي والثاني قيمي. فمن جهة الأشخاص الراغبين بالاكتتاب في الأسهم التفضيلية، حظرت المادة 121-7 ت.ب. على رئيس وأعضاء مجلس الإدارة وعلى المدراء العامين والمدراء العامين المساعدين أن يملكوا أسهمًا تفضيلية، أو أن يترتب لهم بصورة مباشرة أو غير مباشرة أو تحت ستار شخص ثالث أو بأي شكل من الأشكال، ويطل هذا المنع أزواجهم وأولادهم القاصرين. وغاية المنع هذا، على غرار الوضع في فرنسا، درء أي شكل من أشكال استغلال التفوذ داخل الشركة أو الجمع ما بين السلطة السياسية التي يتمتع بها هؤلاء داخل الشركة والمنافع المادية التفضيلية التي تمنحها هذه الأسهم.
- وتطبيقاً لمبدأ التمانع هذا، فنحن نعتقد بوجود مبادرة الشريك حامل الأسهم التفضيلية إلى عرض بيعها فور تسميته عضواً في مجلس الإدارة، وإلا أمسى من واجب الشركة شراء أسهمه التفضيلية لإلغائها. أما إذا تعدر كلاً الأمرين فنعتقد بوجود استقالته من مجلس الإدارة.
- ومن جهة قيمة الإصدار، أوجبت المادة 121-3 ت.ب. أن لا تمثل الأسهم التفضيلية نسبةً تتجاوز الـ30% من الأسهم الإسمية التي تمثل رأس مال الشركة. والغاية من هذا المنع أن لا يؤدي إصدار أسهم تفضيلية شاغرة من حق التصويت بكثرة إلى أن ينعكس الأمر على عدد المساهمين أصحاب حق التصويت – وبالتالي أصحاب القرار - في الشركة فتتحوّل أقلية من هؤلاء بسياستها.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- إلا أنّ التعبير الهزيل الذي استعمله المشتري في هذه المادة يدعو إلى التساؤل. فما هو المقصود في احتساب نسبة الـ30%؟ وهل يُفسَّرُ هذا المنع على أساس عدد الأسهم التفضيلية بالنسبة إلى عدد الأسهم العادية؟ أم أنّه يُفسَّرُ على أساس مجموع ما تمثّله الأسهم التفضيلية من رأس المال بالنسبة إلى ما تمثّله الأسهم العادية؟ وفي هذه الحالة الأخيرة، هل يقتضي إجراء الحساب قبل إصدار الأسهم التفضيلية أو بعد ذلك؟
- فلو أخذنا الفرضية الأولى القائمة على مقارنة العدد لوجدنا أنّها لا تفيّد شيئاً إلا إذا افترضنا مسبقاً أنّ القيمة الإسمية للسهم التفضيلي توازي تلك العائدة للسهم العاديّ. وفي الحقيقة، نحن نعلم أنّ مبدأ المساواة في القيمة الإسمية لا يطال سوى الأسهم الصادرة بموجب الإصدار عينه والمنتمية إلى الفئة عينها. وبالتالي، فإنّ لا شيء يمنع إصدار أسهم تفضيلية بقيمة إسمية مختلفة عن الأسهم العادية ما يؤدي إلى إهمال الفرضية الأولى التي تفقد عند اختلاف القيمة الإسمية أيّ مدلول بالنسبة للغاية المتوخّاة من القاعدة.
- ولو أخذنا بالاعتبار الثاني وقلنا أنّ قاعدة التناسب هذه يجب أن تقارن بالنسبة لما تمثّله الأسهم في رأس المال لوجدنا أنّ المقارنة تختلف في نسبتها في ما لو جرّت قبل الإصدار أو بعده. لنأخذ مثلاً على ذلك الشركة المغفلة المؤسسة برأسمال قانوني يبلغ 30 مليون ل.ل. فلو رغب المساهمون بإصدار أسهم تفضيلية وجب عليهم مراعاة قاعدة الـ30% وهي تساوي - في ما لو احتسبت النسبة قبل الإصدار - ما مقداره:

$$9,000,000 \text{ ل.ل.} = (30,000,000 \times 30) \div 100 \quad \blacktriangleright$$

القسم الأول: التمويل من خلال السوق الماليّة المحليّة

- ولكننا إذا أعدنا الاحتساب بعد إصدار الأسهم التفضيليّة بقيمة تسعة ملايين ل.ل. لوجدنا أنّ حصّتها في رأس المال أصبحت تمثّل تسعة ملايين من أصل إجمالي يبلغ تسعة وثلاثين مليوناً، أي أنّ نسبتها انخفضت إلى:

$$\text{23,077\%} = 39,000,000 \div (9,000,000 \times 100) \quad \blacktriangleright$$

