

## الضمانات القانونية لحماية المستثمر في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

## Legal guaranties in view of protecting investor in stock-convertible bonds

تاريخ القبول: 24/03/2019

تاريخ الارسال: 05/03/2018

نادية هلالة، جامعة محمد ملين دباغين جامعة سطيف 2

setif382@gmail.com

## الملخص

تعتبر الأوراق المالية الممول الرئيسي لسوق البورصة الذي يعد من أهم الأسواق المدعومة للاقتصاد الوطني. لذا سعى المشرع إلى إنشاء أوراق مالية جديدة لتشجيع المدخرين على الاستثمار فيها، ومن هذه الأوراق المستحدثة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم. يستوجب الاستثمار في هذا النوع من السندات توفير مجموعة من الضمانات القانونية التي تحمي المستثمرين فيها وهو ما قام به المشرع الجزائري من خلال وضع جملة من الآليات التي تضمن توفير حماية خاصة لأصحاب هذه السندات منها ما هو مكرس قبل إصدار السندات ومنها ما هو مكرس بعد الإصدار والاكتمال فيها من قبل المستثمرين. تهدف هذه الدراسة إلى إبراز جملة الضمانات التي وضعها المشرع لحماية أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ومدى كفايتها لتحقيق الهدف المرجو المتمثل في جذب المدخرين للاستثمار فيها وبالتالي ضمان تمويل الشركات وتدعيم الاقتصاد الوطني.

**الكلمات المفتاحية:** شركة المساهمة، الأوراق المالية، سندات الاستحقاق، سندات القابلة للتحويل إلى أسهم، حماية

المستثمرين.

## Résumé

Les titres sont considérés comme la principale source de financement de la bourse qui assure le bon fonctionnement de l'économie nationale. A cet effet, le législateur a envisagé la création de nouveaux types de titres et ce pour inciter les épargnants à investir leurs fonds. Il s'agit d'obligations convertibles en actions et qui nécessitent des garanties juridiques qui protègent leurs porteurs. Pour ce faire, le législateur algérien a mis en place des mécanismes et des garanties qui doivent être présentes avant l'opération d'émission de ces titres et après la souscription. La présente étude tente de mettre en évidence cet ensemble de garanties et de savoir si elles sont en mesure d'atteindre les objectifs escomptés qui consistent à inciter les épargnants à investir dans ce type de titres, permettant le financement des sociétés et un appui à l'économie nationale.

**Mots-clés :** Société anonyme, Titres, Obligations, Obligations convertibles en actions, Protection des investisseurs.

## Abstract

Securities are known to be the unique and sole funding source of the stock exchange that is seen as the most important domestic economy backing market. That is why the legislator strived to create new securities in order to encourage savers investing in them. Among these newly issued securities, there are bonds convertible into stocks. Investing in this type of bonds requires a wide range of legal guarantees to protect investors. Hence, the Algerian legislator sets up several mechanisms that provide bondholders with particular protection; some of them were already put in use before the bonds issuance, while others are set after the investors' issuance and subscription. This paper aims at highlighting the different guarantees put forward by the legislator to protect holders of convertible bonds into stocks. It also aims to explore the extent to which these guarantees are sufficient to reach the expected objective of attracting savers towards investing and, thus, guaranteeing financing companies and backing home economy.

**Keywords:** Joint-Stock company, Securities; Maturity bonds, Convertible Bonds in stocks, Protect investors.

## مقدمة

إلى حين ممارسة حملة هذه السندات لخيار التحويل ، خلافاً في حالة إصدار أسهم جديدة حيث يشارك المساهمون الجدد المساهمون القدامى في الأرباح والاحتياطي وإدارة الشركة منذ الاكتتاب فيها.

أخيراً قابلية تحول هذه السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها ، وهو ما يضمن توفير الأموال المطلوبة للشركة عند الحاجة إليها في فترات قصيرة ودون تحمل أعباء ثقيلة.

من المزايا المذكورة سابقاً نلاحظ أن حماية المستثمر في هذا النوع من السندات تبدو ضرورية لصالح الاقتصاد الوطني. إضافة إلى أن المستثمر في هذه السندات شخص غير مهني ، الأمر الذي يجعله طرفاً ضعيفاً يتوجب حمايته. وعلى ضوء هذه المعطيات نطرح الإشكالية التالية: ما هي الضمانات القانونية التي كرسها المشرع لحماية المستثمر في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم؟ وما مدى كفاية هذه الضمانات ونجاعتها لجذب المدخرين من أجل توظيف أموالهم في هذه السندات؟

إن الغاية الأساسية من هذه الدراسة هي البحث عن مختلف الآليات والضمانات التي أقرها المشرع الجزائي لحماية أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وإبراز مدى كفايتها لجذب المدخرين من أجل الاستثمار فيها وبالتالي ضمان تمويل الشركات وتدعيم الاقتصاد الوطني.

تبدو مظاهر حماية أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم من خلال عدة مراحل ، وعلى ذلك ارتأينا معالجة الموضوع من خلال الخطة التالية:

## المطلب الأول: الضمانات المكرسة قبل الاكتتاب

## في السندات

الفرع الأول: تعزيز الشروط المتطلبة في الشركة المصدرة.

الفرع الثاني: ضمان إعلام ملائم للمستثمر.

## المطلب الثاني: الضمانات المكرسة بعد إصدار

## السندات والاكتتاب فيها

الفرع الأول: منع الشركة من القيام بالعمليات التي تلحق ضرراً بأصحاب هذه السندات.

إن الأهمية التي تتمتع بها سندات الدين وتأثيرها في حركة الاستثمار والحياة الاقتصادية تزداد يوماً بعد يوم ، وعلى هذا الأساس زادت أنواعها المطروحة على الساحة المالية ، فلم يعد الإصدار مقصوراً على السندات التقليدية ذات العائد الثابت ، بل استحدثت أنواعاً عديدة منها بمزايا مختلفة ، فظهرت السندات التي تقرب بين سندات الدين والأسهم أو التي تسمح لصاحبها بالانتقال من فئة الدائنين إلى فئة المساهمين ، ومن بين هذه السندات سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم.

عرفت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم على أنها سندات دين عادية ، لكن ضمن شروط إصدارها يدرج النص على إمكانية تحويلها من سند دين إلى سهم ، وبذلك تخول هذه السندات لحملتها المرور من حاملي سندات دين على ذمة الشركة إلى حاملي أسهم تمثل جزءاً من رأسمالها عن طريق التحويل<sup>1</sup>.

إن الاستثمار في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وإن كان يشكل من الناحية الفردية استثماراً للشخص الذي يكتتب فيها ، إذ يتيح له التمتع بفائدة ثابتة يمكنه من إنماء ثروته واسترجاع المبالغ المقترضة عند حلول تاريخ الاستحقاق ، ويكون له الحق في أن يحولها إلى أسهم إذا أصبحت الشركة ناجحة فيحصل على ربح متغير. إلا أنه يحقق مع ذلك وظيفة تمويل الشركات التي تسند لها مهمة القيام بالمشاريع الكبرى في الدولة ، إذ بفضل هذا الاستثمار تجمع الشركات رؤوس الأموال اللازمة لتسييرها وتمويل الاستثمارات المزمع إنجازها بأقل تكلفة ممكنة لأن الفائدة المقترحة في هذا النوع من السندات أقل من تلك المخصصة لسندات العادية ، وبذلك تكون تكلفة القرض أقل وهو ما يعود بالفائدة على الشركة هذا من جهة ، ومن جهة أخرى إذا قام حملة هذه السندات بتنفيذ خيار تحويلها إلى أسهم فسيزداد رأس مال الشركة ، وبذلك يتحقق للشركة ما كانت ترغب في تحقيقه منذ البداية عند إصدارها لهذا النوع من الأوراق ، وستقل مدفوعات الفوائد المستحقة لحملة السندات المعنية.

كما أن التمويل بهذا النوع من السندات يؤدي إلى تأجيل انخفاض قيمة الأرباح الممنوحة للمساهمين القدامى

لعل السبب الذي دفع بالمشروع إلى الترخيص للشركة المساهمة بإصدار هذا النوع من السندات هو المكانة المتميزة لها في الحياة الاقتصادية، حيث تعد أكبر محرك لاقتصاد البلدان، إضافة إلى بنية هذه الشركات والطبيعة المتميزة لشخصيتها المعنوية فهي لا تتأثر بالعوارض التي قد تصيب الأشخاص المكونين لها، أضف إلى ذلك جملة الخصائص التي تتميز بها شركة المساهمة والتي جعلت من هذه الشركة تقدم قدرا كبيرا من الضمانات والشفافية المالية للمكتسبين في أوراقها المالية، فالاعتبار المالي الذي تقوم عليه الشركة يجعل المستثمر يشعر بقدر كبير من الحرية في التصرف بأوراقه المالية وفقا لإجراءات بسيطة، وأيضا الشريك في شركة المساهمة لا يكتسب صفة التاجر الأمر الذي جعله يتخلص مما يرتبه القانون من التزامات ثقيلة على هذا الأخير. إذن الخصائص التي تتسم بها شركات المساهمة جعلتها في حد ذاتها تشكل ضمانا للمستثمرين فيها.

