

الهندسة المالية للشركات وظاهرة الأسهم القطاعية

دكتور

محمد السيد انقى

أستاذ القانون التجارى والبحرى المساعد

كلية الحقوق - جامعة الإسكندرية

بسم الله الرحمن الرحيم

مقدمة

يعد رأس مال الشركة فكرة قانونية أكثر من كونه فكرة محاسبية، وهو على هذا النحو يمثل مصلحة بالنسبة للغير وبالنسبة للشركاء أيضا.

فبالنسبة للغير يمثل رأس المال ما قدمه الشركاء شخصيا للشركة من حصص أو أسهم يضمن بها دائنو الشركة حقوقهم تجاهها، وهذه الحصص مع تقديمها فى أوقات محددة تستدعى التفرقة بين رأس المال Capital وموجودات الشركة Actif Social^(١). فرأس مال الشركة - وهو يتكون من مجموع الحصص النقدية والعينية^(٢) - لا ينبئ وحده

(١) أنظر فى التفرقة بين رأس المال والموجودات و الأموال الخاصة.

Y.Guyon, Traite des Contrats, les Sociétés (Aménagements statutaires et conventions entre associés), 3eme éd. No.8, C.J.C.E. 10 mars 1992, Bull. Joly, 1992, p.106

(٢) وإذا كان الأصل أن الحصة بالعمل لا تدخل فى تكوين رأس مال الشركة، لأن هذا الأخير يجب أن يكون قابلا لوقوع التنفيذ الجبري عليه باعتباره الضمان العام لدائى الشركة، إلا أن المشرع اللبناني قد خرج على هذا =

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٦ (١)

عن المركز المالي الحقيقي للشركة، وإنما يعبر عن هذا المركز بدقّة موجوداتها. وتعني الموجودات مجموع ما تمتلكه الشركة من أموال ثابتة أو منقولة وما لها من حقوق قبل الغير اكتسبتها نتيجة لمباشرة نشاطها، وهي بهذا المفهوم تتغير باستمرار تبعاً لاستغلال الشركة. وعلى عكس رأس المال الذي لا يعدو أن يكون ضماناً نسبيةً للدائنين بما يفيد وجوده من أن الشركة تمتلك عند تأسيسها (أو عند زيادة رأسمالها) قيمة مالية، فإن الموجودات هي التي تكشف كشفاً قاطعاً عن حقيقة المركز المالي للشركة، وهي التي تشكل الضمان الحقيقي لدائنيها. لذا تحتم على الشركة دوماً أن تحتفظ بموجودات لا تقل قيمتها عن قيمة رأس المال الذي بدأت به حياتها. وعليه فإذا كانت موجودات الشركة تعد بمثابة الضمان الحقيقي لدائنيها، فإن رأس مالها يظل هو الحد الأدنى لهذا الضمان فلا يجوز المساس به بأي

=الأصل وأجاز الشركة التي تقتصر حصص الشركاء فيها على ما يقدمه من عمل. وفي ذلك تنص صراحة المادة ٨٤٩ موجبات على أنه "يجوز أن تكون صناعة أحد الشركاء أو صناعاتهم جميعاً". والراجح أن هذا الخروج من جانب المشرع اللبناني لا ينطبق إلا على الشركات التي لا تتمتع بالشخصية المعنوية، وبالتالي لا ذمة مالية لها، كشركات المحاصة. أما في خارج هذا المجال، فلا يمكن إعمال هذا الاستثناء لأنه يصطدم بمبادئ جوهرية تحكم الشركة، كمبدأ الاعتراف بالشخصية المعنوية وما يؤدي إليه من تمتع الشركة بذمة مالية مستقلة عن ذمم الشركاء، ومبدأ ثبات رأس المال. أنظر في هذه المسألة، د. فريد العريني، القانون التجاري اللبناني، الجزء الأول، ١٩٨٣، ص ٢٧٣ و ٢٧٤. وانظر في نفس المعنى:

Rodiere, Droit Commercial, Groupements commerciaux, 9 eme éd., 1977, no. 8

حال من الأحوال. هذا الواجب الملحق على عاتق الشركة هو ما يطلق عليه "مبدأ ثبات رأس المال"^(١).

أما بالنسبة للشركاء فإن رأس المال يحدد في الأساس الحقوق المالية لكل شريك، أي حقوقهم في توزيع الأرباح والخسائر والاحتياطي وفائض التصفية، وكذلك في زيادة رأس المال (حق الاكتتاب بالأفضلية)، كما يعد رأس مال الشركة أيضا دينا للشركاء على الشركة. ورأس مال الشركة أمر مائل في جميع أنواع الشركات بما في ذلك شركات الأشخاص باعتبار أن هذه الحصص قد تطلبها المادة ٥٠٥ من التقنين المدني المصري^(٢).

ويجب أن يكون بيان رأس مال الشركة ظاهرا في نظامها الأساسي^(٣) ومن ثم فإن أي زيادة أو تخفيض له يستلزم بالضرورة تعديل هذا النظام^(٤). بعبارة أخرى فإن الشركة -أيا كان شكلها - طالما كانت مقيدة في السجل التجاري وسجل الشركات يجب أن تبين مقدار رأسمالها على وجه التحديد في نظامها الأساسي. وحتى بالنسبة للشركات التي

(١) على أن هذا المبدأ يفقد أهميته بالنسبة لشركات الأشخاص نظرا لأن جميع الشركاء فيها أو بعضهم مسئول عن ديون الشركة في أمواله الخاصة مسئولية شخصية مطلقة وتضامنية.

أنظر في هذا المبدأ :

V.S.DANA – DEMARET, Le capital social, Litec, Bibl. Dr. Entreprise, t. 23, pref. Y. Reinhard, 1989.

(٢) ويقابلها المادة ١٨٣٢ من التقنين المدني الفرنسي.

(٣) المادة ١٨٣٥ من التقنين المدني الفرنسي والمادة ٢١٠-٢ من التقنين التجاري الفرنسي.

(٤) وذلك باستثناء الشركات ذات رأس المال المتغير في الحدود المتصوص عليها في المادة ٢٣١ - ٥ من التقنين التجاري الفرنسي.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٦ (٣)

تفتقر إلى الشخصية المعنوية، حيث لا تمتلك الشركة فى هذه الحالة ذمة مالية تتحمل بها أي دين للشركاء، لا تغيب فكرة رأس المال وإن لم تكن لها ذات الدلالة الموجودة في الشركات الأخرى ذات الشخصية المعنوية، حيث يتعين تقدير جهد كل شريك فى الشركة والحقوق المقابلة له.

هذا وبينما تقوم شركات الأشخاص على الاعتبار الشخصي والثقة المتبادلة بين الشركاء، فإن شركات الأموال ترتكز فى المقام الأول على الاعتبار المالى حيث لا اعتداد فيها بشخص الشركاء. فالعبرة فيها بما يقدمه كل شريك من حصة فى رأس مالها، بغض النظر عن شخصية الشريك وما تنطوي عليه من صفات. ومن المسلم به أن الحصص التى يقدمها الشركاء فى شركة المساهمة - النموذج الأمثل لشركات الأموال - ويتركب من مجموعها رأس مال الشركة يطلق عليها اسم "الأسهم".

هذه الأسهم التى تصدرها شركة المساهمة - وأخص خصائصها قابليتها للتداول - تمنح حاملها حقوق الشركاء فى الشركة. وعلى الرغم مما شهده الواقع العملي على مدار السنوات الكثيرة الماضية من تنوع كبير فى أسهم رأس مال الشركة فقد بسّط المشرع التجاري الفرنسي الأمور منذ صدور المرسوم رقم ٦٠٤ - ٢٠٠٤ الصادر فى ٢٤ يونيو عام ٢٠٠٤ على الوجه الذى أصبحت معه تلك الأسهم تنقسم - بالنظر إلى الحقوق التى تخولها - إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة فقط. ولا يعد هذا التقسيم مناقضا للأصل العام الذى يقضى بالمساواة بين جميع الأسهم فى الحقوق التى تخولها والواجبات التى تفرضها لأن المساواة فى هذا المقام تعني فقط

المساواة في الحقوق والواجبات التي تمنحها الأسهم التي تنتمي إلى نوع واحد^(١).

والأصل في الأسهم، طبقا للقانون، أن تكون عادية تمنح أصحابها الحقوق العادية التي لا يمكن فصلها عن السهم كونها من مقوماته التي لا يمكن بدونها اعتبار الصك الذي تصدره الشركة سهما^(٢). وإلى جانب هذا النموذج القانوني الذي تمثله الأسهم العادية يجوز أن يتضمن النظام الأساسي للشركة أسهما أخرى تفيض خصائصها بحقوق تتعدى الحقوق العادية للسهم، وهي الأسهم التي يطلق عليها الأسهم الممتازة^(٣).

وقد أدخل المشرع الفرنسي الأسهم الممتازة^(٤) في نصوص التقنين التجاري نقلا عن القانون الأمريكي^(٥)، وكانت قبل صدور مرسوم ٢٤

(١) J.-M. MOULIN, le principe d'égalité entre les actionnaires, thèse Paris, 2001, Y.DE CORDT, L'égalité entre actionnaires : mythe ou réalité ?, thèse Louvain-la-Neuve, 2003, R.SAINT-ALARY et Ph. NOCQUET, J. cl. Sociétés, fasc.143.

(٢) د. فريد العربي، الشركات التجارية (المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال)، دار الجامعة الجديدة، ٢٠١٣، ص ٢١١.

(٣) D.DESCAMPS et S.SYLVESTRE, " La procédure de création des actions de préférence », BJS 2006, p.1235.

(٤) وقد سار على ذات النهج عدد من الدول الأوروبية. أنظر في ذلك:

A.-M. GAILLET, Le nouveau droit des sociétés de capitaux en Italie : GCP éd. E 2004, no.200, p.214

(٥) X. VAMPARYS, "Retour sur un modelé: les preferred shares américaines », BJS 2006, p.1315

يونية عام ٢٠٠٤ قد ورد النص عليها بشكل متفرق وبمفاهيم عدة بعضها ذات طابع عام مثل أسهم الأولوية والبعض الآخر اتخذ طابعا أكثر خصوصية مثل الأسهم ذات الصوت المزدوج^(١) والأسهم ذات الأولوية فى الريح دون الحق فى التصويت^(٢). ويعد صدور المرسوم المذكور تجمعت الأسهم الممتازة فى إطار نظام قانوني رسمت معالمه المواد من ٢٢٨-١١ وحتى ٢٢٨-٢٠ من التقنين التجاري الفرنسي.

وتصدر الأسهم الممتازة، كغيرها من الأسهم الأخرى، فى الشركات المساهمة سواء كانت هذه الأخيرة مقيدة أم غير مقيدة فى البورصة، بل وفى ظل غياب النص التشريعى لا يوجد من حيث المبدأ ما يمنع من صدور هذه الأسهم بواسطة الشركات التى تتخذ من الشركة المساهمة شكلا لها فى إطار ممارستها لبعض الأنشطة الخاصة مثل شركات المهنة الحرة.^(٣) Sociétés d'exercice libéral والشركات

(١) M. Cozian – A. Viandier – F. Deboissy, Droit des Sociétés, 14 éd., Litec, 2001, p.p.293.

(٢) A. VIANDIER, Les actions de préférence, JCP éd., E. 2004, no. 1440, p.1528

وجدير بالإشارة أن هذه الأسهم لا يجوز طبقا للقانون الفرنسي أن تمثل أكثر من ربع رأس مال الشركة.

C.Jauffret-Spinosi, Les actions à dividend prioritaire sans droit de vote, Rev. Sociétés 1979, p.26 et s.

(٣) أنظر فى التنظيم القانوني لشركات المهنة الحرة مؤلفنا "تحرير خدمات المهنة الحرة ومبادرة الجمع بين الكفاءة المهنية والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧.

التعاونية Sociétés cooperative^(١) شريطة احترام النظام القانوني الأمر لهذا النوع من الشركات الخاصة^(٢).

ومن ناحيته فقد أقر المشرع المصري الأسهم الممتازة بكافة صورها، أى سواء كانت أسهم أولوية أم أسهم ذات صوت متعدد. وتنشأ هذه الأسهم بناء على نص فى النظام الأساسي للشركة المصدرة لها حيث يجوز تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم الاسمية وذلك فى التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية، على أن تتساوي الأسهم من نفس النوع فى الحقوق والمميزات والقيود^(٣). أما إذا لم يتضمن نظام الشركة نصا فى هذا الشأن، فليس لها أن تصدر أسهما ممتازة إلا بقرار من الجمعية العمومية غير العادية لأن الأمر يقتضى تعديلا للنظام. ولما كان قرار الجمعية - فى هذا المقام - يمس الحقوق المقررة لفئة معينة من الأسهم فإن هذا القرار لا يكون نافذا إلا إذا وافق عليه جمعية خاصة تضم حملة نوع الأسهم الذى

(١) أنظر فى مفهوم وتنظيم هذه الشركات فى القانون الفرنسى :
G.RIPERT et R. ROBLLOT, Traite de droit Commercial, Tome 1, 15 éd., L.G.D.J, 1993, no.1644.

(٢) فعلى سبيل المثال لا يجوز للشريك فى الشركة التعاونية أن يحصل بمقتضى الأسهم الممتازة على جزء من الأرباح يتعدى المسموح به طبقا للقانون المنظم لهذا النوع من الشركات.

Paul le CANNU et Bruno DONDERO, Op. cit., P. 727.

(٣) المادة الخاصة والثلاثون، فقرة ثانية، من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٧) مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٦

يتعلق به التعديل بأغلبية الأصوات الممثلة لثلثي رأس المال الذى تمثله هذه الأسهم^(١).