- وقد عالج المشتري الفرنسي هذا التساؤل جازماً بوجود احتساب النسبة المئويّة - وهي في فرنسا ربع رأس المال - بعد الإصدار وليس قبله .
- تجدر الإشارة أخيراً إلى أنّ عدم التقيّد بشروط الاكتتاب بالأسهم التفضيليّة معاقب عليه في فرنسا، إضافةً إلى العقوبة المدنيّة المتمثّلة ببطلان الاكتتاب، بعقوبة جنحيّة. أمّا في لبنان فنحن لا نعتقد بانطباق جنحة المادة 1-253 ت.ب. جديدة التي نصّت على استعمال المديرين أموال الشركة وقدراتها الائتمانيّة لمصالحهم الشخصيّة تبعاً لمبدأ التفسير الحصري الضيق لنصوص الشريعة الجزائيّة.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- حقوق حملة الأسهم التفضيلية الشاغرة من حق التصويت:
- إذا ما قارنا الحقوق التي توليها الأسهم التفضيلية الشاغرة من حق التصويت لحاملها بتلك الناشئة عن الأسهم العادية لوجدنا تعزيزاً لبعضها الأول، وتركاً لبعضها الثاني من غير تعديل، وحدثاً تاماً لبعضها الآخر. هذا التبدل الذي يطال الحقوق اللصيقة بالسهم فيجعل منه صنفاً "غريباً، على حدة في عائلة الأسهم" SUi generis ينعكس أيضاً وبصورة حتمية على المساهم الذي يصبح في وضعية قانونية استثنائية.
- حقوق المساهم المعززة: وهي الحقوق ذات الطابع المادي. وهكذا يمكن للمساهم أن يتمتع بأولوية في استيفاء نصيبه من الأرباح أو بامتيازات مادية أخرى، وله أن يدافع عن حقوقه في جمعية خاصة.
- الأولوية في استيفاء نصيب الأرباح والامتيازات المادية الأخرى:
- هذه الأولويات والامتيازات يرسمها نظام الشركة أو قرار الجمعية العمومية المنشئ للأسهم التفضيلية، ويجب أيضاً أن يُحدّد، بالطريقة عينها، مدى كون نصيب الربح الأولوي تراكمياً أم لا *cumulatif ou non cumulatif*.
- ومن بين الحقوق المادية التفضيلية التي قد يتمتع بها حامل السهم، يمكن أن نجد :

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

○ حقوق حملة الأسهم التفضيلية الشاغرة من حق التصويت:

1. نصيب أولي من الأرباح يُحدّد بنسبة مئوية من قيمة السهم الإسمية المحرّرة، وهذا ما قَصَدَهُ المشرع في الأسباب الموجبة حين تحدّث عن أنّ الأسهم التفضيلية من شأنها تأمين عائدٍ ثابت، وهذا ما يعرفه القانون الفرنسي بعبارة *intérêt ou dividende prioritaire* أو أيضاً *prélèvement prioritaire* والمحدّد في المادة 13-228L من قانون التجارة الفرنسي؛
2. توزيع للأرباح بمعدّل غير متكافئ بين هذه الأسهم وسواها من الأسهم العادية أو ذات الأفضلية *détermination d'une clé inégalitaire de répartition des bénéfices*؛
3. أفضلية في استرجاع القيمة الإسمية للسهم وفي استيفاء نصيب الربح الأولوي غير المدفوع لهم عند التصفية وفق أحكام المادة 11-121 ت.ب؛
4. أفضلية في استيفاء نصيب من فائض التصفية *boni de liquidation* والحق في علاوة الإصدار المدفوعة بالتزامن مع تملك الأسهم التفضيلية ضمن الأصول التي رسمتها المادة 11-121 ت.ب. الجديدة؛
5. سوى ذلك من الامتيازات المادية المُتَخَيَّلَة من قبل المعنّيين والتي لا تتعارض والقواعد الإلزامية أو الانتظام العام.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

○ حقوق حملة الأسهم التفضيائية الشاغرة من حق التصويت:

○ وهكذا فإن نصيب الربح الأولوي، كسائر أنواع الأرباح، يُستخرج من مجموع الأرباح القابلة للتوزيع في سنة مالية معينة. وهو، ولئن كان ثابتاً في مبدئه، إلا أنه يخضع في كميته "quotité" لقرار الجمعية العمومية العادية المختصة بتوزيع الأرباح.