تنص المادة 715 مكرر 82 من التقنين التجاري على أنه: "لا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنيتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسددا بكامله". من هذه المادة نلاحظ أن المشروع الجزائري حرصا منه على حماية المستثمرين لم يترك الحرية لكل شركات المساهمة لقيام بإصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وإنما فرض شروطا صارمة على هذه الشركات قبل القيام بإصدار مثل هذا النوع من السندات. ويمكن أن نفصل في هذه الشروط كما يلي:

#### 1- أن تكون الشركة موجودة منذ سنتين على الأقل

حتى يحمي المشروع المستثمرين في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وضع شرطا يتمثل في ضرورة وجود الشركة الراغبة في إصدار هذه السندات لمدة سنتين على الأقل وأنشأت ميزانيتين مصادق عليهما من قبل المساهمين. قصد المشروع من وراء هذا الشرط منع الشركات من إصدار هذه السندات إلا بعد زمن من عملها حتى يتسنى للمكتسبين في سنداتهما ملاحظة سيرها ومعرفة مركزها المالي الحقيقي قبل الإقدام على الاكتتاب فيها<sup>4</sup>. كما يتجنب

الفرع الثاني: حمايتهم من العمليات التي تؤثر على مركزهم كمساهمين احتماليين.

يثبت لشركات المساهمة إصدار هذا النوع من السندات، كما يمكن لشركات التوصية بالأسهم إصدارها<sup>2</sup>. ونشير هنا إلى أننا سوف نقصر هذه الدراسة على السندات التي تصدرها شركات المساهمة، وسنعمد في ذلك على المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم بالأساس على قاعدة الوصف الدقيق والتحليل المعمق لنصوص القانونية لبيان مدى كفايتها أو قصورها قصد إيجاد الحل المناسب للقصور.

#### المطلب الأول: الضمانات المكرسة قبل الاكتتاب

##### في السندات

حتى يشجع المشروع على الاستثمار في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أضفى حماية خاصة للمستثمرين فيها، وذلك بتعزيز الشروط المتطلبة في الشركة المصدرة لها (الفرع الأول). كما ألزم هذه الأخيرة بتوفير إعلام واف حول الشركة قبل اكتتاب المستثمرين في هذه السندات لحمايتهم من أي احتيال أو تلاعب تقوم به الشركة (الفرع الثاني).

#### الفرع الأول: تعزيز الشروط المتطلبة في الشركة

##### المصدرة

لقد تطلب المشروع الجزائري شروط خاصة لإصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وذلك في المادتين 715 مكرر 114 و715 مكرر 116 من التقنين التجاري، يبين من خلالها الشروط الواجب توفرها في الشركة حتى تتمكن من إصدار هذا النوع من الأوراق. وهذه الشروط منها ما يتعلق بالشركة المصدرة (أولا) ومنها ما يتعلق بالسندات في حد ذاتها (ثانيا) ومنها ما يتعلق بالهيئة المصدرة لها (ثالثا).

#### أولا-الشروط المتعلقة بالشركة المصدرة

إن إصدار الأوراق المالية تختص به الأشخاص المعنوية<sup>3</sup>، ومن المادة 715 مكرر 82 التي أحالتنا إليها المادة 715 مكرر 114 من التقنين التجاري نجد أن شركات المساهمة التي تستوفي الشروط المحددة قانونا يمكنها إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

غير أنه استثناء من هذه الشروط أجاز المشرع الجزائري لشركة المساهمة إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل أداء رأس مالها بالكامل وحتى ولو لم يكن لها أكثر من سنتين من الوجود وإعداد ميزانيتين وذلك في الحالات التالية<sup>10</sup>:

- إذا كانت السندات مضمونة من الدولة أو من أشخاص القانون العام أو ضمانا من شركات تستوفي الشروط المنصوص عليها سابقا.

- إذا كانت السندات المصدرة مرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام.

ولا تشكل هذه الاستثناءات أي خطورة على أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، على الرغم من عدم أداء الشركة لرأس مالها بالكامل ودون مرور سنتين من وجودها، ذلك لأن حقوق هؤلاء مضمونة بكامل قيمتها من الدولة وبمقتضى رهن يعطيهم الأولوية على ممتلكات الشركة.<sup>11</sup>

**ثانياً- إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم**

يمكن للشركة أن تحدد سعر السندات العادية التي تصدرها بكل حرية، فلها أن تتقدم بالاقترحات التي تراها لازمة للحصول على ما تحتاج إليه من مال، لكن بالنسبة لسندات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم اشترط المشرع بموجب المادة 715 مكرر 119 من التقنين التجاري أن لا يكون سعر إصدارها أقل من القيمة الاسمية للأسهم التي تؤول إلى أصحاب سندات الاستحقاق في حالة اختيار التحويل، أي أن يكون لسندات قيمة اسمية لا تقل عن القيمة الاسمية لأسهم الشركة. "ويحسب سعر إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم بسعر أسهم الشركة وقت إصدار هذه السندات لا وقت تحويلها إلى أسهم".<sup>12</sup>

يعود السبب من وراء وضع هذا الشرط إلى تجنب تحديد نصيب المساهمين الذين قاموا بتحويل سنداتهم بعدد غير صحيح من أسهم الشركة بدلا من سنداتهم التي تم تحويلها، فالسهم يمثل جزءا من رأس مال الشركة ولا يمكن انقسامه وقد أشارت المادة 715 مكرر 32 من التقنين التجاري إلى هذه الخاصية صراحة.

المكتتب بذلك خطر الاكتتاب في سندات تم إصدارها من قبل شركات وهمية<sup>5</sup>.

كما أن الشركة ليست ملزمة بانتظار مرور سنتين من تاريخ إنشائها لإصدار سندات الدين فقط وإنما هي ملزمة أيضا بإعداد ميزانيتين وأن تتم الموافقة على هاتين الميزانيتين من قبل الجمعية العامة للشركة والإعرض قرارها بإصدار السندات إلى الإبطال<sup>6</sup>، لأن الميزانية تعطي شروحات واضحة وتسمح عند قراءتها بأخذ حكم موضوعي عن حالة الشركة ونتائجها المالية وقدرتها على الوفاء بالدين وهو ما يسهل على المستثمرين اتخاذ القرار.

**2- وجوب سداد رأس مال الشركة بكامله قبل الشروع في عملية الإصدار**

تقرض مرحلة تأسيس شركة المساهمة على المساهمين اكتتاب أسهمهم النقدية بنسبة الربع على الأقل من قيمتها الاسمية، ويتم الوفاء بالباقي مرة واحدة أو على عدة مرات بناء على قرار من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة في أجل لا يتجاوز خمس سنوات ابتداء من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري<sup>7</sup>، لأن الوفاء بكل رأس المال عند الاكتتاب قد لا تملية الاعتبارات السليمة فمشروع الشركة لا يحتاج إلى استغلال كل رأس المال منذ اللحظة الأولى لقيام الشركة، كما أن احتفاظ الشركة بكل رأس المال يترتب عليه في كثير من الأحيان تعطيل جزء من رأس المال دون نفع يعود على المساهمين، ولذلك اكتفى المشرع بالوفاء بربع قيمة الأسهم النقدية عند الاكتتاب<sup>8</sup>.

يشترط المشرع على شركة المساهمة قبل الشروع في عملية إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم التأكد من أن رأس مالها قد دفع بأكمله، وما عليها إلا مطالبة المساهمين بالجزء المتبقي إذا أرادت إصدار مثل هذا النوع من السندات، ذلك لأن الشركة التي لا تستجيب لهذا الشرط لا تقدم ضمانا كافيا للمستثمرين في سنداتهم بسبب عدم قيام المساهمين أنفسهم بتنفيذ التزاماتهم اتجاه الشركة بدفع كامل قيمة الأسهم التي اكتتبوا فيها. "كما تكمن الغاية من هذا الشرط في حماية مستقبل حاملي السندات لأن رأس مال الشركة هو الضمان لديونهم".<sup>9</sup>

## ثالثاً-اتخاذ القرار من الهيئة المختصة قانوناً

إن للمساهمين في شركة المساهمة حق الأفضلية للاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة<sup>13</sup>، لذا يشترط المشرع وجوباً أن يتخذ قرار إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ويرخص له من قبل الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، وذلك لحماية المكتتبين في هذا النوع من السندات من مطالبة المساهمين بحقوقهم في الاكتتاب بالأسهم الناتجة عن التحويل، إذ يؤدي ترخيص الجمعية العامة بإصدار هذا النوع من السندات إلى تنازل صريح للمساهمين عن حقوقهم التفضيلي في الاكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركة بموجب تحويل سندات الاستحقاق.

إذن وضع المشرع هذا الشرط من أجل المحافظة على حقوق أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم من المزاومة التي قد يمارسها المساهمون، وتشجيعاً للجمهور على الاكتتاب في هذا النوع من السندات.

## الفرع الثاني: ضمان إعلام ملائم للمستثمر

يكتسي الإعلام أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر، حيث يسمح له التقدير وبكل تبصر ووضوح الفرص المتاحة له والمخاطر التي يمكن أن يواجهها باستثماره، وعلى ذلك، يجب أن يُوفّر له إعلام ملائم دقيق ذو نوعية وجدي يضمن الإجابة عن مختلف تساؤلاته.

إن المعلومة تكون مفيدة إذا كانت تيسر على مستعملها اتخاذ القرار المناسب بمساعدتهم على تقييم وضعية وأفاق المصدر (أولاً)، كما تستلزم أيضاً أن يفصح عنها في الوقت وبالكيفية المناسبة (ثانياً). أخيراً ولضمان صدق المعلومات المفصح عنها من قبل الشركة المصدرة لابد من ممارسة الرقابة على المعلومات التي تقوم الشركة بنشرها (ثالثاً).