وتقرير هذه المميزات مرصود للأسهم الإسمية وحدها، ومن ثم فإن الأسهم لحاملها لا يمكن أن تكون أسهما ممتازة بل أسهما عادية فقط^(٢).

وكما كان للثورة المعلوماتية أثرها الفعال فى تغيير المجتمع بوجه عام والمجتمع القانوني على وجه الخصوص، فقد طال أثرها مجال قانون الشركات حتى أمكن القول بأن تأثير المعلوماتية على القانون هو نتاج العولمة القانونية^(٣). ومع تزايد الأنشطة المبتكرة التى أثمرت عنها تلك الثورة كان لابد من من الإسراع فى وضعها داخل الأطر القانونية المناسبة بغية تفعيلها على أرض الواقع العملي سعيا وراء مزيد من التطور والنمو الاقتصادي.

ومع اتخاذ ممارسة هذه الأنشطة المستحدثة والمبتكرة أحد أشكال شركات الأموال بل شركة المساهمة بوجه خاص، صار البحث ضروريا عن الأدوات الداعمة لمثل هذه الشركات على النحو الذى تجذب معه رأس المال اللازم لنهوضها لاسيما وأن هذه النوعية من الشركات المبتكرة

(١) المادتان ٩ و ١٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمادة ١٣٣ من اللائحة التنفيذية لقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٢) المادة ٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(٣) أنظر فى العولمة القانونية :

La mondialisation du droit, sous la direction de Eric loquin et catherine Kessedjian, Travaux du centre de recherche sur le droit des marches et des investissements internationaux, volume 1, Litec, 2000.

تحتاج تلالاً من الأموال تتعدى كثيراً تلك التي تحتاجه مثلتها من شركات المساهمة الأخرى التي تباشر أنشطة تقليدية.

فكأن الأمر يستدعى نوعاً من الهندسة المالية Financial engineering لشركات المساهمة التي تمارس من بين أنشطتها نشاطاً مبتكراً بما تعنيه الكلمة من إعادة هيكلة رأس مال هذه الشركات بشكل يفسح الطريق أمام ظهور آليات جديدة للتمويل تقتضيها خصوصية تلك الأنشطة، وذلك استناداً إلى أن الأسهم العادية في مثل هذه الشركات عادة ما يتم تقويمها بأقل من قيمتها السوقية نظراً لارتباطها الوثيق بممارسة نشاط الشركة بأكمله دون ارتباطها بممارسة قسم خاص - الأكثر جذباً - من نشاط الشركة.

بتعبير آخر فإن الهندسة المالية لشركات المساهمة تهدف في الأساس إلى البحث عن مصادر جديدة لعملية تمويلها والتي أصبحت قاصرة في الوقت الحاضر على زيادة رأس المال أو الاقتراض من البنوك أو إصدار سندات بقرض جماعي طويل الأجل يعتمد على طريق الاكتتاب العام إلى غير ذلك من الوسائل التي تظهرها ميزانية الشركة وما يستتبعه هذا من خفض سقف الحصول على الائتمان.

ولما كان جمع رأس مال شركات المساهمة يأتي عادة عبر الأسهم التي تطرح للاكتتاب، فقد أفرز الواقع العملي عن نوع جديد من الأسهم الممتازة ارتبطت في نشأتها بظهور واستحداث الأنشطة المبتكرة لبعض الشركات المساهمة. هذه الأسهم التي يمكن تسميتها "الأسهم القطاعية" - إحدى ثمار الهندسة المالية لشركات الأموال - تثير العديد من الصعوبات التي مردها شخص القائم بمباشرة النشاط المرصودة له تلك الأسهم. فإذا

كانت الشركة المصدرة للأسهم أو أحد فروعها - والفرع بطبيعة الحال لا يتمتع بالشخصية الاعتبارية - هي التي تزاول مثل هذا النشاط فإن الصعوبات المثارة يمكن استيعابها داخل إطار القواعد القانونية لقانون الشركات، وعندئذ يطلق على الأسهم القطاعية الأسهم البسيطة. أما إذا كان الذي يباشر النشاط المعنى شركة تابعة للشركة الأم مصدرة الأسهم القطاعية فهنا تتحدد الأمور بسبب كيفية توزيع أرباح هذا النشاط وما تقتضيه الحلول عندئذ من وجود نوع آخر من الأسهم تقترب بالأسهم القطاعية، لذا فيطلق على الأسهم القطاعية في هذه الحالة الأسهم المركبة. وشرحاً لما سبق فقد رأينا تقسيم الموضوع إلى مطلبين أساسيين نعرض في الأول منهما الأسهم القطاعية البسيطة، وفي الثاني الأسهم القطاعية المركبة. ومع ذلك فمن الأهمية بمكان أن نستبق هذين المطلبين بمطلب تمهيدى نتناول فيه ماهية الأسهم القطاعية من حيث تعريفها ومزاياها وذاتيتها التي تميزها عن غيرها من الأسهم الممتازة الأخرى.

مطلب تمهيدى ماهية الأسهم القطاعية

١- تعريف الأسهم القطاعية ومزاياها :

نالَت الأسهم القطاعية Actions Sectorielles^(١) من الشهرة فى الأسواق الأمريكية^(٢) ما جعلها تشق طريقها بسرعة براقة فى

(١) ونظرا لحدائثة هذه الأسهم فقد تعددت مسمياتها حيث أطلق عليها الفقه الأمريكى :

Tracking stocks - alphabet stocks - lettered stocks - targeted stocks.

بينما أطلق عليها الفقه الفرنسى :

-Actions traçants - actions sectorielles - actions a reflet.

(٢) وكان أول استخدام موثق للأسهم القطاعية قد ظهر عام ١٩٨٤ من خلال شركة جنرال موتورز الأمريكية :

General Motors Corporation's (GM) introduction of an independently traded stock for electronic Data Systems (EDS), in conjunction with GM's acquisition of EDS. See GENERAL MOTORS CORP. SOLICITATION STATE-MENT (Nov.13, 1985).

كما ظهر الاستخدام الثانى لهذه الأسهم عبر USX Corporation
((United States Steel Corporation)) عام ١٩٩١.

وفى فرنسا ظهر استخدام الأسهم القطاعية لأول مرة بواسطة شركة ألكاتال :
Céline Cros, Les actions « reflets », concept d'avenir ou effet de mode, Banque - Finance / Assurance (Doctrine), 2001, p.23.

مجلة الحقوق للبحرث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٦ (١١)

الأسواق المالية الفرنسية^(١). فالسهم القطاعي هو نوع من الأسهم يرتبط ارتباطاً وثيقاً بقطاع معين من نشاط الشركة المصدرة له بحيث يعتمد على الأداء المالي لهذا القطاع أو الوحدة التجارية أكثر من اعتماده على العمليات التي تقوم بها الشركة ككل، وذلك على النحو الذي تزيد معه القيمة السوقية لهذا النوع من الأسهم إذا كان أداء ذلك القطاع أو تلك الوحدة مميزاً رغم تواضع أداء الشركة في مجملها. بعبارة أخرى تمنح الأسهم القطاعية حاملها الحق في الحصول مباشرة على الأرباح المتحققة سواء من خلال فرع لنشاط الشركة المصدرة الأسهم أم من خلال إحدى الشركات التابعة لها.

فكان هذا الجزء من الأرباح هو بمثابة تخصيص خاص لحاملي الأسهم القطاعية على النحو الذي يجري توزيعه على هذه الفئة من المساهمين فقط دون البقية الباقية من المساهمين في الشركة. وهذا ما جعل

VIANDIER A., « Actions traçantes », RJDA, (١)
Janvier 2001, p.3 et S.

وانظر أيضاً :

"Les actions "reflet", une nouvelle technique de financement (1re partie)" - Option Finance, 2000, n° 622, 18 décembre, L'Expertise, p. 24, dossier de Laurent Faugérolas et Etienne Boursican.

"Les actions "reflet", une nouvelle technique de financement (2e partie)" - Option Finance, 2001, n° 623, 2 janvier, L'Expertise, p. 23, dossier de Laurent Faugérolas et Etienne Boursican.

البعض^(١) يتحدث عن الأسهم القطاعية واصفاً إياها بأنها دولة داخل الدولة أو شركة داخل الشركة .

وقد مكثت مجموعة العمل التي انبثقت عن لجنة عمليات البورصة الفرنسية على دراسة شروط إصدار هذه الفئة الجديدة من الأسهم ومدى التعديلات التشريعية المطلوبة بغية إدراجها فى القانون الفرنسي.

ومما شجع المشرع الفرنسي على مسايرة الفكر الأنجلو أمريكي فى خياله الخلاق الذى أفرز الأسهم القطاعية ما تمثله هذه الأخيرة من مزايا عديدة أولها احتمالات الأرباح الضخمة التى يمكن أن تحققها فى ظل الأنشطة الجديدة والمبتكرة للشركات التى تصدرها بما يجعلها أكثر جذبا للمستثمرين وغيرهم من المساهمين الآخرين.

ومن جهة ثانية فإن الأسهم القطاعية تمنح حاملها نوعاً من الأمان أكثر مما توفره الأسهم التى تصدر مباشرة من قبل إحدى الشركات التابعة. فهذا النوع من الشركات - وهى تمارس نشاطها عادة فى القطاعات المبتكرة - ينتهى بها الأمر كثيراً إلى اضطراب وضعها المالى ومن ثم احتمال شهر إفلاسها وما يستتبعه ذلك من خسارة الحصص المقدمة من مساهميها. ومثل هذا الخطر تفاداه الأسهم القطاعية والتى دائماً ما تصدر من الشركة الأم بما تملكه بصفة عامة من مركز مالى قوى.

Yves Guyon, Les Tracking stocks, Mélanges (١)
AEDBF (Association Européenne pour le droit
bancaire et financier) - France 3, Banque éditeur,
2001 p.183, COURET A., « Les actions
traçantes », Dr. Sociétés, Actes pratiques et
ingénierie sociétaire, 2000, no. 53.

ومن جهة ثالثة تعد الأسهم القطاعية عامل جذب للمستثمرين الذين يتطلعون للبحث عن أرباح ضخمة عبر أنشطة التكنولوجيا الجديدة لكن عماد تفكيرهم هو التردد في المشاركة في شركات تمارس أنشطة اقتصادية تقليدية ذات ربحية ضعيفة أو استثمار أموالهم في شركات ناشئة غير آمنة من الناحية المالية .

ومن جهة أخيرة فإن للأسهم القطاعية مزايا أخرى لا يمكن إغفالها على صعيد الشركة المصدرة لها. فحيث تنتج الأرباح من نشاط فرعى داخل الشركة يكون اللجوء لاستخدام هذه الأسهم مفيدا لتفادي أى تقسيم للشركة^(١) قد تستلزمه عملية تفريد هذه الأرباح^(٢) وما يمكن أن يسببه التقسيم من آثار سلبية غير مرغوب فيها^(٣).

ومع إصدار الأسهم القطاعية فإن النشاط الفرعى المخصصة له هذه الأسهم يبقى داخل الذمة المالية للشركة المصدرة. أما إذا كانت الأرباح متحصلة من شركة تابعة فإن إصدار مثل هذه الأسهم يسمح بتمويل أى

(١) د.خليل فيكتور تادرس، تقسيم الشركات من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠.

(٢) Céline Cros, Les actions «reflets», concept d'avenir ou effet de mode, Banque – Finance / Assurance (Doctrine), 2001, p.23.

(٣) COURET A., « Les actions traçantes », op.cit.no. 53 et s.,VIANDIER A., « Actions traçantes », op.cit. p.3 et s.

نمو لهذه الشركة دون حاجة إلى فتح باب الاكتتاب فى رأسمالها أمام الغير. فالشركة الأم هى التى تقوم بتمويل الشركة التابعة لها مباشرة حيث تستثمر فيها الأموال التى قدمها المكتتبون فى الأسهم القطاعية.

٢- الأسهم القطاعية ومبدأ المساواة بين المساهمين :

وبرغم مزاياها السابقة تثير الأسهم القطاعية العديد من التساؤلات لعل أبرزها هو مدى ما تمثله من خطر المساس بمبدأ المساواة بين المساهمين حيث إن حق الاكتتاب فى هذه الأسهم سيكون قاصراً على بعض مساهمي الشركة المصدرة لها^(١) ومن ثم فالاستفادة من أرباح تلك الأسهم سيتقاسمها هؤلاء المساهمون فقط دون الباقين. على أن هذا التساؤل وإن كانت له منطقيته للوهلة الأولى لا يؤثر على صحة الأسهم القطاعية أو ينال من جواز التعامل بها لأن المساواة المشار إليها تعني فقط المساواة فى الحقوق والواجبات التى تمنحها الأسهم التى تنتمى إلى نوع واحد^(٢). يؤكد على ذلك أن المادة ٢٢٨-١١ من التشريع المندنى الفرنسى تميز إصدار أسهم الأولوية التى تمنح أصحابها بعض المزايا الخاصة مقارنة بالأسهم الأخرى العادية مثل الأولوية فى الحصول على نصيب من أرباح الشركة

(١) ومن الملاحظ أن النشاط الذى ترصد له الأسهم القطاعية يندرج عادة ضمن الأنشطة المتكررة فى الاتصالات والمعلومات التى تحتاج فى مباشرتها إلى تمويل ضخم. وبالتالي فالمقصود بقصر الاكتتاب فى الأسهم القطاعية على بعض المستثمرين فقط دون توجيهه إلى الجمهور، أن يتم هذا الاكتتاب عن طريق الطرح الخاص بما يودى إلى إنشاء كتلة من الأسهم يملكها عدد محدود فقط من المساهمين.

(٢) بل إنه لا يوجد ثم إخلال بمبدأ المساواة بين المكتتبين فى رأس مال الشركة عند تأسيسها حيث إنهم على بينة من الأمر نظراً لأن التفاصيل المتعلقة بهذه الأسهم يتم بيانها عادة فى نشرة الاكتتاب العلنة للجمهور.