○ وتُعطي المادة 121-4 ت.ب. نصيب الربح الأولوي سبباً على كل تخصيص آخر، كتخصيص الأرباح لتكوين احتياطي حرّ، أو توزيع نصيب الربح العائد للأسهم ذات الأفضلية، وطبعاً قبل تخصيص الأسهم العادية بربح ما، إلا أنه يأتي في مرتبة أدنى من الفوائد الثابتة المحفوظة لأصحاب الأسهم الصادرة وفق أحكام المادة 109 ت.ب.، فيكون بالتالي التوزيع خاضعاً للترتيب التالي:

1. الفوائد الثابتة العائدة للأسهم الصادرة وفقاً لأحكام المادة 109 ت.ب.؛
2. تكوين الاحتياطي القانوني؛
3. تكوين الاحتياطي النظامي؛
4. نصيب الربح الأولوي العائد للأسهم التفضيائية الشاغرة من حق التصويت؛
5. نصيب الربح العائد للأسهم ذات الأفضلية الصادرة وفقاً لأحكام المادة 110 ت.ب.؛
6. تكوين الاحتياطي الحرّ في حال تقريره من قبل جمعية المساهمين العادية؛
7. نصيب أرباح الأسهم العادية؛

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

○ حقوق حملة الأسهم التفضيائية الشاغرة من حق التصويت:

- وقد حرص القانون على امتيازات المساهمين ذوي الأسهم التفضيائية فجعل ممكناً إعطاء أرباحهم الصفة التراكمية caractère cumulatif بحيث إنّه إذا لم تكف أرباح السنة المالية المعيّنة لاستيفاء نصيب الربح الأولي هذا فهو يُحمَل من جديد للسنة المالية اللاحقة حيث يحلّ أولاً في التوزيع كلّما توقّرت أرباح قابلة لذلك ويحسم من نصيب كلّ سهم جزء يتماهى ونسبة الشحّ الحاصلة في الأرباح.
- وبالتوازي، حفظ القانون حقّ حملة الأسهم التفضيائية بأنّ سمح لها، بعد استيفاء امتيازاتها وأولوياتها أن تأتي وتشارك مع حملة الأسهم العادية في توزيع الأرباح المتبقية، وهذا ما يسمّيه الفرنسيون بالـ superdividende.
- وتطبيقاً للمبادئ المستعرضة أعلاه فإنّه من الممكن أن يستغرق نصيب الربح الأولي كامل الأرباح القابلة للتوزيع بحيث يُحرّم أصحاب الأسهم ذات الأفضلية أو العادية من حقوقهم في استيفاء الأرباح.
- وعند تصفية موجودات الشركة، يتمتّع أصحاب الأسهم التفضيائية بامتياز آخر أن يستوفوا القيمة الإسمية لأسهمهم ونصيب الربح الأولي غير المدفوع لهم قبل أيّ تسديد لسواهم، وهذا الامتياز قد يمتدّ أيضاً إلى نصيبهم من فائض التصفية boni de liquidation في حال نصّ على ذلك نظام الشركة أو قرار الجمعية العمومية غير العادية. والمشترع اللبناني يدفع بهذا الاتجاه الأخير إذ تذهب الفقرة الأخيرة من المادة 11-121 ت.ب. إلى القول أنّه، وفي الحالة المغايرة، يستحقّ حكماً de plein droit لأصحاب هذه الأسهم قيمة علاوة الإصدار prime d'émission التي سبق أن دُفعت منهم عند الاكتتاب بهذه الأسهم.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- الجمعية الخاصة بحملة الأسهم التفضيلية الشاغرة من حق التصويت:
- جاء نص المادة 121-6 ت.ب. جديد ليذكر بالمبدأ المقتن في المادة 111 ت.ب. والذي قال باجتماع حملة الأسهم غير العادية، كلما وُجِدَتْ، وإلى أي صنفٍ انتمت، في جمعية خاصة مهمتها تمثيل هؤلاء والدفاع عن مصالحهم .
- ولطالما قرأ الفقه القانوني اختصاص الجمعية الخاصة كحدود *limites* الصلاحيات الجمعيات العمومية بحيث لا يمكن لهذه الأخيرة اتخاذ أي قرار من شأنه المساس بحقوق أصحاب الأسهم المنتمية إلى فئة خاصة من غير موافقتهم. وتصدر الموافقة من الجمعية الخاصة وفق الأصول المرسومة لانعقادها وصحة مناقشاتها .
- إلا أنّ ما يلفت الانتباه في مادة الجمعية الخاصة بحملة الأسهم التفضيلية، هو ما أحال إليه المشرع بالنسبة لقواعد اجتماعها من حيث النصاب والأكثرية اللزيمين لاتخاذ المقررات حيث ذهب إلى القول بتطبيق القواعد المرسومة لجمعية حملة السندات ، ما يعني أنّ روحية التشريع تدفع في اتجاه التشبيه بين حملة الأسهم التفضيلية وحملة السندات و . أما في فرنسا، فتطبق القواعد العامة لانعقاد جمعيات المساهمين .
- وعلى غرار ممثل جمعية الأسناد، يكون للجمعية المذكورة ممثل عنها له الحق بحضور جمعيات المساهمين العمومية، وإبداء موقف جمعيته الاستشاري من غير أن يُشارك في التصويت. والرأي الاستشاري هذا تُصدره الجمعية متى شاءت وفي كلّ شأنٍ تجد من مصلحتها إبداء الموقف فيه .
- ولا ننسى في هذا المعرض ما جاء به القانون، سواء في لبنان أو في فرنسا، في نصوص متفرقة، فجعل موافقة الجمعية الخاصة شرطاً من شروط صحة بعض مقررات جمعيات المساهمين العادية أو غير العادية، ومنها القرارات المتعلقة بتعديل حقوق أصحاب الأسهم التفضيلية، أو شراء هذه الأسهم من قبل الشركة، أو إصدار أسهم تفضيلية جديدة... إلخ.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- تعديل رأس مال الشركة:
- قد يؤدي تعديل رأس مال الشركة إلى التعرّض لمُكتسبات أصحاب الأسهم التفضيلية، لذلك نصّ القانون، في لبنان كما في فرنسا، على تدابير خاصة واجبة الاحترام، سواء كان التعديل زيادةً في رأس المال أو إنقاصاً له.
- ففي الحالة الأولى، أوجدت المادة 8-121 ت.ب.ب. جديدة قاعدة مكمّلة *règle supplétive* أقصت بموجبها أصحاب الأسهم التفضيلية من الاستفادة من حقوق الأفضلية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي يُكتتبُّ بها نقداً، كما أقصتهم من توزيع الأسهم المجانية وزيادة القيمة الاسمية للأسهم إذا تمّت زيادة رأس المال من خلال ضمّ الاحتياطيّ أو الأرباح المدوّرة. وأضافت المادة عينها أنه يمكن مخالفة أحكامها بموجب نصّ في النظام أو قرارٍ بهذا الشأن من جمعية المساهمين غير العادية.
- وفي الحالة الثانية، وكلّما قرّرت الشركة تخفيض رأس المال لأسباب لا تتعلّق باستيعاب خسائر، الحقّ أولاً في استيفاء نصيب ربحهم الأولوي المستحقّ والذي سوف يستحقّ لحين التسديد الفعلي، ومن ثمّ فلهم الحقّ بأن تبادر الشركة أولاً إلى شراء أسهمهم وإلغائها قبل أيّ أسهمٍ أخرى، مع مراعاة أحكام المادتين 208 و209 ت.ب.ب. المتعلقتين بحقوق الغير وأصول النشر القانونية ومسؤولية المديرين. كما حظّر القانون على الشركة، طالما أنّ رأس مالها يتمثّل بأسهم تفضيلية من إسترداد *amortissement du capital social* وفق المادة 115 ت.ب.ب. لأنّ في ذلك انتقاصاً لحقوق أصحاب الأسهم التفضيلية إذ يفترض الاسترداد تخصيص الأرباح أولاً لاحتياطيّ خاصٍ بعملية الاسترداد بحيث يُخلّ ذلك بأولويّات توزيع الأرباح.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- الحقوق الثابتة:
- لأكثر من جهة، تبقى حقوق حملة الأسهم التفضيلية من غير تعديلٍ أو تغيير بالنسبة لحقوق أصحاب الأسهم العادية.
- هذا المبدأ وضعته المادة 1-121 ت.ب. جديدة التي أحالت إلى أحكام المادة 105 من القانون عينه. وهكذا يستمر المساهم حامل السهم التفضيلي في التمتع بالحقوق اللصيقة بالسهم العادي جميعها ما عدا ما استثنى منها بنص خاص. وأبرز الحقوق الثابتة له هي:
- الحق في الولوج إلى المعلومات : le droit d'information ولا يتوانى القانون اللبناني في التذكير صراحةً بأن له الولوج إلى كل معلومة معدة لاطلاع المساهمين من أصحاب الأسهم العادية. ولعلّ هذا التذكير مفيد منعا لأيّ تساؤل ينشأ في هذا المعرض باعتبار أنّ حامل السهم التفضيلي لا يُشارك في الجمعيات العمومية.
- الحقّ بتقديم دعوى الشركة action sociale ut singuli، وبالإشتراك بطلب تسمية مفوض مراقبة إضافي، وباقتسام الأرباح وفائض التصفية العائدين للسهم العادي، وحقّ البقاء في الشركة...إلخ.