## أولاً- نطاق الإعلام الواجب الإفصاح عنه

إن إعلام المستثمرين يكون بموجب وثائق عديدة، وحتى يسهل أخذ المعلومة من هذه الوثائق من قبل المستثمر ألزم المشرع الشركة بموجب أحكام المادة 41 من المرسوم التشريعي 93- 10<sup>14</sup> وقبل إصدار السندات إعداد إعلان وبيان إعلامي يتضمنان شروط الإصدار ومعلومات كافية عن

الشركة المصدرة. ويمكن أن نحدد مضمون ومحتوى هذا الإعلام فيما يلي:

## 1-نشر إعلان للاكتتاب (مذكرة إعلامية)

إن شركة المساهمة لما تلجأ إلى الادخار العلني فإنها تعتمد على أموال الجمهور، لهذا أوجب المشرع إحاطة هؤلاء المستثمرين بالضمانات التي تكفل صيانة حقوقهم، ومن ذلك وجوب إعداد إعلان يتضمن شروط الإصدار ومعلومات وافية عن الشركة لغرض اطلاع الجمهور على حقيقة وضعها في الحال وطبيعة نشاطها المستقبلي، ولقد نص المشرع على هذا الإعلان في التقنين التجاري وفي القوانين الأخرى التي تنظم البورصة، حيث تطلب بموجب أحكام المادة 715 مكرر 86 من التقنين التجاري على الشركات التي تلجأ علنياً للادخار وقبل افتتاح الاكتتاب في السندات القيام بإشهار شروط الإصدار وأوكل للتنظيم تحديد هذه الإجراءات.

تولى المرسوم التنفيذي رقم 95-438<sup>15</sup> المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 تنظيم إجراءات هذا الإشهار، حيث نصت المادة 20 منه على أن: "تم إجراءات الإشهار كما تنص عليها المادة 715 مكرر 86 من القانون التجاري بواسطة إعلان، ينشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل الشروع في عمليات الاكتتاب، وقبل أي إجراء يتعلق بالإشهار. ويشتمل هذا الإعلان على البيانات الآتية: - تسمية الشركة متبوعة برمزها إن اقتضى الأمر.- شكل الشركة المصدرة.- مبلغ رأسمال الشركة.- عنوان مقر الشركة.- رقم تسجيل الشركة في السجل التجاري والمعهد الوطني المكلف بالإحصائيات.- موضوع الشركة باختصار.- تاريخ انتهاء أجل الشركة العادي.- مبلغ سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في شكل أسهم التي تصدرها الشركة.- المبلغ الذي لم يتم استهلاكه من سندات الاستحقاق الأخرى التي وقع إصدارها مقدماً وكذلك الضمانات التي منحت إياها.- مبلغ القروض الخاصة بسندات الاستحقاق التي تضمنها الشركة أثناء عملية إصدار الجزء المضمون من هذه القروض عند الاقتضاء.- مبلغ الإصدار - القيمة الاسمية لسندات الاستحقاق التي ينبغي إصدارها.- نسبة حساب الفوائد ونمطه والمنتجات الأخرى وكيفيات الدفع.- فترة التسديد وشروطه، وشروط إعادة شراء سندات الاستحقاق إن اقتضى الأمر.- ضمانات سندات الاستحقاق عند الاقتضاء.- أن

## 2- طبع بيان إعلامي ونشره

لإتمام عملية إصدار سندات القابلة للتحويل إلى أسهم باللجوء العلني للدخار بصورة قانونية وسليمة، ألزم المشرع الجزائري الشركة المصدرة بضرورة طبع بيان إعلامي للاكتتاب ونشره. يلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية مقدما المعلومات الأكثر أهمية فيما يخص المصدر والعملية المزمع القيام بها وهو ما تنص عليه المادة 7 من نظام رقم 02-96 السابق الذكر.

فبغية توفير إعلام ملائم للمقدمين على الاكتتاب، جعل المشرع هذا البيان الموجه للجمهور واسعا، يجب أن تدرج فيه أهم المعلومات التي تهتم المكتتبين، كما يجب أن يشير البيان إلى رقم تأشيرة المذكرة الإعلامية، وأن يؤرخ ويوقع عليه من قبل الممثل الشرعي للمصدر<sup>19</sup>.

### ثانيا- نشر المعلومات

إذا كان المشرع قد ضمن للمستثمر الحق في إعلام ذي نوعية كامل وجدي، فإنه كذلك قد ضمن له نشر تلك المعلومات للاستفادة منها بصفة فعلية وحقيقية، "لأن المستثمر عندما لا يتم إعلامه بطريقة ملائمة وفي الوقت المناسب يمكن أن يقوم بتوظيف سيء، والخسائر التي يتعرض لها قد تدفعه إلى العدول عن استثمار أمواله في أوراق مالية جديدة، لذا سهر على ضمان حسن إعلامه"<sup>20</sup>.

يجب أن توضع المذكرة الإعلامية والبيان الإعلامي تحت تصرف الجمهور في مركز الشركة المصدرة ولدى الوسطاء الماليين المكلفين بالتوظيف، ويسلم البيان لكل مكتتب ويرسل إلى كل شخص يلتمس منه الاكتتاب. كما يجب على المصدر نشر إعلان في جريدة واحدة على الأقل توزع في كامل التراب الوطني لإعلام الجمهور بالعملية المزمع إنجازها مع الإشارة إلى رقم تأشيرة المذكرة الإعلامية<sup>21</sup>.

### ثالثا- مراقبة نوعية الإعلام:

إن المعلومات التي تنشرها الشركة المصدرة تكون محل مراقبة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وذلك حسب نص المادة 35 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 التي جاء فيها: "يجب على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن تتأكد من أن الشركة المصدرة قد قامت بنشر

يتضمن الإعلان أجل أو آجال الاختيار الذي يمارسه حاملون لتحويل سنداتهم كما يتضمن أسس عملية هذا التحويل.

ويحمل الإعلان توقيع الشركة وذلك بذكر اسمها وشكلها ومقرها ومبلغ رأسها<sup>16</sup>.

يرفق إيداع الإعلان السابق لدى اللجنة بما يأتي<sup>16</sup>:

- نسخة من الحصيلة الأخيرة التي توافق عليها الجمعية العامة للمساهمين ويصدقها ممثل الشركة القانوني.

- إذا ضبطت هذه الحصيلة في تاريخ يسبق تاريخ

بداية عملية الإصدار بمدة تتجاوز عشرة أشهر، يُعد جدول خاص بأصول الشركة وخصومها، مدته عشرة أشهر على الأكثر، تحت مسؤولية مجلس الإدارة ومجلس المديرين أو المسيرين حسب الحالة.

- المعلومات المتعلقة بسير أعمال الشركة منذ بداية

السنة المالية الجارية والسنة المالية السابقة وعند الاقتضاء، إذا لم تنعقد الجمعية العامة العادية، المدعوة إلى فصل الحسابات.

- وإذا كانت سندات قد استفادت إما ضمانا من الدولة

أو من أشخاص معنويين في القانون العام أو ضمانا من شركات تستوفي الشروط المطلوبة في الشركات التي يمكنها أن تصدر سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم أو إذا كانت سندات مرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام ولم يتم إعداد أية حصيلة، يصرح بذلك في الإعلان. ويمكن أن يستبدل ذلك حسب الحالة، بمرجع الإشهار في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية المتعلقة بالحصيلة الأخيرة، أو الحالة المؤقتة للحصيلة التي وقع إعدادها قبل عشرة أشهر على الأكثر من تاريخ الإصدار عندما تكون تلك الحصيلة أو هذه الحالة قد نشرت من قبل.

كما أن البيانات الواردة في نص المادة 20 السابقة

الذكر قد تمت تكملتها بموجب نص تنظيمي آخر صادر عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة المتمثل في النظام رقم 02-96<sup>17</sup> المتعلق بالإعلام الواجب نشره من قبل الشركات التي تلجأ إلى علانية الادخار عند إصدارها للقيم المنقولة المعدل والمتمم وبموجب مادته 03<sup>18</sup> قامت اللجنة بتدعيم الإطار العام للمعلومات اللازم إدراجها في إعلان الاكتتاب لتوضيح مركز الشركة للجمهور.

من شأنها مساعدة المستثمر على اتخاذ قراره عن دراية، ويجب أن تأشر اللجنة على هذه المذكرة الإعلامية قبل نشرها. هذه التأشير ينصب تركيزها على نوعية الإعلام المقدم للجمهور، ومدى مطابقته للنصوص التشريعية والتنظيمية السارية المفعول<sup>23</sup>، وهي تعتبر شرطا أساسيا لازما لكل عملية إصدار السندات.

إذا لاحظت اللجنة أن الإعلام الذي تم تبليغه لها غير مطابق للمتطلبات التشريعية والتنظيمية يمكنها طلب من الشركة تعديل أو تكملة المعلومات الناقصة. وإذا لم تستجب لها الشركة فإنه وطبقا للمادة 42 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 يمكنها رفض التأشير على المذكرة الإعلامية وهو ما يؤدي إلى توقيف عملية الإصدار وبذلك تحمي المستثمر من المعلومات التي لا تسمح له باتخاذ قرار ملائم<sup>24</sup>.

إن الطابع الوقائي لهذا الإجراء سيسمح بدون شك بتجنب المخاطر التي سيقع فيها المدخر باتخاذ قرارات على أساس هذه المعلومات التي لا تستجيب للمتطلبات التشريعية والتنظيمية<sup>25</sup>.