أو من فائض التصفية^(١). وقد تمنح الأسهم الممتازة أصحابها عدداً من الأصوات في الجمعيات العامة للشركة زيادة على تلك المقررة للأسهم العادية، وتعرف الأسهم في هذه الحالة بالأسهم ذات الصوت المتعدد Actions a vote plural^(٢).

كما إن القانون المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وكذلك قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية قد أقر الأسهم الممتازة بكافة صورها، أي سواء كانت أسهم أولوية أم أسهم ذات صوت متعدد، فنصت المادة الخامسة والثلاثين، فقرة ثانية، من القانون على أنه " ويجوز أن ينص النظام على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم الاسمية وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية، على أن تتساوي الأسهم من نفس النوع في الحقوق والمميزات والقيود"^(٣). وهذا هو الحال تقريبا

F.Monod, Droits financiers attaches aux actions (١)
privilegiées, Dr. Soc. Mars, 1995, No 3, J.
Mestre, L'égalité en droit des sociétés: Rev.
Sociétés 1989, p.399.

Amiaud, les actions à droit de vote inégal, Rev. (٢)
Juridique de sociétés, 1992 p.417

وانظر في تاريخ هذه الأسهم:

G.RIPERT et R. ROBLOT, op.cit., no.1550

(٣) أما إذا لم يتضمن نظام الشركة نصا في هذا الشأن فلا يجوز لهذه الأخيرة أن تصدر أسهما ممتازة إلا بقرار من الجمعية العمومية غير العادية حيث ينطوي الأمر على تعديل للنظام. وباعتبار أن قرار الجمعية في هذه الحالة يمس الحقوق المقررة لفئة معينة من الأسهم فإن هذا القرار لا يكون نافذا إلا إذا وافق عليه جمعية خاصة تضم حملة نوع الأسهم الذي يتعلق به التعديل بأغلبية الأصوات الممثلة لثلثي رأس المال الذي تمثله هذه الأسهم (أنظر أيضا المادتين =

بالنسبة للأسهم القطاعية حيث تُعطي بعض الأسهم الحق فى الحصول على نسبة من الأرباح أكثر مما تحصل عليه الأسهم الأخرى.

ومما يدعم القول بأن إصدار الأسهم القطاعية لا يخالف القانون من خلال مساسه بمبدأ المساواة بين المساهمين، أن المادة ١٨٤٤، فقرة أولى، من التقنين المدنى الفرنسى تترك للمساهمين حرية واسعة فى مسألة تقسيم الأرباح. فطريقة اقتسام الأرباح والخسائر مرهونة باتفاق الشركاء، أى أنها متروكة لإرادتهم ينظموها كيفما يشاءون وليس من قيد عليهم سوى عدم جواز تضمين عقد الشركة شرطا يقضى بجرمان أحد الشركاء من الأرباح أو بإعفائه من الخسائر وهو الشرط المسمى بشرط الأسد . Clause Léonine

ويرغم ما تقدم فإن المدقق فى جوهر الأسهم القطاعية عن كتب ليلحظ تماما تأثيرها الخطير على مبدأ المساواة من ناحية أخرى. فالأصل أن أسهم الأولوية ينصرف مفهومها إما إلى حصول حاملها على نصيب إضافي من الأرباح زيادة على النصيب الذى يتقاسمه مع حملة الأسهم العادية وتسمى أسهم الأولوية فى هذه الحالة أسهم الريح الإضافي *majore dividende*، وإما إلى أسبقية حاملها فى الحصول على جزء من الأرباح بحسب على أساس الأرباح الموزعة والناجئة من نشاط الشركة بحيث إذا تبقي شئ بعد ذلك فيتم تقسيمه بين جميع المساهمين، وتسمى أسهم الأولوية فى هذه الحالة بأسهم الريح الاستباقي *dividende precipitaire*^(١).

= ٩ و ١٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمادة ١٢٣ من لائحة قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة (١٩٨١).

Yves Guyon, op.cit., p.184.

(١)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٦ (١٧)

أما في حالة الأسهم القطاعية فإن الأرباح الناشئة عن نشاط القطاع المعنى يستأثر بها حملة هذه الأسهم وحدهم، أي أن مجموع الأرباح الناتجة عن الشركة تتجزأ بدءاً من الأصل فيذهب جزء منها إلى حملة الأسهم القطاعية والجزء الآخر لحملة الأسهم العادية وفي حالة عدم وجود الأخيرين تذهب الأرباح إلى حملة الأسهم القطاعية. وما من شك في أن هذه التجزئة تمس في جوهرها عنصر نية الاشتراك في الشركة، والذي يعد من الأركان الجوهرية اللازمة لانعقاد عقد الشركة^(١)، وذلك بسبب اختلاف مصالح ورغبات المساهمين فيها^(٢).

والحال كذلك فبدهى إذاً أن ينطق لسان حال بعض الشركاء - حملة الأسهم القطاعية - بالرغبة في أن يحصل فرع النشاط الذي تخصص له الأرباح أو الشركة التابعة التي يدفع لها حصة من الأرباح، على الحد الأقصى من الأرباح وذلك على حساب المتبقي من نشاط الشركة أو المجموعة. على العكس من ذلك فإن باقى الشركاء تتمثل مصالحهم في إحداث نمو في الشركة تستفيد منه كافة فروع نشاطها أو كافة شركات المجموعة على قدم المساواة.

(١) وتعرف نية الاشتراك بأنها " رغبة إرادية تدفع الشركاء إلى التعاون فيما بينهم تعاوناً إيجابياً وعلى قدم المساواة من أجل تحقيق أهداف الشركة ".
Cass.Com. 3 juin 1986, Rev. Societes 1986, p. 585,
Note Y. Guyon.

(٢) Céline Cros, Les actions « reflets », concept d'avenir ou effet de mode », op.cit.p.23.

هذا التضارب فى المصالح لا وجود له فى أرباح أسهم الأولوية أو الأفضلية باعتبار أن هذه الأرباح يتم اقتطاعها من مجمل أرباح الشركة والتي تقتضى المصلحة المشتركة لجميع المساهمين أن تكون كبيرة قدر الإمكان.

والتقاطا لطرف الحديث عن المصلحة المشتركة للمساهمين فمما لا شك فيه أن الأسهم القطاعية تعصف بهذه المصلحة وتضيف نوعا من الشقاق والخلاف يمكن أن يتسبب فى تزايد حدة الصراعات المحتملة بين الأغلبية والأقلية، وذلك سواء جرى تخصيص الأسهم القطاعية للأغلبية أم للأغلبية والأقلية معا. ومن هنا تأتي خشية حاملي الأسهم العادية من نمو أنشطة الأسهم القطاعية على حساب غيرها من أنشطة الشركة وما يمكن أن تسببه هذه الأسهم الأخيرة من احتدام الخلاف بين الشركاء ومن ثم احتمال الحل القضائي للشركة لتوفر أسباب مسوغة. فالمادة ٥٣٠ من القانون المدنى، فقرة أولي، تميز للمحكمة أن تحكم بحل الشركة بناء على طلب أحد الشركاء شريطة أن يوجد سبب يسوغ هذا الحل، ومعرفة ما إذا كان السبب ينهض مبررا لحل الشركة من عدمه مسألة تتعلق بالواقع يترك البت فيها لمحكمة الموضوع بما لها من سلطة تقديرية، وهى لا تخضع فى هذا التقدير لرقابة محكمة النقض. وغالبا ما تقضى المحكمة بحل الشركة، بناء على طلب واحد أو أكثر من الشركاء، متى تبين لها استحالة نهوض الشركة بأعبائها لتفاقم الخلاف وسوء التفاهم بين الشركاء بسبب الطبيعة التخريبية - إن جاز وصفهم لها على هذا النحو - لمثل هذا النوع من الأوراق المالية ونعنى بها الأسهم القطاعية.

ولكن يبقى أنه على الرغم من المخاطر التى تحقيق بعملية إصدار الأسهم القطاعية فى الوقت الذى تبدو فيه هذه الأسهم غير معتادة بل

وغير مناسبة فى بعض الأحيان، فإن ذلك لا ينفي قانونيتها. فمثل هذه الأسهم جائز إصدارها فى ظل الأحكام السارية لقوانين الشركات المساهمة طالما أمكن إدراجها ضمن نوعية أسهم أولوية - إحدى صور الأسهم الممتازة - بما تخوله لأربابها من أولوية فى الحصول على نصيب معين من أرباح الشركة المصدرة لها.

ومع ذلك فالمشكلة لا تكمن فى مسألة استيعاب القانون المصري أو الفرنسي للأسهم القطاعية والمرونة التى تتيحها أحكام هذين القانونين تحت مظلة الأسهم الممتازة وعلى الأخص أسهم الأولوية، بقدر ما تكمن فى صعوبة بلوغ جميع الأهداف التى تنشدها الشركات المصدرة لهذه الأسهم الجديدة نتيجة اختلاف مصالح الشركاء وتعارضها. فما من شك أن إحدى الصعوبات المتولدة عن تعايش مثل هذا النوع من الأسهم مع الأحكام التقليدية لقانون الشركات فى مصر أو فرنسا تتمثل فى تنوعها غير العادى وهو ما قد يحتم إيجاد حلول عديدة كما قد يفضى إلى صور مركبة لها. فالأسهم القطاعية، وهى تصدر عن الشركة بشكل تخصص معه أرباحها سلفاً، يمكن أن تصدر عن الشركة الأم بينما تمنح الأرباح للشركة التابعة، علاوة على أنها قد تكون مقيدة فى بعض الأحيان بشرط إعادة الشراء أو تحويلها إلى أسهم عادية عند وقوع حدث معين أو بمبادرة من الشركة المصدرة لها أو بطلب من المساهم نفسه.

وانطلاقاً من الأفكار السابقة فإن الأسهم القطاعية، وإن أمكن فى صورتها البسيطة أن تستوعبها القواعد الحالية لقانون شركات المساهمة، قد يبدو عسيراً إيجاد قالب قانوني لها داخل إطار هذه القواعد فى صورتها المركبة. هذا ما سوف نتولى إلقاء الضوء عليه تباعاً.

المطلب الأول الأسهم القطاعية البسيطة

٣ - إصدار الأسهم القطاعية :

الأصل فى الأسهم القطاعية أنها تصدر عن الشركة المساهمة بشكل يخصص معه جزء من أرباحها لهذا النوع من الأسهم، فحيث يغيب هذا التخصيص تعتبر الأسهم القطاعية ماثلة لغيرها من الأسهم العادية، بتعبير آخر فإن الأسهم القطاعية لا تعدو أن تكون أسهم أولوية^(١) كونها تتمتع دون غيرها من الأسهم الأخرى بميزة الأولوية فى الحصول على نصيب من أرباح الشركة^(٢). والأولوية هنا لا تعني سبق الحصول على الربح بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية وإنما تنصرف إلى انفراد أو

(١) أنظر فى هذه الأسهم :

CL. Ferory, R. Cannard, M. Crette, Les actions de priorité, Dr. Société, Actes pratiques et ingénierie sociétaire, 1993, No 11, Ph. Engel et P. Troussiere, Création de catégories d'actions et stipulation d'avantages particuliers, J.C.P. éd. E., 1996, 1., 585.

(٢) أنظر المادة ٣٥، فقرة ٢، من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. وفى القانون الفرنسي :

L. 24 juill. 1966, art. 269, devenu l'article L.228-11 du Code de Commerce.

استثمار حملة الأسهم القطاعية بالأرباح الناشئة عن النشاط الذى صدرت هذه الأسهم، بناء على نشرة الاكتتاب، بشأنه^(١).

وطالما لم يتضمن نظام الشركة نصا بشأن الأسهم القطاعية، فليس للشركة أن تصدر هذه الأسهم إلا بقرار من الجمعية العمومية غير العادية، لأن الأمر يقتضى تعديلا للنظام. ويتحقق ذلك إما بإصدار أسهم جديدة، مع أو بدون حق الاكتتاب بالأفضلية، أو بتحويل الأسهم القديمة إلى أسهم قطاعية.

فالوسيلة الأكثر سهولة تكمن فيما هو معروف بزيادة رأس مال الشركة عبر التمويل الخارجى. وهذه الطريقة تؤدي، من الناحية الفعلية، إلى جلب أموال جديدة تضاف إلى رأس مال الشركة وتشتمل الزيادة فى هذه الحالة على حصص نقدية أساسا أو عينية. استثناء بحيث يخصص لها أسهم قطاعية. وطبعى أن تكون هذه الأخيرة بمقدار الزيادة المطلوب إضافتها إلى رأس المال الأصلى تطرح فى اكتتاب عام يشترك فيه المساهمون القدامى والجمهور.

وجدير بالإشارة أنه إذا كان الأصل فى أسهم الزيادة أن تكون لها ذات القيمة الاسمية التى للأسهم الأصلية، إلا أن القانون المصري^(٢) قد

(١) ومن المسلم به أن الاستثمار المقرر على أرباح النشاط الذى رُصدت له الأسهم القطاعية لا يمتد لينبسط على أصول هذا النشاط حال تصفية الشركة. وهذا أمر بدهي لأن أصول الشركة لا تنجزأ عند تصفيتها اللهم إلا إذا كانت الحصة التى قدمها أحد المساهمين هى حصة عينية على سبيل الانتفاع حيث يسترد هذا المساهم حصته عند تصفية الشركة.

(٢) المادة الأولى، فقرة رابعة، من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فى شأن سوق رأس المال.