القسم الأول: التمويل من خلال السوق الماليّة المحليّة

- الحقوق الملغاة:
- سبق وقلنا أنّ فئة الأسهم التفضيليّة التي قنّنها المشرع اللبناني بموجب القانون 126/2019 تاريخ 29 آذار 2019 هي شاغرة من حقّ التصويت.
- وفي الواقع، ينسحب شغور السهم من حقّ التصويت إلى ما يرافق هذه الممارسة السياسيّة للمساهم من مشاركة في النقاش أو مشاركة في الإدارة من خلال تولّي عضوية مجلس الإدارة. وقد أضاف نصّ المادة 1-121 ت.ب. جديد حقّ المشاركة في اقتسام موجودات الشركة كواحدٍ من الحقوق الملغاة، إلّا إنّنا سبق وشرحنا كيف أنّ هذه المشاركة تُمسي ممكنةً لأنّ المنع يقع في قاعدةٍ مكّلةٍ *règle supplétive* غير أمرّة.
- إنّ حرمان الشريك من حقوقه السياسيّة ومنها حقّه في النقاش والتصويت ليس سوى المقابل الذي رتّبته القانون للمساهم الذي يتمنّع بأفضليّات السهم الماديّة، فنقرأ:
- « L'introduction du droit de vote traduit bien la volonté du législateur de lier les avantages financiers à sa suppression »

القسم الأول: التمويل من خلال السوق المالية المحلية

- الحقوق الملغاة:
- وانطلاقاً من هذه المعادلة، يستعيد المساهم حقه في التصويت، كشكلٍ من أشكال العقوبة المدنية التي يرتبها القانون بوجه الشركة، كلما تخلفت هذه الأخيرة بشكلٍ غير مبرر عن السماح لهذا المساهم المميز من الاستفادة من حقوقه الاستثنائية. ومن هذه الوجهة يجب فهم وتفسير أحكام المادة 121-5 أقله في بنديها 1 و2.
- أما الحالة الثانية التي يستعيد فيها المساهم حق التصويت فهي تتعلق بأحوالٍ من شأنها تغيير وضعيته هذا الأخير القانونية، سواء من خلال تغيير موضوع الشركة أو شكلها القانوني أو اندماجها وسواها من الشركات أو حتى انشطارها هي إلى شركتين اثنتين أو أكثر، أو وضع حدٍ لمساهمته من خلال تقرير حلّ الشركة قبل الأجل، أو أنها تتعلق بزيادة التزاماته كحالة زيادة رأس المال عيباً. وهذه الحالات التي رسمها البند 3 من المادة 121-5 ت.ب. جديدة تشكّل الحدود limites لحرمانه من حقوقه السياسية بحيث لا يُعقل اعتباره قد أوكل أمر القرار في حالات من شأنها المساس الأكيد بحقوقه إلى سواه من المساهمين العاديين ممن لهم الحق عادةً في المشاركة في الجمعيات والتصويت فيها.
- وفي إطار المنظومة عينها يعتبر القانون أنّ تمتع المساهم بحقوقٍ مادية مميزة وغير مألوفة بالنسبة لباقي المساهمين العاديين يُقابلة حرمانه من تولي عضوية مجلس الإدارة. وهذا المنطق يأتلف حتماً مع غاية إصدار هذه الأسهم التي اشرنا إليها في المقدمة والمتمثلة بتمكين من ليس مهتماً باستراتيجيات الشركة وقرارها السياسي من توظيف أمواله فيها رغبةً بعائداتٍ أوفر.

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق المالية الأجنبية

- إلى جانب الأسهم التفضيلية التي سبق الحديث عنها في القسم الأول أعلاه، أتى المشرع اللبناني في المادة 458 مكرّر 1 إلى 3 بأحكام جديدة تتعلق بإنشاء إيصالات الإيداع العمومية GDR، وسنتناول تباعاً، بعد تعريف هذه الإيصالات، الفرقاء الذين يتشاركون في عملية إصدار هذه الصكوك، ومن ثمّ عملية إصدارها.
- فما هي إيصالات الإيداع العمومية؟
- عرّفت المادة 1-458 إيصالات الإيداع العمومية على أنها صكوك إسمية قابلة للتداول مرتبطة بأسهم اسمية الأسهم الأساسية أو underlying shares لشركة مغفلة لبنانية، تصدر في الخارج من قبل مصدر مرخص في بلد الإصدار وتدرج في الأسواق المالية المنظمة.
- وفي الواقع، إنّ ما يميّز هذه السندات القابلة للتداول هي صُدورها في سوقٍ ماليّةٍ أجنبيّةٍ منظمة، بالعملة الأجنبية Devises ووفق أحكام القانون المحلي لسوق الإصدار، لا سيّما في أحدِ سوقَي اللكسمبورغ أو بريطانيا.
- وهذه السندات التي يُصدرها مصرف أجنبيّ (depository bank) تعبّر في قيمتها الاقتصادية عن أسهم صادرة في لبنان من قبل شركة مساهمة لبنانية ومودعة لدى الوديع المركزي (custodian)، الذي هو في لبنان «ميدكلير».