#### المطلب الثاني: الضمانات المكرسة بعد إصدار السندات والاككتاب فيها

يمكن أن نقسم هذه الضمانات إلى قسمين تتمثل الأولى في منع الشركة من القيام بالعمليات التي تلحق ضرا بأصحاب هذه السندات (الفرع الأول)، أما الثانية فتتمثل في حمايتهم من العمليات التي تؤثر على مركزهم من حيث هم مساهمين احتماليين في الشركة المصدرة (الفرع الثاني).

#### الفرع الأول: منع الشركة من القيام بالعمليات التي تلحق ضرا بأصحاب هذه السندات

تحاول الشركة البحث عن أفضل الفرص الاستثمارية، ولقاء ذلك تقوم ببعض العمليات المالية التي قد تعود عليها بالربح أو بالخسارة، وحماية لحملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم منع المشرع على الشركة القيام ببعض التصرفات المضرة بهذه الفئة (أولا) وقيده تصرفات أخرى بشروط وإجراءات خاصة (ثانيا).

وبصفة قانونية المعلومات التي يوجب القانون والنصوص التنظيمية نشرها، وتؤكد من تطابق تلك المعلومات المقدمة أو المنشورة لمقتضيات التشريعية والتنظيمية."

إذا لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هي صاحبة الاختصاص بمراقبة المعلومات التي تنشرها الشركة، ومن أجل تحقيق ذلك فإنها تتمتع بجملة من الوسائل التي تسمح لها بتنفيذ هذه المهمة والتي تتمثل في:

1- إعداد الأنظمة والتعليمات: سنت هذه اللجنة جملة من الأنظمة والتعليمات حددت وفرضت بموجبها الإعلام الواجب نشره من قبل مصدر الأوراق المالية حسب خصوصية العملية المراد القيام بها، مثل نظام رقم 02-96 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من قبل الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني عند إصدارها قيما منقولة المعدل والمتمم، نظام رقم 02-2000 المؤرخ في 20 جانفي 2000 الذي يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من قبل المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة وغيرها من الأنظمة.

2- منح تأشيرة للشركة: لقد سعت كل القوانين إلى توفير حماية خاصة للمستثمر في الأوراق المالية عن طريق إلزام المصدر بالحصول على ترخيص مسبق من قبل الهيئات المختصة قبل طرح الأوراق المالية للاكتتاب. والمشرع الجزائري هو الآخر اشترط على الشركات الحصول على تأشيرة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبل إصدار القيم المنقولة ومنها سندات القابلة للتحويل إلى أسهم. فحسب نص المادة 41 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 "يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتج مالي آخر مذكور في المادة 30 أعلاه، باللجوء العلني للادخار، أن تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور، تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطوير نشاطها. يجب أن تؤشر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه المذكرة قبل نشرها"<sup>22</sup>.

يشترط المشرع بموجب أحكام هذه المادة على شركة المساهمة قبل إصدار السندات باللجوء العلني للادخار وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وذلك في أجل أقصاه شهرين على الأقل، قبل التاريخ المقرر للإصدار، تتضمن العناصر الإعلامية التي

## أولاً- العمليات الممنوع على الشركة القيام بها

يجب أن يكون حامل سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى أسهم محمياً خلال كل مدة القرض ضد انخفاض قيمة سهم الشركة المصدرة جراء بعض العمليات المالية التي يقوم بها المسيريون، لأن أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم هم مساهمون احتماليون. ولتحقيق ذلك منع المشرع بموجب نص المادة 715 مكرر 120 من التقنين التجاري على الشركة التي أصدرت سندات قابلة للتحويل إلى أسهم القيام بالعمليات التي من شأنها إلحاق الضرر بحملة هذا النوع من السندات بقوله: "يحظر على الشركات تحت طائلة أحكام المادة 827 أدناه، استهلاك رأسمالها أو تخفيضه عن طريق التسديد. كما يحظر عليها تغيير توزيع الأرباح ابتداء من تاريخ تصويت الجمعية العامة التي ترخص الإصدار وما دامت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة. فإنه في حالة تخفيض رأس المال بسبب الخسائر أو التقليل إما في المبلغ الاسمي للأسهم وإما في عددها، تخفض تبعاً لذلك حقوق أصحاب سندات الاستحقاق الذين يختارون تحويل سنداتهم."

من خلال أحكام هذه المادة يمنع على شركة المساهمة المصدرة لسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم القيام بـ:

### 1- تخفيض رأس مال الشركة

إن تخفيض رأسمال الشركة يمس بمصالح الدائنين عموماً، إذ يؤثر في ضمانهم العام، فقد لا يتمكن هؤلاء من استيفاء ديونهم بالكامل في الحالة التي تؤدي فيها عملية التخفيض إلى أن يصبح مقدار رأس المال أقل من قيمة هذه الديون، لذلك لا بد من المحافظة على حقوق هؤلاء الدائنين بالإبقاء على الضمان العام لديونهم.

وبالنسبة لسندات استحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، وبالرجوع إلى المادة 715 مكرر 120 من التقنين التجاري فقد فرق المشرع بين التخفيض بسبب الخسارة والتخفيض بسبب آخر غير الخسارة. فإذا كان تخفيض رأسمال الشركة بسبب غير الخسارة (تخفيض عن طريق التسديد) يمنع على الشركة القيام بعملية التخفيض فالمادة 715 مكرر 120 تحظر كلية على الشركة وما دامت هذه السندات موجودة

تخفيض رأسمالها تحت طائلة أحكام المادة 827<sup>26</sup>. أما إذا كان التخفيض بسبب خسائر منيت بها الشركة فلا يدخل في المنع الوارد في المادة السابقة لأن الشركة في هذه الحالة تكون مجبرة على تخفيض رأسمالها، كما في الحالة التي يخفض فيها الأصل الصافي للشركة بفعل الخسائر الثابتة في وثائق الحسابات إلى أقل من ربع رأس مالها<sup>27</sup>.

وهذا المنع مبرر، على أساس أن عملية التخفيض قد يفهم منها عجز الشركة عن الاستثمار في المشروع من قبل المستثمرين، الأمر الذي يدفعهم إلى تجنب شراء أسهمها، وهو ما يؤدي إلى انخفاض سعر تلك الأسهم في السوق، مما ينعكس سلباً على أصحاب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم الذين يختارون التحويل، حيث تقل القيمة السوقية للأسهم التي يتحصلون عليها نتيجة التحويل من جهة. ومن جهة أخرى يؤثر هذا الانخفاض على سعر السند القابل للتحويل في حد ذاته، لأن هذا الأخير "يتأثر بسعر سهم الشركة المصدرة في السوق"<sup>28</sup>. لذلك منع هذه العملية يمثل حماية لمصالح حملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

### 2- استهلاك رأس المال

يقصد باستهلاك رأسمال الشركة الرد المعجل للقيمة الاسمية للسهم للمساهم أثناء حياة الشركة، دون انتظار انقضائها بانتهاء مدتها أو الحل أو التصفية<sup>29</sup>. وهي عملية استثنائية، بيد أن العمل قد يفرض على الشركة في عدة فروع أن تقدم على استهلاك أسهمها كأن يكون رأس مال الشركة معرضاً للتلف بتلف موجودات الشركة مما يؤدي إلى ضياع قيمة السهم على المساهم كما هو الحال بالنسبة لشركات المناجم والمقالع الحجرية، وقد تكون الشركة قائمة على امتياز ممنوح من الدولة وبانتهاء مدته تتحول ملكية جميع موجودات الشركة إلى الدولة<sup>30</sup> ولذلك تقوم الشركات في هذه الحالات باستهلاك الأسهم حال حياتها، حتى لا يضيع على المساهمين الحصول على قيمة أسهمهم عند حلها.

وبموجب المادة 715 مكرر 120 من التقنين التجاري يمنع على الشركة بعد إصدارها لسندات قابلة للتحويل إلى أسهم استهلاك رأسمالها، لأن هذا التصرف من شأنه المساس بالضمان العام لحملة السندات باعتبارهم دائنين للشركة قبل تحويل سنداتهم إلى أسهم وذلك تطبيقاً للقواعد



على سعر السهم وقيمة الاستثمار بالنسبة لبقية المساهمين في تلك الشركة. وكذلك يتأثر سعر السهم بما يتم احتجازه من الأرباح وإعادة تدويرها واستثمارها وماهية العائد الذي سيتم تحقيقه من تلك القرارات نتيجة توزيع أرباح نقدية أقل والاستعاضة عنها بتوزيعات أرباح على شكل أسهم وأرباح محتجزة.<sup>33</sup> وهو ما يؤثر على أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

### ثانيا- العمليات المسموح بها ضمن شروط وإجراءات خاصة

حددت المادة 715 مكرر 121 العمليات التي يمنع على شركة المساهمة التي أصدرت سندات قابلة للتحويل إلى أسهم القيام بها قبل إتمام إجراءات معينة لكي تحافظ على حقوق أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وذلك بقولها: "ابتداء من تاريخ تصويت الجمعية العامة التي ترخص الإصدار وما دامت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة، يخضع إصدار الأسهم الواجب اكتتابها نقدا وإدماج الاحتياطات والأرباح أو منح الإصدار في رأس المال وتوزيع الاحتياطات الخاصة بالنقد أو السندات إلى بعض الإجراءات والشروط التي تحددها السلطة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

كما قضت المادة 715 مكرر 122 من التقنين التجاري على أنه: "إذا قامت الشركة بإصدار سندات استحقاق جديدة قابلة للتحويل أو سندات استحقاق مع قسيمة الاكتتاب، وجب عليها إخبار أصحاب سندات الاستحقاق بواسطة إعلان ينشر حسب شروط يحددها نظام السلطة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للسماح لهم باختيار التحويل في الأجل الذي يحدده الإعلان المذكور".