أجاز إصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس المال بقيم مغايرة لقيم الأسهم من الإصدارات السابقة على الزيادة على أن تكون لها ذات حقوق والتزامات الأسهم الصادرة قبل الزيادة. ولقد قررت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال كيفية حساب القيمة الاسمية التي تصدر بها الأسهم في حالة زيادة رأس المال فنصت في المادة ١٧^(١) على أن "تكون زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة على أن تحدد القيمة التي تصدر بها هذه الأسهم على أساس القيمة العادلة لها وقت الإصدار على أن يكون ذلك بناء على تقرير من أحد المستشارين الماليين المعتمدين لدى الهيئة لهذا الغرض. ويجب أن يكون المستشار مستقلا عن الشركة والأشخاص المرتبطة وأعضاء مجالس إدارتها ومراقبي حساباتهم ولا تربطه بهم أية مصالح مشتركة.

ويصدر التقرير بالتقييم طبقا للأصول المتعارف عليها في هذا الشأن وتحت مسؤولية الشركة.

ويحدد التقرير أسس التقييم التي تم الاعتماد عليها. ويجب عند زيادة رأس المال طبقا لهذه المادة مراعاة ما يلي:

(أ) إذا كانت القيمة المحددة أزيد من القيمة الاسمية للسهم تجنب الزيادة في حساب احتياطي.

(ب) إذا كانت القيمة المحددة أقل من القيمة الاسمية للسهم تعين على الشركة تخفيض القيمة الاسمية للأسهم بما فيها الأسهم القائمة إلى تلك القيمة وحساب رأس المال وفقا لها.

(١) بعد تعديلها بقرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ المعدل لللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(ج) إذا كانت القيمة المحددة أقل من الحد الأدنى للقيمة الإسمية للسهم المقرر قانونا تكون قيمة الأسهم بما فيها الأسهم القائمة بالحد الأدنى مع تخفيض عدد أسهم الشركة وحساب رأس المال وفقا لذلك".

هذا ويتطلب زيادة رأس مال الشركة من خلال إصدار أسهم قطاعية اتخذ عدد من التدابير الاحتياطية.

فمن ناحية أولى يتوجب على مدير عام الشركة - وتحت إشراف مراقب الحسابات - إعطاء معلومات كاملة. قدر الإمكان حول ملامح ومميزات الأسهم القطاعية، وذلك من خلال بيان طبيعة وأهمية النشاط المخصصة له أرباح هذه الأسهم وما إذا كانت هذه الأرباح تضم الأرباح المقابلة للأنشطة الأخرى للشركة من عدمه.

هذه المعلومات - وهي تمثل للمكتتبين في الأسهم القطاعية أمرا جوهريا باعتبار أنها تسمح لهم بتقدير مدى ربحيتهم من تلك الأسهم وحجم المخاطر المحتملة من الاكتتاب فيها - لا تقل أهمية بالنسبة للمساهمين الآخرين في الشركة المصدرة للأسهم القطاعية حيث تكمن مصلحتهم في معرفة مزايا ومساوئ زيادة رأس المال المراد تقريره. وتفسير ذلك أنه إذا كانت تلك الزيادة من شأنها تسهيل عملية تمويل الأنشطة المستحدثة في الشركة، فإنها قد تؤدي في الوقت ذاته إلى خطر انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية.

ومن ناحية ثانية فإن إصدار الأسهم القطاعية يجب أن يتم بشكل يحترم مبدأ المساواة بين المساهمين. فقد تصدر هذه الأسهم دون تخلي المساهمين القدامى عن حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس

المال، وهو الحق الذي يمنح لهؤلاء المساهمين عوضاً لهم عما نقص من حقوقهم بسبب زيادة رأس مال الشركة^(١).

فالأصل أن زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة تطرح في اكتتاب عام من شأنها أن تؤدي إلى دخول طائفة جديدة من المساهمين تراحم قدامي المساهمين في ناتج الشركة. وبما لاشك فيه أن وضعاً كهذا يترتب عليه إفادة المساهمين الجدد، كون أسهمهم الجديدة سترتفع قيمتها الحقيقية مقارنة بقيمتها الاسمية، والإضرار بالمساهمين القدامى حيث ستقل قيمة أسهمهم الأصلية عن سابق قيمتها الحقيقية. وقد تتفاقم خسارة المساهمين القدامى نتيجة انخفاض القيمة السوقية للأسهم الأصلية، إذ كلما زاد عدد الأسهم كلما قل نصيب كل منها في الربح، الأمر الذي يؤدي حتماً إلى هبوط سعر الأسهم الأصلية في بورصة الأوراق المالية.

ومن المسلم به أن إعطاء المساهمين القدامى حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال يجنبهم الخسارة في قيمة أسهمهم الأصلية وتسمح لهم بالاستفادة من الأرباح المخصصة للأسهم القطاعية الأمر الذي تبدو معه العدالة متحققة. ومع ذلك فإن حساب قيمة هذا الحق المسمي بحق الأولوية أو الأفضلية عملية معقدة بما يفضل معه عند إصدار أسهم قطاعية تطرح للاكتتاب العام أن يتم التوضيح بحق الاكتتاب

(١) أنظر في تفصيل هذا الحق د. فريد العريني، المرجع السابق، ص ٣٨٠. وانظر أيضاً في القانون المقارن :

Le développement du droit préférentiel de souscription de l'actionnaire en droit compare, Rev. Sociétés 1979, p.505.

بالأفضلية وتقديم اقتراح إلى الجمعية العامة بإلغائه وإبداله بمدة بسيطة للاكتتاب بالأولوية souscription prioritaire.

ويرى البعض^(١) أنه في الحالة التي يتم فيها إلغاء حق الاكتتاب بالأفضلية قد يكون من الأفضل إخضاع عملية الاكتتاب في الأسهم القطاعية لدفع علاوة إصدار.

فقد جرت العادة عند زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة تطرح في اكتتاب عام وبغية حماية المساهمين القدامى وتعويضهم عن انخفاض القيمة الحقيقية للأسهم الأصلية - بسبب دخول طائفة جديدة من المساهمين نتيجة اكتتابهم في زيادة رأس المال - أن تصدر الشركة أسهم زيادة رأس المال بأعلى من قيمتها الاسمية على أن تعتبر الزيادة على القيمة الاسمية بمثابة علاوة إصدار. ويتم حساب هذه العلاوة على أساس الفرق بين القيمة الحقيقية للأسهم الأصلية قبل زيادة رأس المال وبين هذه القيمة بعد الزيادة.

على أن علاوة الإصدار التي تدفع بمناسبة الاكتتاب في الأسهم القطاعية ليس المراد بها فحسب إضافتها إلى الاحتياطي القانوني للشركة والذي يستفيد منه المساهمون كما هو الحال عند كل زيادة لرأس مال الشركة، وإنما هي تمثل بذاتها المظهر الآخر للمزايا أو الفوائد المرتبطة بالأسهم القطاعية.

(١) G. Naffah, la prime d'émission no. 270, Economica, 1987.

ومما يجدر التنويه عنه أنه لا يوجد ثم قيد على تحديد قيمة علاوة الإصدار التي تضاف عند زيادة رأس مال الشركة سوى عدم تجاوزها الحد الذي يصدر به قرار من الهيئة المشرفة على سوق المال^(١)، وهي الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر .

هذا وقد ثار التساؤل في فرنسا حول مدى إمكانية تطبيق الإجراء المتعلق بتقويم المزايا الخاصة لبعض المساهمين والحصول على موافقة الجمعية الخاصة بالمساهمين من غير المستفيدين بالأسهم القطاعية^(٢). بيد أن الصعوبة تكمن هنا في أن المزية الخاصة هي تلك التي يعترف بها لأحد المساهمين على أساس الاعتبار الشخصي، في حين أن الوضع يختلف بالنسبة للأسهم القطاعية حيث تتعلق المزية بالسهم نفسه استقلالا عن صفة حامله.

(١) المادة الأولى، فقرة رابعة، من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في

مصر

(٢) L. 24 juill. 1966 art.193 – C.com. art. L.225-147

ومع ذلك فإن مسألة التمييز بين فئات الأسهم وفئات المساهمين غير واضحة أو بالأصح غير دقيقة^(١) وهو ما يستلزم الوقوف عندها قليلا. ذلك أنه إذا كان الاكتتاب فى الأسهم القطاعية مفتوحا أمام كافة المساهمين فلا يتصور أن تكون إزاء مزية أو مصلحة خاصة. على العكس فإن هذه المزية تبدو واضحة فيما لو كان الاكتتاب مقصورا على عدد محدد من المكتتبين عند إصدار الأسهم القطاعية. وهناك يطرح السؤال نفسه : هل يتوجب إجراء تقويم المزايا الخاصة ، واجتماع جمعية المساهمين غير المستفيدين من تلك الأسهم ، ودفع المساهمين القدامى للتخلي عن حق الاكتتاب بالأولوية ؟ هنا تبدو الإجابة جلية فى القول بأن هذا المزيج من الإجراءات غير طبيعي لأن إجراء التنازل عن حق الاكتتاب بالأولوية - فى السياق العام للأمور- حتى ولو كان لمساهم سابق لا يجتمع مع تقويم المزايا الخاصة وإلا أدى ذلك إلى إسهاب غير محدود فى الإجراءات. ومع ذلك فقد يصعب تفادي مثل هذا الوضع باعتبار أن المزية - فى هذا المقام - لا تتمثل هنا فى جواز الاكتتاب كما هو الحال فى التنازل العادى عن حق

(١) C.Champaud, Catégories d'actions ou sortes d'actionnaires : Mélanges M. Jeantin p.161 – J.-J. Daigre, Actions privilégiées, catégories d'actions et avantages particuliers : ibid. p.213 – P. Engel et P. Troussiere, Création de Catégories d'actions et stipulation d'avantages particuliers : JCP 1996 éd. E. 1, 585 – M. Jeantin, Observations sur la notion de catégorie d'actions : D.1995, 88.

الاكتتاب بالأولوية، وإنما الأمر يتعلق بإمكانية الاكتتاب فى زيادة رأس المال بما يعطى الحق فى ربح خاص وبالتالى مزىة خاصة.

وكما تصدر الأسهم القطاعية مع زيادة رأس مال الشركة فمن المتصور أيضا أن تنشأ هذه الأسهم دون أن يكون ثم زيادة فى رأس المال وذلك من خلال تحويل الأسهم العادية. مثل هذا التحويل ينبغى أن يحمل راية احترام المساواة بين المساهمين بما يستلزم فى هذا المقام أن تكون نسبة الأسهم العادية المحولة إلى أسهم قطاعية واحدة بالنسبة لجميع المساهمين وإلا بدا الأمر وكأنه إساءة استخدام السلطة من جانب الأغلبية. ففيمما عدا الظروف الاستثنائية لا يوجد أى مبرر أو حجة يمكن تبنيها لاستبعاد عدد معين من المساهمين كلية من المشاركة والاستفادة من هذه العملية، لذا كانت المحاكم على قلب المصلحة المشتركة للمساهمين من أجل إفشال المحاولات المستمرة للأغلبية فى هذا الإطار^(١).

ومن المسلم به أن اتخاذ الأسهم القطاعية شكلا مبسطا منذ بداية ظهورها كان له أبلغ الأثر فى تفادى الكثير من الصعوبات التى كان من المحتمل أن تعرقل حياة الشركة مصدرة هذه الأسهم. وتأتى فى مقدمة هذه الصعوبات مسألة تحديد الأنشطة التى تتوجه أرباحها للأسهم القطاعية بوضوح لاسيما مع التطور الدائم للنشاط المعنى كما هو الحال بالنسبة

P.Bissara, L'intérêt social : Rev. Sociétés 1995, (١)
5- A. Pirovano, La boussole de la société, intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise :
D.1997, 189 – D. Schmidt, De l'intérêt commun des associés : JCP 1994, 1, 3793

لغالبية الأنشطة الجديدة لشركات المساهمة. والحل الأمثل إزاء تلك الصعوبة يكمن فى فصل هذا النشاط لدى مقر فرع مستقل للشركة يخصص لمباشرته.

على أن تحديد محيط النشاط الذى تختص به الأسهم القطاعية يجب أن يكون نتاج مداوات ومناقشات الجمعية العامة غير العادية للشركة بمناسبة قرار إصدار هذه الأسهم بعد سبق مناقشة المسألة داخل مجلس الإدارة إن رؤى لذلك ضرورة. وتبعاً فممن غير المتصور أن تبرم الشركة المساهمة عقداً مع الفرع المكلف بمباشرة النشاط المتبوع باعتبار أن الفرع ليس له الشخصية المعنوية التى تؤهله لذلك.

وتأتى الخطوة التالية لتحديد النشاط متمثلة فى احتساب مقدار الأرباح الناتجة عن النشاط الذى رصدت له الأسهم القطاعية. وهنالك تدخل العملية باب التعقيد بعض الشيء لأن الأسهم القطاعية - وهى تحمل فى مضمونها تخصيصاً بسيطاً للأموال التى هى الأرباح الناتجة عن النشاط الذى تم تمويله من خلالها - لا تعتبر استثناءً على مبدأ وحدة الذمة المالية. وحتى تخول هذه الأسهم حاملها الحق فى الحصول على نصيب من الأرباح لا يكفى أن يكون النشاط الذى تتبعه هذه الأسهم مفيداً بل يتعين أيضاً أن تكون النتائج الإجمالية للشركة إيجابية وإلا كانت الأرباح التى تم توزيعها من قبيل الأرباح الصورية^(١). لذلك فمن المحتم عندئذ أن تجري عملية مزدوجة لحساب الأرباح، بحيث يستخلص بداءة

(١) أنظر فى الأرباح الصورية: د. مصطفى طه، جريمة توزيع الأرباح الصورية فى شركة المساهمة، بحث منشور فى مجلة إدارة قضايا الحكومة (هيئة قضايا الدولة)، السنة السابعة، العدد الأول، ص ٧٢ وما بعدها.
وانظر أيضاً فى حكم توزيع الأرباح الصورية، د. فريد العرينى، المرجع السابق، ص ٣٦٧.