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق المالية الأجنبية

- بتعبير آخر، فإنّ إيصالات الإيداع العموميّة أوراق ماليّة مُسنّدة (endorsed to) تُتداول في البورصات العالميّة وهي ذات منافع عديدة أبرزها:
- أنّها تسمح للشركات اللبنانيّة – وهي غالبًا ما تكون متواضعة الحجم بالمعنى الاقتصاديّ – بولوج الأسواق والبورصات العالميّة لمحاولة جمع الرساميل والعملّة الصعبة أيضًا.
- وهي تسمح للمستثمر الأجنبيّ أن يوسّع مروحة استثماراته نحو الدول النامية من غير التعرّض للمخاطر القانونيّة والنقدية والوجستية المرتبطة بالتعامل مع أسواق هذه الدول، أيّ أنّه يستثمر في العالم الثالث دون أن يتعرّض للمخاطر التي ترافق الاستثمار في هذا العالم.
- وكالكثير من التقنيات الماليّة التي أدخلها التشريع اللبنانيّ في المنظومة التشريعيّة الوطنيّة، نشأت تقنيّة إيصالات الإيداع العموميّة في الممارسة (pratique) قبل أن تنال تقنيًا مناسبًا. وبالفعل، بدأت الممارسة الدوليّة باللجوء إلى إصدارات الإيداع قبل أن يتلقّفها مصرف لبنان - في ما يتعلّق بالمصارف - بموجب القرار الأساسيّ رقم 7431 تاريخ 29 تشرين الأوّل 1999 والتعميمين الأساسيّ 64 والوسيط 123، ومن بعده المشترع اللبنانيّ بموجب القانون 126/2019.

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق الماليّة الأجنبيّة

- وسنبحث أولاً في أطراف عمليّة إصدار إيصالات الإيداع العموميّة، قبل أن ننتقل للبحث، ثانيًا، في عمليّة الإصدار بحدّ ذاتها.
- **أطراف العمليّة:**
- وهم ثلاثة يتشاركون، كلّ من موقعه، في عمليّة الإصدار: الشركة المساهمة اللبانيّة / الوديع المركزي / المصرف أو المؤسسة الماليّة الأجنبيّة.
- فالشركة المساهمة اللبانيّة تُصدر الأسهم التي تؤدّي وظيفة دَعَامَة إصدار الإيصالات (l'action sert de support au GDR). هذه الأسهم تصدر طبعًا بالصورة الإسميّة (منذ قانون 2017 الذي منع الأسهم لحامله والأسهم لأمر)، إلاّ إنه يمكن أن تنتمي إلى فئات الأسهم المتعدّدة: الأسهم العاديّة، أسهم الأولويّة المنصوص عليها في المادّة 110 ق.ت.ب. أو حتّى الأسهم التفضيليّة المرسومة في المادّة 121-1 وما يليها ق.ت.ب. (وسنرى في ما بعد أنّه يمكن تخيّل GDR من غير حقوق تصويت – أنظر في هذا الصّدّد المادّة 458 مكرّر 2-6 إذ ليس ثمة ما يُوجب أن يكون لإيصالات الإيداع العموميّة أبعاد سياسيّة أو سلطويّة في الشركة).
- والأسهم الصّادرة هذه يُمكن أن تكون مملوكّة أصلًا من الشركة بحدّ ذاتها، أو من شريك أو أكثر... إلاّ إنّ الممارسة تبين أنّه غالبًا ما تُصدّر خصيصًا، في إطار زيادة رأس المال ولمصلحة المصرف أو المؤسسة الماليّة الأجنبيّة، من أجل تمكينها من إصدار إيصالات إيداع عموميّة.

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق الماليّة الأجنبيّة

- والوديع (custodian) هو المُحَافِظ. وفي الواقع، لا يمكن تخيّل هندسة ماليّة (montage financier) من غير اللجوء إلى وديع. فهو مؤسسة ماليّة توتّمَنُ على ملكيّة الأسهم التي تشكّل دعامة إصدار صكوك ماليّة معيّنة. وهكذا يؤدّي إيداع هذه الأسهم بين يديّ الوديع كالثالث إلى تقليص المخاطر المرتبطة بعمليات الهندسة الماليّة، لا سيّما منها المخاطر الثلاثة التّالية:
- خطر الغشّ، وخطر فقدان الأسهم، وخطر سرقتها أو تلفها. من خلال إيداع الأسهم الورقيّة في صناديق حديديّة، ووضع الأسهم والسندات الممكنة في حواظ متخصصة.
- وهذا الوديع يؤدّي أيضاً دوراً في إدارة ستوكات الأسهم العائدة للمستثمر، ويقوم بهذه الصفة بدور المحاور الرئيسيّ لهذا الأخير كما ودور اللاعب الذي من خلاله يلج السوق الماليّة. ويهتمّ الوديع أيضاً بكلّ العمليّات التي تتناول الأسهم (corporate actions) كتوزيع الأرباح وحقوق السحب وإدارة المنافع المتعدّدة... إلخ. كما يُدير العمليّات المرتبطة بتأدية الضرائب ومخاطر سوق القطع.
- وفي لبنان، يلعب ميدكلير دور الوديع المركزيّ الحصريّ بموجب القانون.