من خلال الأحكام السابقة يتبين لنا أن بعض العمليات التي تقوم بها الشركة تكون خاضعة لإجراءات وشروط خاصة من أجل توفير الحماية لأصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وحفظ حقوقهم كما لو كانوا مساهمين عند القيام بتلك العمليات. ويمكن أن نحدد هذه العمليات في:

العامة في التقنين المدني التي تقضي بأن جميع أموال المدين ضامنة للوفاء بديونه<sup>31</sup>.

إضافة إلى أنه وبموجب عملية الاستهلاك يسترجع المساهمون قيمة أسهمهم الاسمية مسبقا ومقابل ذلك يحتفظون بصفتهم كشركاء في الشركة، فيصبح لديهم أسهم تمتع تسمح لهم بالمحافظة على كافة حقوقهم في الشركة، ماعدا الحق في الربح الأولي إذا اقتضى الأمر، والحصول على القيمة الاسمية للأسهم من موجودات الشركة بعد تصفيتها، لأنه سبق وأن استردوا هذا النصيب عندما استهلكت أسهمهم. وبالتالي ضمن المساهمون القدامى استرداد قيمة أسهمهم التي دفعوها لشركة، في حين أصحاب السندات الذين تحولوا إلى مساهمين بقيت أموالهم في الشركة ولا يمكنهم استرجاعها إلا بعد التصفية، وهذا يعني إمكانية عدم استرداد قيمتها أبدا إذا منيت الشركة بالخسارة، مما يشكل إخلالا بمبدأ المساواة بين المساهمين.

### 3- تغيير طريقة توزيع الأرباح

إن طرق توزيع الأرباح التي تعتمدها الشركات أنواع، والشركة عند اختيارها لطريقة ما تبحث عن الطريقة المثلى، لأن أمامها عدد من البدائل يمكن الاعتماد عليها<sup>32</sup>، لكن الشركة عندما تختار إحدى الطرق باعتبارها الطريقة المثلى من وجهة نظرها، فليس إلزامي أن تظل متمسكة بها إذا انضح لها عدم مناسبتها في مرحلة لاحقة، فالطريقة قابلة للتغيير طبقا لتغير الظروف.

لكن المشرع الجزائري وبموجب أحكام المادة 715 مكرر 120 منع على شركة المساهمة تغيير طريقة توزيع الأرباح التي كانت تعتمد عليها عند إصدار سندات القابلة للتحويل إلى أسهم وذلك ابتداء من تاريخ تصويت الجمعية العامة التي ترخص الإصدار وما دامت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة، ويرجع ذلك إلى أن الطريقة المتبعة في توزيع الأرباح يكون لها تأثير على قيمة الأسهم التي يمكن أن يتحصل عليها أصحاب سندات القابلة للتحويل إذا ما اختاروا التحويل.

فقرار توزيع الأرباح ما بين أرباح نقدية أو على شكل أسهم، سيؤدي بكل تأكيد إلى التأثير على قرارات المستثمرين والمساهمين، إما بشراء السهم أو بيعه مما ينعكس بالضرورة

**1- إصدار أسهم نقدية جديدة يكتب فيها نقدا**

قد تلجأ شركة المساهمة بعد مرور مدة من ممارسة نشاطها إلى جلب أموال جديدة قصد تنمية مشروعها الذي أسست لأجله، وعلى العكس من ذلك قد تسوء أحوالها المالية، بحيث لا تجد الموارد الكافية لمواجهة حاجياتها فتقرر زيادة رأسمالها. وهناك عدة طرق يزداد بها رأس مال شركة المساهمة منها الزيادة بإصدار أسهم جديدة.

لقد نصت المادة 715 مكرر 121 بأنه ومن تاريخ تصويت الجمعية العامة غير العادية التي أصدرت سندات قابلة للتحويل أو عندما تكون هذه السندات موجودة فإن إصدار أسهم جديدة يكتب فيها نقدا لا يسمح به إلا بشرط المحافظة على حقوق حملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم. وتكون هذه الحماية من خلال إعلامهم عن رغبة الشركة في إصدار أسهم جديدة حتى يتمكن أصحاب هذه السندات تحويل سنداتهم إلى أسهم إذا رغبوا في ذلك. كما يجب على الشركة أن تتيح لأصحاب السندات الذين اختاروا تحويل سنداتهم إلى أسهم الاكتتاب بالأفضلية في الأسهم النقدية الجديدة التي ستصدرها مثلهم مثل باقي المساهمين، وبالتالي يكون لأصحاب السندات الذين اختاروا تحويل سنداتهم إلى أسهم حق الاكتتاب بالأفضلية غير قابل للانتقاص المرتبط بالأسهم المنبثقة من التحويل في السندات الجديدة مثلهم مثل باقي المساهمين.<sup>34</sup>

وفي حالة ما إذا قررت الجمعية العامة للمساهمين إلغاء الحق التفضيلي في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، ينبغي أن تصادق الجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم على هذا القرار حسب ما جاءت به المادة 715 مكرر 123، بمعنى يجب أن تحصل الشركة على ترخيص من أصحاب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بقبول القرار لأن المادة السابقة جاءت في أسلوب يجعل منها قاعدة آمرة واجبة التطبيق.

**2- إدماج في رأس المال الاحتياطات أو الأرباح أو****علاوات الإصدار**

دمج الاحتياطي والأرباح وعلاوات الإصدار في رأس المال مسموح به حتى لو أصدرت الشركة سندات دين قابلة للتحويل إلى أسهم بشرط حماية حقوق حملة هذه السندات.

وهنا الشركة إذا قامت بضم الأموال الاحتياطية أو الأرباح أو علاوات الإصدار وكذلك إذا قامت بتوزيع الأموال الاحتياطية نقدا يجب عليها أن تحول إلى حساب احتياطي مجمد الجزء الذي قد يعود فيما بعد إلى حملة السندات من الأموال الاحتياطية أو الأرباح أو علاوات الإصدار بحيث يتاح لمن يختار منهم التحويل أن ينال ذات المبلغ كما لو كان مساهما عند إجراء عملية الضم أو عملية التوزيع.<sup>35</sup>

وإذا تم الضم عن طريق زيادة القيمة الاسمية للأسهم الموجودة، ترفع قيمة الأسهم المعطاة بنتيجة التحويل بالنسبة ذاتها، كما لو كانوا مساهمين بتاريخ حصول عمليات الإدماج.<sup>36</sup>

وفي حالة توزيع الاحتياطي في شكل أسهم أو سندات دين تملكها الشركة يجب عليها حفظ عدد كافي من السندات الموزعة بالطبيعة نفسها للسماح لحاملي السندات الذين اختاروا التحويل الحصول على حقوقهم.<sup>37</sup>

**3- إصدار جديد لسندات قابلة للتحويل أو سندات****استحقاق مع قسيمة الاكتتاب**

قد يتعرض مركز حملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم للخطر إذا ما لجأت الشركة مستقبلا إلى إصدار سندات لها مركز السندات القائمة نفسها، إذ يمثل ذلك نوعا من المزاحمة على الموارد المتاحة، وتزداد خطورة الموقف لو أن السندات الجديدة تتمتع بمركز أفضل.

ولحماية مركز حملة السندات القائمة أوجب المشرع على شركة المساهمة التي قامت بإصدار سندات استحقاق جديدة قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات استحقاق مع قسيمة اكتتاب بضرورة إعلام أصحاب السندات القديمة بإعلان ينشر ضمن الشروط المحددة حتى تسمح لهم اختيار التحول إلى مساهمين إذا رغبوا في ذلك خلال الأجل المحدد بالإعلان الذي دعوا به، وهو ما نصت عليه المادة 715 مكرر 122 من التقنين التجاري.

وبما أنه عند إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات الاستحقاق مع قسيمة الاكتتاب يكون للمساهمين حق الأفضلية للاكتتاب فيها، فإن لأصحاب سندات القابلة للتحويل الذين اختاروا تحويل سنداتهم إلى أسهم أن يكتبوا في السندات القابلة للتحويل أو مع قسيمة

في هذه الحالة على سندات الاستحقاق العادية وهذا تطبيقاً لأحكام المادة 715 مكرر 115 التي تخضع سندات القابلة للتحويل إلى أسهم للأحكام المتعلقة بسندات الاستحقاق العادية<sup>40</sup>. وبالرجوع إلى المادة 715 مكرر 104 نجد أنها تنص على أنه: "لا يجوز للجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق طلب التسديد المسبق للقرض في حالة حل مسبق للشركة بسبب الإدماج أو الانفصال"، من هذه المادة نلاحظ أنه إذا كان حل الشركة سببه الإدماج أو الانفصال لا يجوز لأصحاب السندات القابلة للتحويل طلب الوفاء بديونهم وبالتالي تبقى السندات موجودة، ولكن ما مصير الحق في التحويل الذي تخوله هذه الأخيرة؟

نميز مصير هذا الحق حسب نوع الشركة بعد الاندماج أو الانفصال:

#### 1- إذا كانت الشركة الناتجة عن عملية الإدماج لها

##### شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم

باعتبار أن شركة المساهمة والتوصية بالأسهم يمكنها إصدار سندات القابلة للتحويل إلى أسهم، لذلك نطبق أحكام المادة 756 من التقنين التجاري التي تنص على: "تصبح الشركة مدينة لدائني الشركة المدمجة في محل ومكان تلك دون أن يترتب على هذا الحلول تجديد بالنسبة لهم"<sup>41</sup>. وبالتالي إذا نتج عن عمليتي الإدماج أو الانفصال شركة المساهمة أو التوصية بالأسهم، فإن ذلك يؤدي إلى أن كل الحقوق التي كانت ثابتة بموجب السند تظل قائمة في مواجهة الشركة الدامجة أو الجديدة<sup>42</sup> على اعتبارها خلفاً قانونياً للشركات المندمجة وتحل محلها في جميع حقوقها والتزاماتها فتصبح مدينة لدائني الشركة المدمجة دون أن يترتب على هذا الحلول تجديد بالنسبة لهم، وتكون لهم صفة المساهم الاحتمالي في مواجهة الشركة الدامجة أو الجديدة، فيثبت لهم الحق في ممارسة اختيار التحويل والاكتماب بأسهم هذه الشركة، فينالوا عدداً من أسهم الشركة الدامجة أو الجديدة بنسبة عدد أسهم الشركة مصدرة السندات الذي كان من حقهم أن ينالوه<sup>43</sup>. وفي حالة الانفصال يكون لحملة هذه السندات تحويل سنداتهم إلى أسهم في الشركات المستفيدة من التقسيم خلال المهلة المنصوص عليها في عقد الإصدار، مع مراعاة نسب التبادل في الأسهم في الشركات المستفيدة<sup>44</sup>.

الاكتماب الجديدة بالأفضلية بالطريقة نفسها المقدمة للمساهمين.

#### الفرع الثاني: حمايتهم من العمليات التي تؤثر على

##### مركزهم من حيث هم مساهمون احتماليون

إن السند القابل للتحويل إلى أسهم من شأنه التقريب بين كل من السهم وسند الدين، أي أن حامله يمكنه المرور من مركز الدائن إلى مركز المساهم، فحامل سند الاستحقاق القابل للتحويل ليست له صفة الشريك بل يحتمل أن يصبح كذلك<sup>38</sup>، لذا جرى العديد من الفقه على وصف أصحاب هذه السندات بالمساهمين الاحتماليين<sup>39</sup>.

إن تعرض الشركة لعملية الاندماج أو الانفصال (أولاً) أو للحل لأي سبب كان (ثانياً) وكذا في حالة تحولها إلى شكل آخر من أشكال الشركات (ثالثاً) من شأنه المساس بحقوق هؤلاء الدائنين، لذا نتساءل عن الحماية المقررة لهم في كل حالة من هذه الحالات؟

#### أولاً- في حالة اندماج الشركة أو انفصالها

من المعلوم أن عملية اندماج الشركات تتميز بعدة خصائص أهمها الانتقال الشامل للذمة المالية من الشركة المندمجة إلى الشركة الدامجة أو الجديدة الأمر الذي يترتب عنه آثار تمس كل من له علاقة بحياة الشركة من مساهمين ودائنين ومتعاقدين.

وتعد فئة الدائنين أهم فئة مهددة بعملية الاندماج والانقسام على اعتبار أن حقوقها ترتبط بملاءة المدين "الشركة المندمجة أو المنقسمة حسب الحالة" أي بذمته المالية التي تنتقل في إطار عمليات الاندماج بقوة القانون وبشكل شمولي إلى الشركة الدامجة أو الجديدة، لذلك لا بد من التساؤل عن الحماية التي وفرها المشرع لهذه الفئة عند انجاز عمليات الاندماج أو الانفصال بين الشركات؟ وما مدى تأثير هاتين العمليتين على حقوق حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، هل يحافظون على حقهم في تحويل سنداتهم إلى أسهم في الشركة الدامجة أو الجديدة أم لا؟ وهل يحق لهم مطالبة الشركة بتعجيل الوفاء بديونهم؟

لم يخص المشرع الجزائري حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بأحكام خاصة تحميهم في حالة الدمج والانقسام لهذا لا بد من الرجوع إلى الأحكام التي تطبق

الجديدة عبارة عن شركة التضامن أو التوصية البسيطة أو شركة ذات المسؤولية المحدودة فإن الحقوق التي يتمتع بها أصحاب هذا النوع من السندات ومنها صفته كمساهم احتمالي لا يمكن المحافظة عليها في تلك الشركات. فما هو الحل الذي يتبع؟

لم ينظم المشرع الجزائري حقوق حملة السندات القابلة للتحويل في هذه الحالة. لذا نرى وجوب تحرر الشركة من التزاماتها اتجاه هذه الفئة من السندات ثم الإقدام على عملية الاندماج أو الانفصال خصوصا وأن المشرع منح لأصحاب هذه السندات الحق في الاعتراض على قرار الدمج أو الانفصال على غرار باقي دائني الشركة في أجل 30 يوما ابتداء من تاريخ نشر المشروع<sup>51</sup>.

### ثانيا- في حالة حل الشركة

يقصد بحل الشركة انحلال الرابطة القانونية التي تجمع الشركاء<sup>52</sup>، أو أنها العملية التي يتم من خلالها وضع حد لوجود الشركة<sup>53</sup>.

نلاحظ من خلال هذين التعريفين أن حل الشركة لأي سبب كان يعني إنهاء وجودها، الأمر الذي يؤدي إلى القضاء على الحقوق الخاصة التي تخولها هذه السندات، لذا نتساءل عن الآليات التي أقرها المشرع لحمايتهم والحفاظ على حقوقهم في هذه الحالة؟

بما أن حل الشركة يؤدي إلى انقضاءها لذا فقد أجاز المشرع بموجب أحكام المادة 715 مكرر 104 من التقنين التجاري لجماعة أصحاب السندات طلب التسديد في حالة حل مسبق للشركة لم يكن سببه إدماج أو انفصال، كما منح لشركة إمكانية فرض التسديد.

لكن أصحاب هذه السندات ليسوا دائنين عاديين يمكن للشركة أن تتحرر منهم بتسديد قيمة ديونهم، بل هم دائنون من نوع خاص لأنهم يتمتعون بهركز المساهم الاحتمالي الذي قد يتحول إلى مساهم حقيقي إذا مارس حقه في التحويل. لذا بالتسديد يمنع صاحبه من أن يصبح مساهما وتقوت عليه فرصة المشاركة في فائض التصفية، لذا نتساءل عما إذا كان يمكن لأصحاب السندات القابلة للتحويل المشاركة في فائض التصفية أو على الأقل الحصول على

غير أن انتقال ديون الشركة المندمجة إلى الشركة الدامجة أو الجديدة يعني تغيير المدين الأصلي وحلول مدين آخر محله، الذي قد يكون له بدوره دائنين شخصيين، وهو ما يؤدي إلى مزاحمتهم في الضمان الممنوح لهم والممثل في رأسمال الشركة، لذا منح المشرع دائني الشركة المندمجة أو المنقسمة حق الاعتراض على قرار الاندماج والانفصال في أجل 30 يوما ابتداء من تاريخ نشر المشروع<sup>45</sup>. وليس لكل منهم الحق في الاعتراض على حدة، بل تعين الجمعية العامة لحملة السندات ممثل للجماعة وتفوضه في الاعتراض على عملية الاندماج<sup>46</sup>.

ولكن تقديم الاعتراض بحد ذاته من طرف جمعية أصحاب السندات ليس من شأنه أن يوقف سير عملية الاندماج أو الانفصال المراد إجراؤها<sup>47</sup>. وذلك من أجل تجنب قيام مساهمين احتماليين بإعاقة تحقيق عملية تم تقيدها من قبل مساهمين حقيقيين<sup>48</sup>.

ويكون للقضاء السلطة التقديرية في هذا الأمر بحيث يجوز للمحكمة رفض الاعتراض إذا لم يكن جديا، وهنا يظل القرض السندي قائما ويصبح أصحاب السندات القابلة للتحويل دائنين في مواجهة الشركة المدمجة أو الجديدة. أما في حالة قبول الاعتراض يصدر القاضي الأمر بالوفاء الفوري بالديون أو تقديم ضمانات كافية للوفاء بقيمة السندات حسب الأحوال إذا وجد مسوغا لطلب الاعتراض حسب المادتين 756 و761 من التقنين التجاري.

أخيرا أعطى المشرع الجزائري بموجب نص المادة 756 فقرة 6 من التقنين التجاري للدائن الحق في طلب تسديد المعجل لدينه إذا كانت هناك اتفاقية ترخص له الحق بذلك في حالة إدماج الشركة المدينة بشركة أخرى. "وفي هذه الحالة تصبح الشركة الدامجة أو الجديدة مدينة بقيمة السندات التي طلب أصحابها استردادها، ويحتفظ أصحاب السندات الذين لم يطلبوا الاسترداد بصفتهم في الشركة الدامجة أو الجديدة"<sup>49</sup>.