مجمال الأرباح الناتجة عن العمليات التي باشرتھا الشركة وعلى أساس هذه الأرباح الإجمالية تجري عملية حساب ثانية بهدف استخلاص المبلغ المخصص للأسهم القطاعية وذلك الذي سيتم توزيعه على الأسهم الأخرى. وفي هذه الحالة يجب الرجوع للنظام الأساسي للشركة لبيان مدى أحقية حاملي الأسهم القطاعية في المشاركة في التوزيع الأخير.

٤- حماية المصالح الخاصة لحاملي الأسهم القطاعية :

وإمعانا في حماية حملة الأسهم القطاعية من ضياع حقوقهم قد يبدو التساؤل منطقيا حول مدى إمكانية تقديم ضمانات فعالة لهم في ظل القواعد الحالية لقانون الشركات.

٥- (أ) جماعة حملة الأسهم :

ومن نافلة القول أن إيجاد منة قوية وفورية لحماية مصالح حاملي الأسهم القطاعية ليس بالأمر اليسير. و طالما أن هذه الأسهم تمثل بذاتها فئة من الأسهم التي تتميز بخصائص محددة فمن الطبيعي أن تشكل جماعة خاصة لحملة هذه الأسهم يكون غرضها هو حماية المصالح المشتركة لأعضائها والموافقة على تعديلات النظام الأساسي للشركة التي تمس حقوقهم. ومن أبرز مظاهر تفعيل هذه الحماية حالة اندماج الشركة مصدره الأسهم القطاعية أو تعديل غرضها على النحو الذي يتأثر معه النشاط المخصصة له تلك الأسهم. بيد أن الحصول على موافقة جماعة حملة الأسهم القطاعية على تعديلات النظام الأساسي للشركة قد يعد عائقا أمام تطور الشركة والدفع بها قدما نحو مزيد من التقدم.

ومع ذلك فقد تتأثر سلبا مصالح هذه الجماعة وتزعزع أوضاعها لاسيما مع القرارات التي تدخل في صميم اختصاصات الجمعية العامة

العادية للشركة وأجهزتها الإدارية وعلى رأسها القرار المتعلق بالموافقة على توزيع الأرباح وكل ما يري مجلس الإدارة أو الجهة الإدارية المختصة أو المساهمون الذين يملكون ٥% من رأس المال عرضه على الجمعية العامة^(١)، وما يشتمل عليه هذا القرار من إعطاء حاملي الأسهم القطاعية المزايا الخاصة بهم. ومما يعزز مخاوف أصحاب الشأن أن قرارات الجمعية العامة العادية تعتبر نهائية ما لم يكن القرار مشوباً بإساءة الأغلبية استعمال السلطة وهو أمر يصعب إثباته^(٢).

وجدير بالإشارة في هذا المقام أن قانون سوق رأس المال المصري كان قد أتى بحكم جديد عندما قرر أنه لمجلس إدارة هيئة الرقابة المالية - بناء على أسباب جدية يبيدها عدد من المساهمين الذين يملكون ٥% على الأقل من أسهم الشركة وبعد التثبت - وقف قرارات الجمعية العامة للشركة التي تصدر لصالح فئة معينة من المساهمين أو للإضرار بهم، أو لجلب نفع خاص لأعضاء مجلس الإدارة أو غيرهم.

وعلى أصحاب الشأن عرض طلب إبطال قرارات الجمعية العامة على هيئة التحكيم المنصوص عليها في الباب الخامس من هذا القانون خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ صدور القرار. فإذا انقضت المدة دون اتخاذ هذا الإجراء اعتبر الوقف كأن لم يكن^(٣).

(١) أنظر في المادة ٦٣ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ اختصاصات الجمعية العامة لشركة المساهمة وسلطاتها.

(٢) Y. Guyon, Droit des affaires, t.1, 10 éd., no 456.

(٣) المادة ١٠ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

(٣٢) مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٦

وتشكل هيئة التحكيم بقرار من وزير العدل برئاسة أحد نواب رؤساء محاكم الاستئناف وعضوية محكم عن كل من طرفي النزاع. وإذا تعدد أحد طرفي النزاع وجب عليهم اختيار محكم واحد.

وتنظر هيئة التحكيم النزاع على وجه السرعة ودون تقييد بقواعد قانون المرافعات المدنية والتجارية، إلا ما تعلق منها بالضمانات والمبادئ الأساسية في التقاضي، وعليها أن تصدر حكمها في مدة لا تتجاوز شهراً^(١).

ويكون الطعن في الأحكام التي تصدرها هيئة التحكيم أمام محكمة الاستئناف المختصة. وفي جميع الأحوال تكون أحكام هيئات التحكيم نهائية ونافاذة ما لم تقرر محكمة الطعن وقف تنفيذها^(٢).

كذلك يدخل في اختصاصات إدارة الشركة التقدم بحصة في شركة أخرى تباشر نشاطا ذات أسهم قطاعية، وفي هذه الحالة لا يكون لحاملي هذه الأسهم حق المشاركة في إدارة الشركة الأولى وهو ما يمكن أن يؤدي إلى المساس بحقوقهم أو إهدارها. لذا فقد رأى البعض^(٣) أن مثل هذه الحصة الجزئية في أصول الشركة تخضع لنظام الاندماج:

(١) المادة ٥٥ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة ٥٢، فقرة ٣ و ٤ من قانون سوق رأس المال. وجدير بالإشارة أن هذه المادة قد حكم بعدم دستورتيتها بموجب الحكم الصادر في الدعوي رقم ٥٥ لسنة ٢٣ ق - دستورية بجلسة ١/٢٣ / ٢٠٠٢. الجريدة الرسمية العدد ٤ تابع في ٢٤/١/٢٠٠٢.

(٣) Y. Guyon. Op.cit.p.189.

إزاء ما تقدم وبالنظر إلى التنظيم القانوني الصارم الذى أحاط به
المشروع التجارى شركات المساهمة فقد تتبدد الآمال حول مدى قدرة
الأنظمة الأساسية لهذه الشركات على تقديم ضمانات إضافية لحاملي
الأسهم القطاعية لاسيما وأن المؤسسين ليسوا أحرارا فى كتابة النظام
الأساسي للشركة بالكيفية التى تروق لهم ، بل يتعين عليهم تحريره وفقا
للمنموذج الذى يصدر به قرار من الوزير المختص بعد موافقة قسم التشريع
بمجلس الدولة^(١) ، وذلك بغية توحيد الأنظمة التى تدير عليها الشركات
وحتى يكون المتعاملون على بينة مما يطلب إليهم^(٢) .

فعلي سبيل المثال فإن مبدأ تساوي قيمة الأسهم والأصل الذى
يقتضيه هذا المبدأ من أن الأسهم تخول أصحابها ذات الحقوق - ومن بينها
الحق فى التصويت - وتفرض عليهم ذات الواجبات ، لا يسمح لحاملي
الأسهم القطاعية بالحق فى التصويت المتعدد.

وعلى الرغم من أن هذا الأصل لا يتعلق بالنظام العام على النحو
الذى يجوز معه مخالفته بإصدار أسهم تمنح أصحابها مزايا خاصة قد تكون
من بينها منحهم عددا من الأصوات فى الجمعيات العامة للشركة زيادة
على تلك المقررة للأسهم العادية ، فإن ذلك أمر غير مستحب. فالأسهم
القطاعية بما تتمتع به من مزايا عديدة قد يؤدي منحها أيضا صوتا متعددا
إلى تثبيط عزيمة المساهمين الآخرين فى الشركة وإضعاف نية الاشتراك لدى

(١) المادة ١٦ ، فقرة ٢ ، من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(٢) هذا وقد صدر قرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٧ لسنة ١٩٨٢ وتم
نشره بالوقائع المصرية فى العدد ٢١٤ تابع فى ١٦/٩/١٩٨٢ متضمنا نماذج
عقود إنشاء كل نوع من أنواع الشركات موضوع القانون رقم ١٥٩ لسنة
١٩٨١ .

الراغبين فى الإنضمام إليها بل وإلى النزول بالأرباح إلى حدودها الدنيا وتوابع ذلك من التأثير على حياة الشركة.

وعموما فبدلا من أن تكون الأسهم القطاعية عنصرا جاذبا قد تنتهى إلى كونها عنصرا طاردا فيما لو أضيفت لها ميزات أخرى كتعدد الصوت الذى تمنحه على سبيل المثال.

٦- (ب) إطلاع حملة الأسهم :

ويقتضى مبدأ المساواة بين المساهمين المساواة فيما بينهم فى الحصول على المعلومات، إذ ينشغل المساهمون فى كافة شركات المساهمة كثيرا بالحق فى الاطلاع حيث اجتماع الجمعية العامة، فى دور انعقادها العادى، هو بمثابة حلبة المواجهة بين جموع المساهمين وأجهزة الإدارة فى الشركة. وحتى تكون المواجهة مجدية ونافعة للشركة كان لا بد من تزويد المساهمين بالوثائق والمعلومات التى تمكنهم من ممارسة دورهم الرقابى بفاعلية ومن اتخاذ القرارات عن علم وبينة^(١).

وفى شركات المساهمة المقيدة فى البورصة على وجه الخصوص يجب على مجلس إدارة الشركة أن يرسل للمساهمين أو يتيح لهم جميع الوثائق والمستندات الهامة حتى يتقرر علمهم بها ويمكنهم بالتالى من إبداء الرأي فى كل ما يتعلق بإدارة الشركة وسير أعمالها^(٢).

(١) د. فريد العرينى، المرجع السابق، ص ٣١٩.

(٢) Paul le Cannu et Bruno Dondero, Droit des Sociétés, 5 édition, LGDJ, p.610.

أنظر فى حق الاطلاع على الوثائق والمستندات التى ينبغى وضعها تحت تصرف المساهم قبل اجتماع الجمعية العامة :

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٦ (٣٥)

وليس من المتصور أن تمنح الأسهم القطاعية حامليها حقا فى المعلومات الكاملة أكثر مما يحصل عليه المساهمون الآخرون فى الشركة لاسيما إذا تعلق الأمر بالشركات المقيدة فى البورصة، إذ يمكن اعتبارهم فى هذه الحالة من العالمين ببواطن الأمور بما يعرقل حريتهم فى الدخول إلى سوق الأوراق المالية، وحتى فى الشركات المغلقة ينطبق مبدأ المساواة فى المعلومات بشكل مطلق.

٧- (ج) اللجنة الاستشارية لحملة الأسهم :

والأصل أن الجمعية العامة، باعتبارها الجهاز الذى يضم جميع المساهمين، تعتبر من الناحية القانونية صاحبة السيادة فى الشركة. ومع ذلك وعلى الرغم مما يشهده الواقع العملي من صيرورة هذه الجمعية جهازا صوريا قليل الفاعلية بسبب عزوف المساهمين عن حضور اجتماعات الجمعية العامة للوقوف على أحوال الشركة، لم يدر بذهن الباحثين عن حماية الأسهم القطاعية فكرة تعديل قواعد النصاب القانوني لصحة اجتماع الجمعية العامة أو للأغلبية المتطلبية لصدور قراراتها^(١) بما يصب فى

=Noquet, l'étendue de l'information des actionnaires préalable aux assemblées générales, J.C.P. 1979, éd. C.I., 8175, Brunet et Germain, l'information des actionnaires et du comité d'entreprise dans les sociétés anonymes, Rev. Soc., 1985, 1

(١) راجع فى نصاب صحة اجتماعات الجمعية العامة والأغلبية المتطلبية لصدور قراراتها المادة ٦٧ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١. والمادة ٢٢٥ من اللائحة التنفيذية. وانظر فى القانون الفرنسي :

Dalsace, Quorum et majorité dans les assemblées d'actionnaires, Banque, 1966, 227.

مصلحة حملة هذه الأسهم باعتبار أن ذلك يعد تقويضاً لسيادة الجمعية العامة كون المساهمون فى الشركة - وغالبيتهم من حملة الأسهم العادية - يباشرون من خلالها دورهم الرقابى على أعمال الإدارة^(١).

ويديلا عن ذلك فقد ارتأى البعض^(٢) إمكانية النص على إنشاء لجنة خاصة تضم ممثلين عن حملة الأسهم القطاعية على أن يتم استشارتها من جانب مجلس الإدارة قبيل اتخاذ أى إجراء يتعلق بتعديل الحقوق المرتبطة بهذا النوع من الأسهم. وتتنحصر مهام هذه اللجنة فى تقديم المشورة فقط دون أن يكون لها حق الاعتراض أو تعطيل أى قرار صادر عن مجلس الإدارة.

٨- (د) عضوية مجلس الإدارة :

وقد يكون التفكير فى حماية مصالح حملة الأسهم القطاعية مبكرا فيحتفظ النظام الأساسى للشركة لهم بعدد معين من مناصب عضوية مجلس الإدارة على اعتبار أن هذه العضوية تتم بحسب الأصل عن طريق الانتخاب من جانب الجمعية العامة، مما يفيد ضرورة تمتع العضو بصفة المساهم. وفى كل الأحوال يجب أن يراعى هذا التمثيل الخاص ضابط الطابع الجماعى لمجلس الإدارة وتشكيله على نحو يضمن عددا متوازنا من طوائف المساهمين فى الشركة.