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق الماليّة الأجنبيّة

- وفي دولة الإصدار، أي في السوق الماليّة الأجنبيّة، لدينا المصرف أو المؤسسة الماليّة المُصدرة. وهذا الفريق هو الفريق الأجنبيّ في العمليّة. يقوم المصرف إذاً بتملّك الأسهم اللبنانيّة التي تصدرها الشركة المحليّة وإيداعها لدى الوديع المركزيّ في مقابل إصدار إيصالات الإيداع العموميّة وتسويقها في السوق الماليّة المنظّمة.
- هذا المصرف قد يكون مدعوًا أيضًا لتمثيل المستثمرين الأجانب حَمَلَة إيصالات الإيداع العموميّة تجاه الشركة اللبنانيّة والتصويت في جمعياتها العموميّة العاديّة و/أو غير العاديّة باسمهم ووفق تعليماتهم. أو تقتصر علاقته بهم على تمكينهم من قبض عائدات الأسهم وثمارها من غير أن يمنحهم دورًا سياسيًا معيّنًا.
- وهكذا تتأرجح العلاقة ما بين المصرف المصدر والمستثمر حامل إيصال الإيداع ما بين الوكالة بالعمولة وما بين عقد الإئتمان أو التراست بحسب طبيعة العمليّة التي أدّت لإصدار هذه الإيصالات.
- وهذا ما يحملنا على دراسة عمليّة الإصدار بحدّ ذاتها.

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق الماليّة الأجنبيّة

- عمليّة إصدار إيصالات الإيداع العموميّة:
- إنّ عمليّة إصدار إيصالات الإيداع العموميّة هي عمليّة ثلاثيّة المراحل، تبدأ بإطلاق المبادرة، وتتّابع باكتساب الأسهم وصُولا إلى إصدار إيصالات الإيداع العموميّة.
- والمبادرة تُطوَّق، وفق الحال، من قبل الشركة المساهمة اللبنانيّة او من قبل المصرف الأجنبيّ.
- وبالفعل، ميّز المشتري اللبنانيّ، مقتفياً في ذلك أثر التشريعات الأجنبيّة، ما بين حالة الإصدار المستند إلى عقد ما بين الشركة اللبنانيّة والمصرف الأجنبيّ (sponsored GDR)، وما بين حالة الإصدار الذي يطلقه المصرف من غير التعاقد مع الشركة المساهمة اللبنانيّة (non sponsored GDR).
- ففي الحالة الأولى، أي عندما نكون بصدد sponsored GDR
- ينظّم المصرف والشركة عقداً، تسمّيه الممارسة بالـ deposit agreement يكون الهدف منه: إطلاق العمليّة ورسم إطاريّها الماليّ والقانونيّ كما وتحديد مضمون العقد المستقبليّ الذي سيربط المصرف بالمستثمر بعد إصدار إيصال الإيداع العموميّ. وبشكلٍ أدقّ، يتضمّن العقد هذا:

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق الماليّة الأجنبيّة

- النظام القانوني لإيصالات الإيداع العموميّة.
- حالات الامتثال compliance لا سيّما عند تخطّي سقوف معيّنة.
- مسألة حقّ التصويت وممارسته وتمثيل المستثمرين تجاه الشركة المساهمة اللبنانيّة.
- أمّا في حالة إصدار إيصالات إيداع عموميّة من غير التعاقد مع الشركة المساهمة اللبنانيّة non sponsored GDR فإنّ القانون اللبنانيّ يوجب على المصرف الأجنبيّ استصدار «كتاب عدم ممانعة» من قبل الشركة اللبنانيّة (م. 458-مكرر 2-3-2). وهكذا يكون القانون اللبنانيّ قد استبعد بعض الممارسات العالميّة التي تبيح إصدار إيصالات إيداع عموميّة من غير الاتّصال حتّى بالشركة مُصدرة الأسهم الأساسيّة.
- بعد المبادرة تأتي مرحلة شراء أو تملّك الأسهم الأساسيّة. وفي الواقع، يقوم المصرف الأجنبيّ بتملّك الأسهم اللبنانيّة ويصبح بذلك - قانونًا - شريكًا في الشركة المساهمة اللبنانيّة. ويتمّ تسليم هذه الأسهم للمصرف المشتري بقرينة في حسابٍ يُفْتَحُ باسمه لدى ميدكلير المنشأة بموجب القانون رقم 139 تاريخ 26 / 11 / 1999.