### 2- إذا كانت الشركة الناتجة عن عمليات الإدماج

ليس لها شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم

إن الشركات الأخرى لا يسمح لها القانون بإصدار الأوراق المالية<sup>50</sup>، لذا ففي حالة كانت الشركة الدامجة أو

للمصادقة عليه قبل القيام بعملية التحويل<sup>56</sup>. وسوف نبين آثار المصادقة أو عدم المصادقة على قرار التحويل في النقاط التالية:

**1- في حالة مصادقة جماعة أصحاب السندات القابلة للتحويل على قرار التحويل:** نميز آثار هذه المصادقة حسب نوع الشركة التي تحولت إليها شركة المساهمة:

- إذا تحولت شركة المساهمة المصدرة للسندات إلى شركة توصية بالأسهم: ففي هذه الحالة ولأن القانون يسمح لها بإصدار الأوراق المالية بأنواعها المختلفة، لذلك فالأمر لا يطرح أي مشكل إذ يمكن لأصحاب سندات القابلة للتحويل إلى أسهم المطالبة بالتحويل والحصول على الأسهم التي تصدرها شركة التوصية بالأسهم.<sup>57</sup>

- إذا تحولت الشركة المصدرة إلى الأشكال الأخرى للشركات: إذا تحولت الشركة إلى شركة التضامن أو التوصية البسيطة أو ذات المسؤولية المحدودة ولأن هذه الأنواع من الشركات يمنع عليها إصدار الأوراق المالية بكل أنواعها، لذلك نرى أنه بموافقة حملة هذا النوع من السندات على عملية تحول الشركة يكونوا قد تنازلوا عن حقوقهم اتجاه الشركة ولاسيما الحق في تحويل سنداتهم إلى أسهم وبالتالي لا يطرح إشكال هنا أيضا.

**2- في حالة رفض جماعة أصحاب السندات مشروع التحويل:** في هذه الحالة إما تلتزم الشركة برأي الجماعة ولا تقرر التحويل لأن مصادقة جماعة أصحاب السندات على قرار التحويل ضرورية وهي من النظام العام حسب نص المادة 715 مكرر 16 من التقنين التجاري. أو أنها تقرر التحويل رغم معارضة جماعة أصحاب السندات عندها يمكن لهذه الأخيرة رفع دعوى البطلان ضد القرار.

#### خاتمة

من خلال هذه الدراسة لاحظنا أن المشرع الجزائري قد أوجد أرضية قانونية للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، إلا أنه لم يفصل في أحكامها وهو ما أدى إلى عدم كفاية الحماية المقررة للمستثمرين فيها، ويمكن أن نبرز ذلك من خلال النتائج التالية:

تعويض مقابل القضاء على حقهم في أن يصبحوا مساهمين في الشركة؟

إن نصوص القانون التجاري لم تتطرق إلى هذه المسألة ولم تنظم هذه الوضعية. لكن الفقه يرى أنه لا يمكن لأصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم المشاركة في قسمة موجودات الشركة مع الشركاء لأن حقهم في صفة المساهم هو حق احتمالي، وما دامت صفتهم لم تتحقق لا يمكن إفادتهم بهذا الحق - أي قسمة موجودات الشركة-، ومع ذلك ففي حالة ما إذا كان قرار حل الشركة يترتب عنه إلحاق أضرار وخسائر، لاسيما إذا كانت قيمة الأسهم مرتفعة، فإن ذلك يفتح لهم المجال في رفع دعوى التعويض من قبل وكلاء جماعة أصحاب هذه السندات.<sup>54</sup>

#### ثالثا- في حالة تحويل الشركة

عندما تفكر أي مجموعة من الأشخاص في تكوين شركة، فإنهم يقومون باختيار الشكل الملائم لهدفهم، لكن هذا الاختيار الأولي لا يكون اختيارا أبديا لا رجعة فيه، بل يمكن للشركة أثناء حياتها أن تعدل هذا الاختيار وتتحول إلى شكل آخر من أشكال الشركات، وهو ما يصطلح عليه بمصطلح "تحول الشركة" أو "تغيير شكل الشركة".<sup>55</sup>

وقد تغير الشركة شكلها وتكون لها متعلقات مع الغير، فتكون دائنة ومدينة، وهنا نتساءل إذا تحولت الشركة وكان عليها في شكلها القديم أي قبل التحويل ديون فما مصير هذه الديون؟ وما تأثير هذا التحول على الدائنين من أصحاب سندات القابلة للتحويل إلى أسهم؟ هل يضار هؤلاء الدائنون بسبب التحول أم تزداد ضماناتهم؟ فإذا كانت عملية التحول توفر للمساهمين في الشركة المحولة حماية خاصة فمن غير المعقول أن يترتب عليها الإضرار بدائني هذه الشركة، لذلك فما هي حقوق المساهمين الاحتماليين عند حدوث هذه العملية؟ وكيف يتم المحافظة على حقوقهم؟

لم يعالج المشرع الجزائري حقوق أصحاب السندات القابلة للتحويل في حالة التحول بنص خاص، كما أنه لم يضع قاعدة عامة تستهدف حماية حقوق الغير في حالة تحويل الشركة تكون قابلة للتطبيق على أصحاب سندات القابلة للتحويل. غير أنه حماية لأصحاب هذا النوع من السندات أوجب المشرع عرض مشروع التحويل على جماعتهم

وجودها، لأن الجزاء مهما كانت طبيعته يساهم في تطبيق نصوص القانون من قبل المخاطبين به.

- توسيع نطاق المعلومات التي يتوجب على الشركة الإفصاح عنها وتعديل متطلباتها بما يتلاءم مع المعايير الدولية، مع منح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إمكانية معاقبة الشركة التي لا تلتزم بنشر المعلومات المطلوبة قانوناً أو في حالة نشرها لمعلومات غير صحيحة، ويعتبر هذا الأمر وسيلة مثلى لحماية المدخرين وتشجيعهم على الاستثمار، وذلك نظراً للأهمية الكبيرة التي يكتسبها الإعلام بالنسبة للمستثمر.

- إيجاد نظام قانوني خاص قائم بذاته مستقل عن السندات العادية يحكم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم في جميع المسائل الخاصة بها كما في حالة حل الشركة أو دمجها مع شركة أخرى أو تحويلها إلى شكل آخر من أشكال الشركات ليضمن حقوقهم ويراعي الطبيعة المميزة لهذا النوع من السندات.

- العمل على نشر الوعي الاستثماري لدى الأفراد وذلك من خلال تعريفهم بفرص ومزايا الاستثمار في هذا النوع من السندات.

أخيراً نقول إن انتعاش هذا النوع من الأوراق المالية يستدعي تقوية نشاط بورصة القيم وتفعيل دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهو ما يعد أهم الضمانات التي يبحث عنها المستثمر الراغب في توظيف أمواله في الأوراق المالية.

- إن المشرع الجزائري قد حاول حماية أصحاب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم بموجب مجموعة من الشروط التي فرضها على عاتق الشركة قبل إصدار مثل هذه السندات، إلا أنه لم يضع نصوصاً قانونية ردعية تبين الجزاءات التي تطبق في حالة خرق تلك الشروط.

- عمل المشرع على حماية أصحاب السندات القابلة للتحويل من العمليات التي تؤدي إلى التخليص من قيمة الأسهم التي يحصلون عليها جراء ممارسة خيار التحويل كتخفيض رأس المال أو استهلاكه أو تغيير طريقة توزيع الأرباح، غير أنه لم يمتص في هذه الحماية إلى الحد الذي يمنحهم حق وقف هذه العمليات ومنع ترتيب آثارها. وهو مما لا شك يؤدي إلى المساس بحقوقهم كدائنين للشركة وكساهمين احتماليين لها.

- لم يخصص المشرع الجزائري حملة سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بأي أحكام خاصة تحميهم في حالة دمج وانقسام الشركة، وأحالنا في ذلك إلى تطبيق الأحكام السارية على سندات الاستحقاق العادية الأمر الذي يمس وبشكل كبير بحقوقهم خاصة الحق في تحويل سنداتهم إلى أسهم.

- إغفال المشرع تبيين الأحكام التي تحكم سندات القابلة للتحويل إلى أسهم في حالة حل الشركة وتحويلها جعلت أصحابها في وضعية الدائنين العاديين نفسها مما يؤدي إلى تجاهل الطبيعة المميزة لهذه السندات، وهذا ما سيؤدي إلى عدول المدخرين عن توظيف أموالهم في مثل هذه السندات.

إن نقص الحماية المقررة لحملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ستؤدي إلى إحجام المستثمرين عن استثمار أموالهم بها والعودة إلى الاكتناز الذي يجعل المال مكدساً لا دور له، أو اللجوء إلى أساليب الاستثمار التقليدية والتي تكون في المجال العقاري والزراعي والصناعي دون الأوراق المالية وهو ما يعود بالسلب على الاقتصاد الوطني. لذا نأمل أن يأخذ المشرع الجزائري بالاعتراحات التالية:

- ضرورة التدخل لسد الفراغ التشريعي من الجانب الجزائري وذلك بوضع أحكام جزائية تحكم المخالفات المتعلقة بإصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم أثناء