Y. Guyon, Traite des contrats, Sociétés (١)
(aménagement statutaires et convention entre
associés), 4 éd. no 163.

Guyon, op.cit., no 173. (٢)

ومن نتاج ما تقدم يمكن القول أن وجود فئة خاصة من الأسهم داخل شركات المساهمة لاسيما إذا اتخذت هذه الفئة شكل الأسهم القطاعية بمفهومها السابق قد يشعل فتيل تعارض المصالح ويؤجج خطر المواجهة بين حملة هذه الأسهم والمساهمين العاديين فى الشركة بما يخشى معه انقضاء الشركة بحكم يصدر من المحكمة بجلها، بناء على طلب أحد الشركاء، طالما وجد مسوغ يبرر ذلك^(١). ومهما بلغت التدابير الاحتياطية فسينحصر دورها فى تقليل حدة التعارض بين مصالح المساهمين لكنها لن تستطيع تلافى أو إزالة المضار المتأصلة فى وجود فئة من الأسهم بمثل خصائص الأسهم القطاعية^(٢).

٩ - الأسهم القطاعية وشركة المساهمة المبسطة :

ولإزاء ما تقدم قد يكون مفيداً تحويل دفة التفكير فى شكل الشركة المصدرة للأسهم القطاعية إلى شركة المساهمة المبسطة بسبب مرونة نظامها الأساسى وقدرة مؤسسيها على صياغته بحرية تضمن من البداية حقوق حملة هذه الأسهم ومن ثم ضمان تنظيم علاقة أفضل بينهم وبين المساهمين العاديين الآخرين فى الشركة. ومع ذلك تبقى مشكلة هذا الشكل من الشركات أنها لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام^(٣) وبالتالي فقد تكون غير صالحة لأن تمثل بذاتها إطاراً قانونياً للمشروعات التى تباشرها

(١) المادة ٥٣٠ من التقنين المدنى المصرى.

(٢) COURET A., « Les actions traçantes », op.cit. (٢) no. 53.

(٣) L. 24 juillet 1966, art. 262-3, C.com. art. L.227-2.

الشركات مصدره الأسهم القطاعية على اعتبار أن هذه الشركات تباشر عادة أنشطة مبتكرة كما أنها ذات إمكانيات تنموية ضخمة تصبوا بها إلى الدخول في سوق الأوراق المالية.

وردا على ما قد يثور في الذهن من إمكانية تحول شركة المساهمة المبسطة - فيما لو أصدرت أسهم قطاعية- إلى شركة مساهمة عادية تطرح أسهمها للاكتتاب العام، فعلاوة على تعقد هذا التحول فيما لو تضمن النظام الأساسي للأولي بنودا لا تتفق ونظام شركات المساهمة، ليس من المؤكد توافر الشروط المطلوبة لإمكان إجراء هذا التحول وعلى رأسها موافقة الجمعية العامة غير العادية بأغلبية خاصة بل وأيضا الحصول على الموافقة الإجماعية للمساهمين^(١) لما يمكن أن يؤدي إليه هذا التحول من زيادة التزامات المساهمين أو المساس بحقوقهم الأساسية، وعليه فإذا كان عدد الشركاء في شركة المساهمة المبسطة كبيرا فإن تحول هذه الشركة إلى شركة مساهمة عادية يكاد يكون أمرا متعذرا.

١٠- زوال الأسهم القطاعية :

وجدير بالإشارة أن المشاكل التي تثيرها الأسهم القطاعية لا تقف عند حد إنشائها وأثناء وجودها في حياة الشركة التي أصدرتها، بل المسألة الشائكة تكمن أكثر عند اختفاء هذه الأسهم من الساحة سواء لأن الشركة قد تركت النشاط الذي خصصت له هذه الأسهم أو لأن مصلحة الشركة لم تعد تتطلب وجود تلك الفئة من الأسهم. وهنالك فإن تحويلها إلى أسهم عادية يتطلب بالقطع مشاورات طويلة داخل الجماعة الخاصة بحملة

(١) L. 24 juillet 1966, art. 262-4, C.com. art. L.227-

هذه الأسهم لبيان النتائج المترتبة على ذلك^(١). وأما شراء الشركة لزاما لهذه الأسهم فهي عملية مشوبة بالصعوبة لأنه ما لم ينص النظام الأساسي للشركة على غير ذلك، فإن القانون الفرنسي لا يفرض على الشركة شراء أسهمها ما لم تكن هذه الأخيرة من نوعية الأسهم ذات الأولوية في الحصول على نصيب من أرباح الشركة وبدون الحق في التصويت^(٢). وإذا كان حل المشكلة في إصدار أسهم قطاعية ذات أولوية في الأرباح وبدون حق التصويت، فإن الجمع بين هذين النظامين لا يبدو أمرا يسيرا علاوة على أن أسهما بهذا الوضع لن تكون جاذبة بالمرّة للمستثمرين مما يفقد أمر إصدارها ميزته الأصلية ويبقى على أسهم الشركة دون أي نفع لها. لذا فالحل ببساطة يكمن في أن يتضمن النظام الأساسي للشركة بندا ينص على شراء الشركة لأسهمها عند الاقتضاء، بيد أن هذه البساطة في الحل تزيد الأمور تعقيدا بعض الشيء على نحو ما سنرى في المطلب التالي.

(١) وجدير بالإشارة أنه طبقا للقانون المصري إذا لم يتضمن نظام الشركة نصا بشأن الأسهم الممتازة عموما فإن قرار الجمعية العمومية غير العادية الخاص بهذه الأسهم لا يكون نافذا إلا إذا وافق عليه جمعية حملة هذه الأسهم بأغلبية الأضواء المثلثة لثلاثي رأس المال الذي تمثله هذه الأسهم (المادتان ٩ و ١٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمادة ١٣٢ من قانون شركات الأموال رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١).

(٢) Paul le CANNU et Bruno DONDERO, Droit des Sociétés, L.G.D.J, 5 éd., 2013, p.670,730, 1154,1185 et 1189.

المطلب الثاني الأسهم القطاعية المركبة

إذا كانت الأسهم القطاعية قد بدت عند نشأتها فى صورتها البسيطة نوعاً متميزاً من الأسهم الممتازة إستحدثه الواقع العملي مع نمو وتزايد الأنشطة والمشروعات المبتكرة لشركات المساهمة، فإن المزايا التى حملتها هذه الأسهم لتلك المشروعات قد انطوت بشكل متوازن على عدد من الصعوبات المركبة. وتتمثل هذه الصعوبات على وجه الخصوص فى تعريف النشاط الذى تخصص له الأسهم القطاعية و كذلك إعادة شراء هذه الأسهم جبراً بمعرفة الشركة.

١١- أولاً : النشاط المخصصة له الأسهم القطاعية l'activite affectee

يبنى المتعاقدون من تأسيس الشركة فيما بينهم تحقيق مشروع مشترك *Objet Entreprise Commune* يطلق عليه عادة محل الشركة *Social* ^(١). ويقصد بهذا المخل عموماً النشاط أو الأنشطة التى يعتزم الشركاء مباشرتها من خلال الشركة. ويفترق المخل بهذا المفهوم عن غرض الشركة *But Social* ^(٢)والذى يتمثل فى تقسيم النتائج التى تعود من

Y.CHAPUT, De l'objet social des sociétés (١) commerciales, thèse Clermont-Ferrand 1973, p.34 et s., P.CORDONNIER, L' « Objet social », D.1952,Chr., p. 171, Spec., p.172.

(٢) أنظر فى غرض ومحل الشركة فى شركات المساهمة فى القانونين الفرنسى والألماني :

ممارسة نشاط أو أنشطة الشركة حيث تتأسس الشركة في الأساس بهدف تحقيق الربح أو الوفرة الاقتصادية^(١).

وانطلاقاً من المبدأ العام لحرية التجارة والصناعة يتنوع محل الشركة طبقاً لحرية الشركاء في ممارسة أى نشاط يرغبون القيام به شريطة عدم مخالفته النظام العام أو الآداب أو القانون^(٢). وهنالك ينبغي التأكيد على أن محل الشركة لا يختلط مع محل عقد الشركة باعتباره عنصراً مميزاً للشركة عن بقية العقود الأخرى، ونعني به الحصص التي يتعهد الشركاء بتقديمها في الشركة.

هذا ويتحدد محل الشركة على وجه الدقة بالرجوع إلى نظامها الأساسي^(٣) الذي اتفق الشركاء فيه على ماهية مشروعهم المشترك. ويفترق المحل النظامي *Objet Statutaire* كثيراً في الواقع العملي عن النشاط الفعلي أو الحقيقي للشركة سواء لأن هذا النشاط لا يمثل إلا جزءاً من محل الشركة أم لأنه يمارس خارج حدود محل الشركة كما هو محدد في

= Kerstin Peglow, *Le Contrat de société en droit Allemand et en droit français compares*, L.G.D.J., 2003, p.205 et s.

(١) ويجب عدم الخلط ليس فقط بين محل الشركة وغرض الشركة بل وأيضا بين هذا الأخير وبين المصلحة المشتركة *Interet Social*. فهذه الأخيرة لا تقتصر على مصلحة الشركاء - إذ قد تعارض هذه الأخيرة مع مصلحة الشركة - بل تمتد كذلك لتشمل مصلحة الشركة ذاتها سواء في علاقاتها مع موظفيها وعمالها أم مع مورديها ودائيتها.

De l'intérêt Social, J.C.P., éd., E., 1995, 1. 488

(٢) المادة ١٣٥ من التقنين المدني المصري.

(٣) أنظر في تحديد محل الشركة عبر نظامها الأساسي :

Kerstin Peglow, *precite*, p. 229.

نظامها الأساسي. وتفادياً لهذه الصعوبة فقد جري العمل فى فرنسا منذ عام ١٩٨٧ على أن مستخرجات السجل التجاري وسجل الشركات لا تتضمن محل الشركة وإنما النشاط الفعلي للشركة المقيمة. وهكذا وعند حدوث اختلاف بين المحل النظامي للشركة ونشاطها الفعلي يجوز للغير التمسك بهذا الأخير فى مواجهة الشركة. وقد يصل الأمر إلى بطلان الشركة ولو بدا محلها النظامي مشروعاً طالما كان يخفى وراءه نشاطاً فعلياً غير مشروع^(١).

وعلاوة على ما تتطلبه القواعد العامة من وجوب أن يكون محل الشركة مشروعاً وممكناً، ينبغى أن يكون المحل معيناً بحيث لا يجوز تأسيس شركة للاشتغال بالتجارة من غير تحديد لنوعها. وغالباً ما يتم تعيين المحل فى العقد على نحو مرن يسمح بإضافة الأعمال التى تتصل بطريق مباشر أو غير مباشر بنشاط الشركة الرئيسي، وهو ما يطلق عليه فى العمل " شرط المظلة" *Clause Parapluie*^(٢). ويجد هذا الشرط فائدته الجوهرية فيما لو أصبح محل الشركة مستحيل التحقيق بسبب حدث وقع أثناء حياتها بما يؤدى وجوده إلى تفادى حل الشركة قضاءً^(٣).

CA Paris, 21 nov. 1951, S.1952,2, p.105, concl. (١)
M. Gegout. Comp. cependant CJCE, 13 nov.
1990, Marleasing, no 244.

Ph. Merle, Droit Commercial, Sociétés (٢)
Commerciales 5ed, 1996, No 54.

Ph. Merle, op.cit., No 54, p.65. (٣)

١٢- النشاط المعني بين الشركة الأم والشركة التابعة :

وتجنباً للصعوبات المتعلقة بتحديد النشاط الذي يتم توزيع أرباحه على حملة الأسهم القطاعية، قد يكون السبيل لذلك هو النص على أن يمارس هذا النشاط ليس بواسطة الشركة الأم مصدرة الأسهم القطاعية وإنما من خلال شركة أخرى تابعة تباشر ذات النشاط على وجه التحديد.

وبما أن الشركة التابعة تتمتع بشخصية اعتبارية خاصة بها ولها بالتالي ذمة مالية مستقلة فلا محل للشك فيما يتعلق بحساب الأرباح التي تستأثر بها الأسهم القطاعية. وقد جرت العادة في مثل هذه الأحوال على أن تنتقل هذه الأرباح في خطوة تالية إلى الذمة المالية للشركة الأم، ومع ذلك ولأسباب مالية وضريبية فقد أفضى الواقع العملي إلى تصور يُعطي بمقتضاه مساهمو الشركة الأم - حملة الأسهم القطاعية- حق الحصول مباشرة على الأرباح التي يحققها نشاط الشركة التابعة أو الوليدة.

١٣- سهم الوصول للربح:

هذا الوضع المركب يثمر عن نوع من الأسهم جري العمل على تسميته " بسهم الوصول للربح " أو " سهم النفاذ للربح " dividend access share . وبرغم اللجوء إلى ذات الوضع حتى خارج إطار الأسهم القطاعية فإن الأمر يثير بعض علامات الاستفهام التي تصل درجتها إلى حد التحفظات.

وبداية فإن سهم الوصول للربح يعتبر بمثابة أداة لإيصال أرباح نشاط الشركة التابعة لحملة الأسهم القطاعية ولكن دون أن يكون لحامله الحق في التصويت أو في اقتسام فائض التصفية عند حل الشركة.

وعموماً فبمقتضى الحقوق المحدودة المرتبطة بأسهم الوصول للربح غالباً ما تكون القيمة السوقية لهذه الأسهم هي ذاتها قيمتها الاسمية التي صدرت بها. وطالما يكفى المساهم الجديد المنضم إلى الشركة دفع القيمة الاسمية للحصول على السهم فإن تمويل عملية الاستحواذ على مثل هذه النوعية من الأسهم أكثر سهولة من الاستحواذ على غيرها من الأسهم الأخرى^(١).

وبعبارة موجزة فإن سهم الوصول للربح يترجم حالة الشخص الذى يحوز أسهماً فى شركة مسيطرة Societe Contrôlante (الشركة الأم) على شركة أخرى Societe Contrôlée (الشركة التابعة) تقوم بالنشاط الذى رصدت له الأسهم القطاعية، حيث تقوم هذه الأخيرة بدفع أرباح الأسهم القطاعية لحملتها فى الشركة الأولى دون أن تلتزم الشركة الأم بدفع أى شئ لوفاء الحملة.