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق الماليّة الأجنبيّة

- أخيراً تأتي مرحلة إصدار إيصالات الإيداع العموميّة:
- وهذه المرحلة تتمّ من قبل المصرف أو المؤسسة الماليّة الأجنبيّة بالإنفراد. هذا الإصدار يتمّ وفق أحكام القانون المحليّ للمصرف أي الأجنبيّ بالنسبة للشركة المساهمة.
- ويتمّ تسويق إيصالات الإيداع العموميّة بين المستثمرين وفق أحكام عقد الإصدار الذي ينظّمه المصرف، مراعيًا عند الإقتضاء أحكام العقد المنظّم بينه وبين الشركة اللبنانيّة. ويحدّد عقد الإصدار حقوق وموجبات حملة إيصالات الإيداع تجاه المصرف كما وتجاه الشركة اللبنانيّة.
- ويحظر القانون اللبناني أن تتجاوز نسبة الأسهم التي تمثلها إيصالات إيداع عموميّة الـ30% من مجموع عدد الأسهم الصادرة عن الشركة.
- ويكون لحملة إيصالات الإيداع العموميّة حقوق متعدّدة أبرزها:
- حقّ تقاضي أنصبة الأرباح الموزّعة من قبل الشركة.
- الحقّ بالإطّلاع على جميع المعلومات التي يلزم القانون الشركة المساهمة بتعميمها على شركائها.
- والحقّ، وفق طبيعة الإصدار أن يُعطي أوامر بالتصويت للمصرف المساهم.

القسم الثاني: التمويل من خلال السوق الماليّة الأجنبيّة

- وأمر التصويت هذا مُلزمٌ للمصرف في حالة الـ sponsored GDR، وهو يصبح بمثابة تمنٍ فقط عندما يكون الإصدار من نوع الـ non sponsored GDR.
- أخيراً، يُصبح حامل إيصال الإيداع العموميّ مساهماً فعلاً ويُعَامَلُ كذلك إذا تمّ تحويل إيصاله إلى سهم. هذا التحويل يجعل منه القانون اللبناني مجرد إمكانية أثناء حياة الشركة (م. 458 مكرّر 2-4) وهو يُصبح إلزامياً عند التصفية (م. 458 مكرّر 3). ويحدّد إحدى العقدين (العقد الذي يربط المصرف بالشركة أو العقد الذي يربط المصرف بالمستثمر) شروط تبادل الإيصالات والأسهم ونسبة هذا التبادل وشروط ممارسته.

خاتمة

- على صورة التطورات الحاصلة في القانون التجاري الأميركي، لا سيّما في مادة الـ preferred shares تأتي الأسهم التفضيلية وإيصالات الإيداع العمومية لتوسّع آفاق الممكن في تمويل الشركات المساهمة وفي تنظيم العلاقة ما بين المستثمرين والشركات المُصدِّرة.
- ومن هذا المنطلق، هي تشكّل رمزاً لتحوّل قانون الشركات نحو قانونٍ تعاقدِيٍّ للشركات التجارية.
- Mouvement de contractualisation et de rénovation du droit des sociétés.
- وهي أيضاً ترمزُ إلى ازدياد الهَمِّ الماليِّ ومساائل التمويل على الهَمِّ القانونيِّ المُجرّد في مادة الشركات، وهذا الواقع يُسمّى بالـ Financiarisation du droit des sociétés وهو يؤدي إلى ضياع تام في المفاهيم التقليدية التي ألقاها (!) كمفهوم ملكية الأسهم ومفهوم المساهم والتمييز بينه وبين الغير في مادة الشركات، لا بل أبعد من ذلك إلى مفاهيم جوهرية أكثر كمفهوم الشركة بحدّ ذاته.
- ولكنّ الباحث في هذا المضمار تحديداً، وفي مُجمل التعديلات التي أتى بها المشرع اللبناني بموجب القانون 126/2019 تاريخ 29 آذار 2019، لا بدّ له أيضاً أن يشعر بمزيجٍ من الأمل الممزوج بالأسف.
- فالأسف أن نكون قد أضعنا فرصةً لتحديث تشريعنا التجاريّ بصورةٍ أشملٍ تلامسُ موادّه كلّها، وبصورةٍ أكثرَ عصريّةً تُجاري آخر التطوّرات التي عرفتها قوانين العالم المتطوّرة.
- والأملُ أن يتعلّم المشرع اللبناني من تجارب التشريع السابقة، تلك التي خطّها فقهاء كبار، أيام الانتداب الفرنسيّ، فتركوا لنا قوانين Codes تُحفّ لا زلنا نتغنى بها، فيسمو بالتشريع الحديث سموّ الطموح الذي أراه في عُيونكم، عيون شباب لبنان وشبابه.

شُكْرًا لِحُسْنِ الإِصْفَاءِ