## الهوامش

1. نوال فنيخ ، سندات الاستحقاق البسيطة وسندات الاستحقاق المركبة-دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، جامعة السانية ، وهران ، 2000-2001 ، رسالة غير منشورة ، ص 10.
2. وهذا ما يستشف من المادة 715 ثالثا من الأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن التقنين التجاري ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 101 ، الصادرة بتاريخ 19 ديسمبر 1975 المعدل والمتمم ، التي تنص على أنه: "تطبق القواعد المتعلقة بشركات التوصية البسيطة وشركات المساهمة باستثناء المواد 610 إلى 673 المذكورة أعلاه ، على شركات التوصية بالأسهم ما دامت تتطابق مع الأحكام الخاصة المنصوص عليها في هذا الفصل". وبذلك فالمادة 715 مكرر 114 وما بعدها من نفس التقنين والتي تسمح لشركة المساهمة بإصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم غير مستتنية ، لذلك فشركة التوصية بالأسهم أيضا إصدار سندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
3. Daniel OHL, "Valeurs mobilières", *encyclopédie juridique Dalloz- répertoire des sociétés*, Tome1, éditions Dalloz, Paris, 2006, n° 10.
4. Marie-Claude Robert, "Obligation", *encyclopédie juridique Dalloz-répertoire des sociétés*, Tome 1, éditions Dalloz, Paris, 2005, n° 78.
5. Mohamed Salah, *les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions*, EDIK, Oran, 2001, p. 50 : "Le législateur estime ce délai suffisant pour permettre aux souscripteurs d'apprécier la situation financière de la société et éviter ainsi le risque de l'émission d'emprunts obligataires par des sociétés fictives.
6. Marie-Claude Robert, op. cit., n° 78.
7. وهو ما نصت عليه المادة 596 من التقنين التجاري.
8. حسام الدين عبد الغني الصغير ، النظام القانوني لاندماج الشركات ، ط 2 ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2004 ، ص 225 و226.
9. Mansour Mansouri, *La bourse des valeurs mobilières d'Alger*, édition Houma, 2002, Alger, p 190.
10. أنظر المادة 715 مكرر 82 من التقنين التجاري.
11. محمد فريد العربي ، القانون التجاري-شركات الأموال ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، الإسكندرية ، 2000 ، ص 117.
12. Mohamed Salah, op. cit., p. 117.
13. المادة 694 من التقنين التجاري.
14. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ، العدد 34 ، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993 ، المعدل والمتمم.
15. المرسوم التنفيذي رقم 95-438 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 80 ، الصادرة بتاريخ 24 ديسمبر 1995.
16. أنظر المادة 21 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 ، المرجع نفسه.
17. نظام اللجنة رقم 96-02 المؤرخ في 22 يونيو 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها فيما منقولة ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ، العدد 36 ، الصادرة بتاريخ 1 جوان 1997 ، المعدل والمتمم.
18. تنص المادة 03 على أنه: "على كل شركة أو مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني إلى الادخار ، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور. تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية.
19. علاوة على العناصر الإجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري تتضمن المذكرة الإعلامية معلومات على: تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه ، وضعيته الحالية ، تطور نشاطه ، موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها. ويؤرخها ويوقعها الممثل الشرعي للمصدر وكذا محافظ (و) الحسابات."
  19. فاتح آيت مولود ، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري ، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، جامعة مولود معمري تيزي وزو ، 2012 ، رسالة غير منشورة ، ص 40.
  20. المرجع نفسه ، ص 264.
  21. أنظر الهادتين 11 و13 من النظام رقم 96-02 المؤرخ في 22 يونيو 1996 ، المرجع السابق.
  22. وهو ما أكدت عليه المادة 16 من قانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 11 ، الصادرة بتاريخ 19 فيفري 2003.
  23. أنظر المادة 4 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-02 المؤرخ في 22 يونيو 1996 ، المرجع السابق.
  24. كما تنص المادة 19 من نظام رقم 96-02 على: "بدون المساس بالعقوبات المنصوص عليها في التشريع الساري المفعول ، يمكن اللجنة أن تأمر بتوقيف عمليات التوظيف في الحالات التالية: -إذا اعتبرت بأن مصلحة المدخرين تقتضي ذلك. -إذا لم يحترم المصدر أنظمة اللجنة وتعليماتها. لا يمكن استئناف عمليات التوظيف إلا بترخيص من اللجنة. تتهي اللجنة إلى علم الجمهور عن طريق بلاغ صحفي توقيف عمليات التوظيف وكذلك استئنافها".
  25. آيت مولود فاتح ، المرجع السابق ، ص 340.
  26. لقد انتقد الفقه الجزائري أحكام هذه المادة لعدة أسباب: - أنها تخص فقط شركات المساهمة ذات مجلس إدارة دون شركات المساهمة ذات مجلس المراقبة ومجلس المديرين. - هذه المادة خاصة فقط بتخفيض رأسمال الشركة دون استهلاكه ودون تعديل توزيع الأرباح. - مجال تطبيق هذه العقوبات هو عدم احترام المساواة بين المساهمين دون الأخذ بعين الاعتبار حملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
27. وهذا وفقا للمادة 715 مكرر 20 من التقنين التجاري.

28. إن سند الاستحقاق القابل للتحويل إلى أسهم لا يتأثر سعره إلا قليلاً بالتغيرات في نسب الفائدة في السوق إذ أن جاذبيته تكمن خصوصاً في أمل حدوث ارتفاع في سعر السهم، إذ يتبع سعر السند القابل للتحويل اتجاه سعر الأسهم ويتعرض للخطر نفسه الذي يتعرض له السهم. مقال بعنوان "دليل القيم المنقولة"، أوت 2004، مقال منشور على الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: [www.cosob.org](http://www.cosob.org) تاريخ الاطلاع 10-01-2018.
29. محمد علي سويلم، شركات الأموال بين التنظيم والتجريم والعقاب-دراسة مقارنة-، ط1، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص99.
30. عباس مزروق فليح العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مكتبة دار الثقافة، الأردن، 1998، ص 82.
31. المادة 188 من الأمر رقم 58-75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن التقنين المدني الجزائري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 78، الصادرة بتاريخ 30 سبتمبر 1975 المعدل والمتمم التي تنص على: "أموال المدين جميعها ضامنة لوفاء ديونه. وفي حالة عدم وجود حق أفضلية مكتسب طبقاً للقانون فإن جميع الدائنين متساوون اتجاه هذا الضمان".
32. هناك العديد من سياسات الأرباح التي يمكن أن تعتمد عليها الشركة ومنها:  
سياسة الأرباح الموزعة المستقرة: وتمثل في أن تقوم الشركة بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعاً لتغير أرباح الشركة.  
سياسة التوزيع المتبقي أو الفائض: وفقاً لهذه السياسة تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها مرة أخرى كلما كانت لديها مشروعات استثمارية تحقق معدل عائد أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم، ويترتب على تطبيق هذه السياسة تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لدرجة توفر المشروعات الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة ففي حالة عدم توفرها تقوم الشركة بتوزيع الأرباح كعائد نقدي للمساهمين.
- ج-سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح: تعتمد هذه السياسة على توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ونسبة لتذبذب الأرباح من عام لآخر فإن العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين سوف يتذبذب أيضاً وفقاً لهذه السياسة، ومع ذلك إمكانية تجاوز تلك النسبة من عام لآخر تبعاً للظروف التي تمر بها الشركة. وللمحد من حدوث مثل هذا التجاوز يتم اختيار -نسبة التوزيع بعد دراسات مستفيضة لمستويات الأرباح المتوقعة خلال الأعوام القادمة.  
أمنة بنت مهنا السنيدي، توزيع الأرباح في شركة المساهمة-دراسة مقارنة-، ط1، دار الكتاب الجامعي، المملكة العربية السعودية، 2017، ص149-153.
33. المرجع نفسه، ص 183-184.
34. Marie-Claude Robert, op. cit, n° 512.
35. نوال فنينخ، المرجع السابق، ص 209.
36. إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، الشركات التجارية، الجزء 2، ط2، منشورات بحر المتوسط ومنشورات عويدات، بيروت-باريس، 1992، ص 270 — 271.
37. Marie-Claude Robert, op. cit, n° 529.
38. نوال فنينخ، المرجع السابق، ص 201.
39. Gaston Défossé, *Les valeurs mobilières*, 1<sup>re</sup> édition, presses universitaires de France, Paris, 1971, p.73. Et Mohamed Salah, op. cit., p120.
40. حيث تنص على: "تخضع سندات الاستحقاق القابلة للتحويل للأحكام المنصوص عليها في القسم الفرعي المتعلق بسندات الاستحقاق".
41. والمادة 760 من التقنين التجاري بالنسبة للانفصال والتي تنص على: "تكون الشركات المستفيدة من الحصص الناتجة عن الانفصال مدينة بالتضامن تجاه دائني الشركة المنفصلة، في المحل والمكان دون أن يترتب عن هذا الحلول تجديد بالنسبة لهم".
42. نوال فنينخ، المرجع السابق، ص 221.
43. Marie-Claude Robert, op. cit, n° 546.
44. خليل فكتور تادرس، تقسيم الشركة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، مصر، 2007، ص 128.
45. المادة 756 في فقرتها الثانية من التقنين التجاري.
46. حسام الدين عبد الغني الصغير، المرجع السابق، ص 580.
47. إلياس ناصيف، المرجع السابق، ص 273.
48. Mohamed Salah, op. cit., p. 126.
49. ليلى يعقوب الفيومي، الآثار الناشئة عن دمج الشركات المساهمة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص 146 و147.
50. المادة 560 بالنسبة لشركة التضامن، 563 بالنسبة لشركة التوصية البسيطة، والمادة 569 بالنسبة لشركة المسؤولية المحدودة من التقنين التجاري.
51. المادة 756 في فقرتها الثانية من التقنين التجاري.
52. محمد فريد العريني وجلال وفاء البدري محمدين، قانون الأعمال-دراسة في النشاط التجاري وآلياته-، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000، ص 217.
53. يوسف حميد معوض، الموجز في قانون الشركات التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية، د.ب.ن.ود.س.ن، ص 125.<sup>1</sup>
54. نوال فنينخ، المرجع السابق، ص 229.
55. ولقد رخص المشرع الجزائري بنحو شركة المساهمة في المواد 715 مكرر 15 إلى 715 مكرر 18 من التقنين التجاري.
56. المادة 715 مكرر 16 في فقرتها الثانية من التقنين التجاري.
57. نوال فنينخ، المرجع السابق، ص 239.