وحتى تستبين العلاقة بين الأسهم القطاعية وأسهم الوصول أو النفاذ إلى الربح فإن الأمر لا يخرج عن أحد فرضين: الفرض الأول وفيه لا تكون للشركة الأم السيطرة الكاملة على الشركة التابعة بتملكها جميع أسهم هذه الأخيرة وإنما لها السيطرة على النحو الذى يجعلها هى المساهم الأكبر

(١) أنظر فى سهم الوصول للربح :

J.-P. LE GALL et A. VIANDIER, " Le dividend access, un modèle français ", JCP éd., E., 1991. 1. 103.

وانظر أيضاً فى دور هذا النوع من الأسهم فى عمليات الاندماج والاستحواذ داخل مجموعة الشركات :

PAUL LE CANNU et BRUNO DONDERO, Droit des sociétés, L.G.D.J., 5 éd., 2013, no.1602.

فى الشركة التابعة (بنسبة ٥١٪)، وهنا تثار مشكلة توزيع الأرباح الناتجة عن نشاط الشركة التابعة. فلو تصورنا أن الشركة الأم تمارس فى جزء من نشاطها نشاطا مبتكرا (مثل الاتصالات) وبالتالي كانت أسهمها الصادرة عنها متنوعة بين أسهم عادية وأسهم قطاعية، ثم قامت هذه الشركة (الأم) بتأسيس شركة تابعة لها - تمارس ذات نشاط الاتصالات - واكتبت فى رأسمالها بنسبة ٥١٪ أو أكثر على الوجه الذى صار لها السيطرة عليها، أو أن الشركة التابعة كانت موجودة من الأصل أثناء حياة الشركة الأم فاشترت الأخيرة من أسهم الأولى ما حقق لها السيطرة عليها. فى مثل هذه الحالة وعند توزيع أرباح الشركة التابعة، الأصل أن يجري هذا التوزيع على مساهميها (الشركة الأم بنسبة ٥١٪ وبقية مساهمي الشركة التابعة بنسبة ٤٩٪) ومن ثم فإن مجريات الأمور ستؤدى إلى دخول نصيب الشركة الأم من أرباح نشاط الشركة التابعة فى ميزانيتها^(١) - أى ميزانية الشركة الأم - كأرباح محققة من استثمارات هذه الشركة (الأم) فى إحدى الشركات التابعة لها، وهو ما سيؤدى بطبيعة الحال إلى لزوم توزيعها على جميع مساهمي الشركة الأم بدون استثناء (أسهم عادية وأسهم قطاعية). هنالك يأتى دور أسهم الوصول أو النفاذ إلى الربح حيث نشاط الشركة التابعة la filiale قد خصصت له الشركة الأم الأسهم القطاعية les actions sectorielles، فتقوم بمنح حملة هذه الأخيرة أسهم النفاذ إلى الربح dividend access shares - وهى كما أشرنا من قبل ليس لها الحق فى التصويت داخل الشركة التابعة-

(١) ومن المفهوم قطعاً أن أرباح نشاط الشركة التابعة ستدخل فى ميزانيتها كأرباح محققة من نشاطها ومن ثم يتم توزيعها على مساهميها وهم الشركة الأم وبقية مساهمي الشركة التابعة.

وكانها إن صح وصفها عبارة عن حوالة حق نقلت بمقتضاها الشركة الأم حقها المتمثل في نصيبها من أرباح الشركة التابعة إلى حملة الأسهم القطاعية في الشركة الأم.

بتعبير آخر فقد أريد بمنح حملة الأسهم القطاعية هذه الأسهم المسماة بأسهم النفاذ إلى الربح، وبناء على ما تتطلبه الأمور المالية والضريبية، تفادى توزيع أرباح نشاط الشركة التابعة - ونعني بها نصيب الشركة الأم من أرباح هذه الأخيرة - على حملة الأسهم العادية والقطاعية معا في الشركة الأم الأمر الذي كان ليحدث فيما لو دخل نصيب الشركة الأم في ميزانيتها العامة^(١). وهذا يستلزم بطبيعة الحال النص في النظام الأساسي للشركة الأم على أن أى نشاط مبتكر تصدر عنه أسهم قطاعية تذهب أرباحها إلى حملة هذه الأسهم وحدهم دون غيرهم من حملة الأسهم العادية الأخرى في الشركة.

وعلى ما سبق يمكننا القول أن حملة الأسهم القطاعية في الشركة الأم هم من الغير بالنسبة للشركة التابعة باعتبار أن الشركة الأم كشخص معنوي هي المساهم في الشركة التابعة والتي تمارس النشاط الذي صدرت عنه الأسهم القطاعية في الشركة الأم.

أما الفرض الثاني ففيه تكون الشركة التابعة la filiale (والغالب أن تكون في هذه الحالة شركة شخص واحد) مملوكة في جميع أسهمها للشركة الأم حيث تكون هذه الأخيرة مسيطرة سيطرة كاملة على الأولى،

(١) وجدير بالإشارة أنه لا يمكن تصور أفراد الشركة الأم بكل أرباح الشركة التابعة حيث يساهم مع الشركة الأم في هذه الأخيرة مساهمون آخرون وإلا صار الأمر شرط أسد حُرْم بمقتضاه بقية مساهمي الشركة التابعة من أرباحها وبالتالي صارت الشركة التابعة شركة باطلة.

وهنا لا تثور أى مشكلة نظرا لاستثمار الشركة الأم بكامل أرباح الشركة التابعة حيث تمتلك جميع أسهم الأخيرة بالكامل. وبالتالي يصدر لحملة الأسهم القطاعية فى الشركة الأم أسهم النفاذ إلى الربح لتؤدى ذات الدور الذى تؤديه فى الفرض السابق.

وبالعودة إلى أسهم النفاذ إلى الربح فمن نافلة القول أن القانون الفرنسى لا يجهل الفكرة فى أساسها حيث تمنح بعض الأوراق المالية حقوقا فى شركات عدة، ومن ذلك مثلا المادة ٢٢٨-٩٣ من التقنين التجارى التى تميز للشركة التابعة إصدار قروض سنديّة على أن يتم سددها أو تحويلها إلى أسهم فى الشركة الأم^(١).

يستتج من ذلك إذن أن ظهور مثل هذه الأوراق المختلطة فى الواقع العملي له دلالة على أن الأوراق المالية، ومنذ صدور القانون رقم ١٣٢١-٨٥ الصادر فى ١٤ ديسمبر عام ١٩٨٥ بتعديل بعض نصوص قانون الأوراق المالية والشركات وعمليات البورصة، لم تعد حبيسة الأنواع المحددة لها بواسطة القانون، وإنما يجوز للشركات أن تصدر بنفسها كافة أنواع الأوراق المالية التى يحددها لها نظامها الأساسى. علاوة على ذلك فإن شرط "النفاذ إلى الربح" لا يعدو أن يكون نتاجا لضم أو اندماج حسابات الشركات أو بعبارة أخرى فإن الأرباح الناتجة عن النشاط المبتكر الذى صدرت عنه الأسهم القطاعية تعتبر قد تحققت على مستوى المجموع وليس على مستوى كل من الشركات التى يضمها هذا المجموع.

(١) Peltier, Les obligations convertibles en actions de la société mère : Bull. Joly 1997, No 214, p.525.

وكما تأتي الرياح بما لا تشتهي السفن، فقد ارتأى البعض^(١) أن توزيع الأرباح المتحققة عن نشاط الشركة التابعة la filiale مباشرة على حملة الأسهم القطاعية أمر يثير الجدل من جانب الشركة الأم التي أصدرت هذه الأسهم.

فالواقع العملي يشهد بأن هذه الأخيرة - أى الشركة الأم - تتنازل عن الأرباح التي تقبضها من ولیدتها حيث يتم دفعها لمساهميها دون أن تمر بدمتها المالية الخاصة. ولما كان هذا التنازل يأخذ عادة شكل التفويض - أو إن جاز القول حوالة حق كما ذكرنا سلفاً - لصالح حملة الأسهم القطاعية وكان هذا التفويض بمثابة عمل من أعمال الإدارة فبدهى أن يدخل فى اختصاص مجلس إدارة الشركة الأم مصدرة تلك الأسهم. وهذا يجافى الواقع عملاً إذ يأتى التفويض بصورته المذكورة إثر صدور الأسهم القطاعية وبشكل تابع أو لصيق بعمالية الإصدار على النحو الذى يبدو معه الوضع وكأن الجمعية العامة غير العادية تقرر إصدار الأسهم القطاعية وتفويض حملتها فى حق الحصول على نصيبها من الأرباح الموزعة من الشركة التابعة فى آن واحد.

والسؤال الذى ينتجه المشهد السابق - ومع كون الجمعية العامة غير العادية للشركة هى جهازها السيادى - يدور حول ما إذا كانت هذه الجمعية تملك سلطة منح التفويض فى قبض هذه الأرباح رغم أن الأمر لا يعدو أن يكون عملاً من أعمال التبرع باعتبار أن الشركة الأم لا تتلقى شيئاً مقابل هذا التنازل؟ ومع التشكك فى سلامة هذه العملية فقد يكون للتحوف محل من اعتراض دائنى الشركة الأم مصدرة الأسهم القطاعية إذا

Guyon, op.cit., no.14.

(١)

كانت هذه الأخيرة في مركز مالي مضطرب، بل وأيضا اعتراض مساهميهما الآخرين الذين لم تنلهم الاستفادة من توزيع أرباح الأسهم القطاعية.

على العكس فالصورة ليست قائمة بهذه الدرجة من منظور الشركة التابعة *la filiale* حيث تخف وطأة الأمور المركبة لاسيما مع خضوع هذه الشركة لذات النظام القانوني الذي يحكم الشركة الأم.

فالأصل أن الشركة التابعة لا تغير انتباها لعملية الأسهم القطاعية الصادرة عن الشركة الأم، وأقصى ما يمكن أن تقف منها موقف المشاهد المحايد الذي لا يهمه حينئذ أن تكون الأرباح الناتجة عن نشاطها - نشاط الشركة التابعة - قد ذهبت إلى الشركة الأم ذاتها أو إلى مستفيدين آخرين عينتهم هذه الأخيرة بنفسها (حملة الأسهم القطاعية).

ومع ذلك وإزاء عملية إصدار الأسهم القطاعية كعملية حديثة أفرزها الواقع العملي تاركا إياها رهن التطور اللحظي دون بيان أبعادها المستقبلية، قد يكون من الأهمية بمكان أن تتحدد العلاقات بين الشركة الأم والشركة التابعة من خلال اتفاق يبرم بينهما قبيل إصدار الأسهم القطاعية. ومما يدعم ضرورة وجود مثل هذا الاتفاق ويربك الأوضاع في العلاقات القائمة بين الشركتين أن يكون مديرو الشركة التابعة مساهمين في ذات الوقت في الشركة الأم وحاملين لأسهم قطاعية، وهو الوضع الذي يخولهم الحصول على جزء من أرباح الشركة التابعة (نصيب الأسهم القطاعية) قبل أن تلمسه يد الشركة الأم أو بعبارة أدق يد بقية حملة الأسهم القطاعية فيها. وهنا يقترن قلق هؤلاء مع شبهة تعسف مديري الشركة التابعة في استخدام أموال الشركة.

أخيراً، إذا كان الحديث قد طال كل من الشركة الأم والشركة التابعة فإن حملة الأسهم القطاعية ليسوا بدورهم بمنأى عما يمكن أن يؤثر سلباً على حقوقهم ومصالحهم الشخصية. ولعل أبرز ما يجسد هذا التأثير يكمن فى الخطر المحتمل الذى يمكن أن تنطوي عليه عملية منحهم أسهم الوصول أو النفاذ للريح باعتبار أن هذه الأسهم لا تجيز حملتها المشاركة فى اجتماعات الجمعية العامة العادية للشركة التابعة التى تنهض بالتصديق على حسابات الشركة وتوزيع الأرباح ومن ثم إصدار القرار بتخصيص نصيب الأسهم القطاعية من هذه الأرباح. بعبارة أخرى فقد تكون الخشية من أن تقرر الجمعية العامة للشركة التابعة إدماج تلك الأرباح فى الاحتياطي كما درجت العادة بشكل ممنهج فى كثير من الشركات. وقد ترتفع الخشية إلى درجة الرعب على الوجه الذى لا يتوقف معه الأمر عند عدم حصولهم على أى عائد فوري، وإنما إذا حدث وأن انقضت الشركة التابعة أو تم حلها فإن ناتج تصفيتها سيعود إلى الشركة الأم بما يحتمه ذلك من توزيعه على جميع مساهميها سواء من حملة الأسهم القطاعية أو غيرهم من حملة الأسهم الأخرى العادية أو الممتازة إن وجدت. ولمواجهة تلك المشكلة قد يكون الحل فى الاتفاق على أن تتعهد الشركة الأم بتوزيع الأرباح المتحققة من نشاط الشركة التابعة رغم ما يبدو من صعوبة إتمام مثل هذا الاتفاق بسبب عدم أخذه فى الاعتبار مصلحة الشركة التابعة.

١٤- ثانياً: إعادة الشراء الإلزامي للأسهم القطاعية :

من المسلم به وكما أشرنا من قبل أن الأنشطة التى تصدر عنها الأسهم القطاعية تدرج على الدوام ضمن فئة الأنشطة المبتكرة مثل صناعة التكنولوجيا المتقدمة high-tech industry والبرمجيات Software والتى تتسم عادة بتطورها المستمر والسريع.

والحال كذلك فقد يبدو التساؤل منطقيا حول ما إذا كانت الحكمة تقتضى احتفاظ الشركة بمصدرة الأسهم القطاعية بالحق في إعادة شرائها^(١) أو تحويلها إلى أسهم عادية عند ترك النشاط المعنى أو توقفه، علما بأن هذا التوقف ينتج إما عن نقل جزئي لأصول الشركة فيما لو كانت الشركة المصدرة تباشر بنفسها النشاط المبتكر أو عن إنقضاء الشركة التابعة ذاتها إذا كانت هي التي تباشر هذا النشاط. ولا شك أن التفكير في تضمين النظام الأساسي للشركة بند إعادة شراء الأسهم القطاعية أو تحويلها إلى أسهم عادية، له حكمته الظاهرة باعتبار هذا البند يمثل إجراء احترازيا يؤدي غيابه - في ظل الوضع السابق - إلى تجميد حياة الشركة ومن ثم الإضرار بمصالح المساهمين فيها.

وقد استغرقت هذه المسألة من البحث المقترن بالتردد وقتا طويلا حتى بلغت القبول، فاعترف القضاء الفرنسي مؤخرا بصحة شروط إعادة الشراء الإجباري التي يتضمنها النظام الأساسي للشركة سواء عند

(١) أنظر بوجه عام في شراء الشركة لأسهمها :

J. Cl. Coviaux, L'achat par une société des ses propres actions in Dix ans de droit de l'entreprise, Litec 1978, p.187. F.D. Poitrinal, L'auto-détention du capital, approche comparative entre les droits français et américain, Banque 1991, p. 732, Le rachat par les sociétés de leurs propres actions, C.O.B. janv. 1998. Cf. commentaire A. Couret, Dr. Sociétés mars 1998, p.3, Banque et Droit no 3-1997,p.3 J.J. Daigre, J.C.P. éd. E. 1998, p.193, Rev. Dr. Bancaire no 65-1998, p.3

تأسيسها أم عند إصدار الأسهم القطاعية محل إعادة الشراء. ومع ذلك فمن غير المتصور أن تجري عملية إعادة الشراء على هذا النحو استنادا إلى مجرد مبادرة الشركة مصدرة الأسهم القطاعية، وإلا أصبحت العملية متوقفة على محض إرادتها بشكل تحكيمي بحيث يتوقف إجراؤها على مبادرة الشركة فحسب دونما قيد أو شرط. لذا فقد يبدو ضروريا لدى إصدار الأسهم القطاعية النص على الحالات التي يتم فيها إعادة شراء هذه الأسهم أو تحويلها إلى أسهم عادية وكذلك وضع حد نهائي لحياة هذه الأسهم^(١).

ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد بل - وكعادة أى نظام جديد يفرزه الواقع العملي قبل أن تتلقفه نصوص التشريع - تتوالى الصعوبات فيثور التساؤل حول ما إذا كانت عملية إعادة شراء الشركة للأسهم القطاعية أو تحويلها إلى أسهم عادية تتم بقوة القانون أم أن الأمر يستلزم موافقة الجماعة الخاصة بحملة الأسهم القطاعية.

ويدهى أن الإجابة على التساؤل السابق تتوقف على طبيعة الشرط المتعلق بإعادة الشراء أو التحويل في النظام الأساسي للشركة.

فإذا كان هذا الشرط محددًا بشكل واضح وموضوعي فلا أهمية للحصول على موافقة الجماعة الخاصة بحملة الأسهم القطاعية، وسيقتصر

(١) Yves Guyon, Les Tracking stocks, Mélanges AEDBF (Association Européenne pour le droit bancaire et financier) – France 3, Banque éditeur, 2001 p.193, COURET A., « Les actions traçantes », Dr. Sociétés, Actes pratiques et ingénierie sociétaire, 2000, no. 53.

دور مجلس إدارة الشركة حينئذ على التحقق من استيفاء هذا الشرط واستخلاص نتائجه.

على العكس فإن تداول المسألة مع جماعة حملة الأسهم القطاعية والحصول على موافقتهم الإجماعية يصبح أمراً ضرورياً إذا كان الشرط المذكور محلاً لتفسيرات متباينة.

وفى كل الأحوال يتعين تحديد الشروط المالية لإعادة الشراء أو التحويل وهو ما يفضل أن يكون متزامناً مع إصدار الأسهم القطاعية رغم صعوبة ذلك حيث يصعب كثيراً فى هذا التوقيت الوقوف على القيم النسبية لتلك الأسهم أو مثيلتها العادية الأمر الذى يستوجب دوماً اللجوء للخبرة فى هذا الشأن.

يبقى الفرض الذى لا يتضمن فيه النظام الأساسى للشركة مصدرة الأسهم القطاعية نصاً صريحاً على إعادة شراء هذه الأسهم بمعرفة الشركة، حيث لا يبدو ممكناً فى هذه الحالة إلزام حملة الأسهم القطاعية بمبادلة أسهمهم بأسهم صادرة عن شركة تابعة للشركة الأم كونها - أى الشركة التابعة - ستكون هى ذاتها التى تقتنى أرباحها أثر الأسهم القطاعية.

وحتى تتبدد الشكوك التى تولدها الحلول السابقة قد يتفتق الذهن عن تصور واقعى تصدر بمقتضاه الأسهم القطاعية تحت شكل أسهم ممتازة ذات أولوية فى الحصول على الربح ويدون الحق فى التصويت، وهى الأسهم التى نظم المشرع الفرنسى إعادة شرائها فى المادة ٢٢٨ - ١٩ من التقنين التجارى^(١). هذا الحل على وجاهته ليس الأمثل ليس فقط لأن

(١) أنظر أكثر تفصيلاً فى هذه المسألة :

النظام الحاكم لعملية إعادة الشراء كما وضعه القانون غير ملزم على وجه الإطلاق، وإنما أيضا لأن الحرمان من الحق في التصويت من شأنه إضعاف وضع حملة الأسهم القطاعية في الشركة.

١٥ - التحويل إلى أسهم عادية :

ومع توالى البحث عن الحلول قد يطرح التساؤل نفسه ببساطة حول مدى صحة الشرط الذى يميز تحويل الأسهم القطاعية إلى أسهم عادية بمبادرة فردية من حملتها. وعلى بساطة السؤال تأتي الإجابة سريعة وواضحة إذ لا شئ يمنع من صحة هذا الشرط لاسيما وأن الأسهم القطاعية تمنح حقوقا إضافية لا تمنحها الأسهم العادية بما يجوز معه التنازل دائما عن أى حق مكتسب يمنحه السهم لصاحبه.

هذه النتيجة الأخيرة التى يترجمها التساؤل السابق والرد عليه إن كانت لها دلالة، فدلالاتها الواضحة تكمن فى أن الرغبة فى إصدار الأسهم القطاعية من أجل تطوير المشروعات الاقتصادية قد تفضى فى النهاية إلى خيبة آمال أصحابها بما يؤثر سلبا على الشركة المصدرة لها ويعرقل إدارتها بل ويهدد بانهارها بسبب صعوبة تجمع مساهمين ذوى مصالح متباينة تحت سقف شركة واحدة^(١).

= H. LE NABASQUE, " La réforme des actions de préférence ", JCP éd., E, 2008, p.2445, R. MORTIER, « La non-réforme des actions rachetables », BJS 2008, p.948.

Céline Cros, Les actions « reflets », concept (١) d'avenir ou effet de mode », op.cit. p.23

وإذا كان ولا بد من إيجاد حل للمشكلة فقد تبتعد الأذهان عن سلوك طريق إصدار الأسهم بشكل يكون بديلها اللجوء إلى صكوك مستقلة تمنح أصحابها الحق في الحصول على الأرباح المتحققة من فرع نشاط الشركة الأم - النشاط المبتكر - أو من شركة تابعة لها ممارسة لهذا النشاط.

ورغم وجهة التفكير إلا أن وصمة الخشية من فكرة السهم قد تلاحق هذه الصكوك التي تتلازم في فحواها مع تلك التي تُمنح للمؤسسين الذين يقومون بتقديم خدمات للشركة عند تأسيسها وتحويلهم نظير ذلك الحق في الحصول على نصيب من الأرباح يحدده نظام الشركة وهي الحصص التي يطلق عليها " حصص التأسيس ". هذه الأخيرة التي حظرها المشرع الفرنسي صراحة بمقتضى نص المادة ٢٢٨ - ٤ من التقنين التجاري (ومن قبلها المادة ٢٦٤ من قانون الشركات الصادر في الرابع والعشرين من يوليو عام ١٩٦٦)، كانت تمنح حاملها - وهم ليسوا بالضرورة من المساهمين - حقا يتمثل عادة في الحصول على جزء من أرباح الشركة، وربما على نصيب من موجوداتها عند التصفية.

وبرغم ما قيل في مساوئ حصص التأسيس لاسيما تعسف أصحابها في استخدام مركزهم تجاه الشركة بما أدى إلى خلق جو من التعارض وعدم الانسجام بين مصالحهم وبين مصالح حملة الأسهم، فقد ارتأى فريق من الفقه الفرنسي^(١) أن ثم تغييرا في الأوضاع قد حدث منذ

Y. Guyon, op.cit. p. 194.

(١)

صدر القانون رقم ١٣٢١-٨٥ فى ١٤ ديسمبر عام ١٩٨٥ والخاص بتعديل بعض نصوص قانون الأوراق المالية والشركات وعمليات البورصة والذي حرر فيه المشرع الفرنسي نظام إصدار الأوراق المالية من بعض القيود الواردة عليه^(١). ومن ثم فقد أمل هذا الفريق فى أن تساهم هذه التعديلات فى إزالة منع إصدار حصص التأسيس^(٢) باعتبار أن هذه الحصص هى الأكثر مناسبة لمفهوم الأسهم القطاعية، وإلا فالبديل هو إصدار هذه الأخيرة فى شكل قسائم أو صكوك تعطى أصحابها حقا فى الحصول على جزء من الأرباح وحينئذ يتوجب أن تكون هذه الصكوك ملكا لمساهمين فى الشركة. فبالنظر إلى أن حصص التأسيس مستقلة ومختلفة تماما فى مفهومها عن الأسهم بوصفها لا تدخل فى تكوين رأس مال الشركة، يبدو ممكنا إذاً تخصيص تلك الصكوك للمساهمين - دون اعتبارها البتة ملحقه بالأسهم - وفق معايير موضوعية تمكنها من التداول فيما بين المساهمين فقط.

(١) أنظر فى النظام الجديد للأوراق المالية فى القانون الفرنسي:

COURRET A. et Le NABASQUE H., « Valeurs mobilières - Augmentations de capital - Nouveau régime - Ordonnances des 25 mars et 24 juin 2004 », Francis Lefebvre édition, 2004.

(٢) جدير بالإشارة أن المشرع المصري لم يصل بمحصول التأسيس إلى حد تحريمها، بل اقتصر على تقييد إنشائها بقيود معينة حيث نصت المادة ٢/٣٤ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنه " لا يجوز إنشاء حصص تأسيس أو حصص أرباح إلا مقابل التنازل عن التزام منحته الحكومة أو حق من الحقوق المعنوية".

وهكذا فقد أظهرت الدراسة السابقة أن الأسهم القطاعية قد تولدت حديثاً كإحدى الثمار غير المباشرة لثورة المعلوماتية وتكنولوجيا الاتصالات، وهى مع جاذبية فكرتها قد شهدت انتعاشاً منقطع النظير فى مجال عمل الشركات المساهمة التى تمارس نشاطاً مبتكراً.

وقد ساهم فى ولادة الفكرة أساساً أنها كانت نبت أنظمة اقتصادية قوية - قوامها التطور المستمر - مدعومة بأنظمة قانونية مؤثرة. ولا شك أن هذه الاقتصاديات بحركتها الدائبة فى التجارة الدولية وتلك القوانين الداعمة لنشر الثقافة القانونية فى العديد من دول العالم سيكون لهم أبلغ الأثر فى وصول تلك الأفكار ولاسيما فكرة الأسهم القطاعية إلى الدول النامية.

وفى ضوء هذه الحقائق بدت الأسهم القطاعية وقد نفذت فى أسواق المال الأمريكية - مهد نشأتها - بشكل خارق ساعد عليه طبيعة النظام الأمريكي الذى يعتمد على الواقع العملي وما يفرزه من عمليات مالية تلقى انفتاحاً من جانب المشرع هناك قدر مساهمتها فى زيادة النمو والتطور الاقتصادى. على العكس فقد تثير الأسهم القطاعية مشكلات تعكسها حدائث الفكرة فى الوقت الذى تتسم فيه الأنظمة القانونية المتنامية للمدرسة اللاتينية بوجود قوالب ونظريات جامدة يصعب تقبلها لأفكار جديدة. تلك الأفكار التى لا يمكن إدراجها بذاتيتها وخصائصها التى نشأت عليها داخل إطار القواعد القانونية التقليدية التى لظالما قام القضاء بتطبيقها على مدار سنوات طويلة.

وبينما الوضع كذلك فى الدول المتقدمة التى وصلتها الأسهم القطاعية ، فقد بدأت مصر منذ عام ١٩٩٠ فى تبني برنامج لإعادة هيكلة الاقتصاد يعتمد بالأساس على التحول من نظام الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق الحر للحاق بقاطرة الاقتصاد العالمى الذى يركز على حرية المنافسة. و انتهجت الدولة فى هذا الإطار العديد من البرامج التى تهدف إلى تنمية مختلف القطاعات الاقتصادية وجذب الاستثمارات الوطنية والأجنبية المباشرة وتحقيق الرخاء الاقتصادى بصفة عامة.

ومع انتشار الشركات المساهمة التى تمارس أنشطة مبتكرة فى مصر فى الوقت الراهن قد يبدو ملائماً تماماً التفكير فى إدخال فكرة الأسهم القطاعية إلى النظام القانونى المصرى بضوابط معينة على النحو الذى يساهم فى تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة بما فى ذلك تشجيع الاستثمارات الأجنبية فى قطاعات البرمجيات وتكنولوجيا المعلومات.

تم بحمد الله