مدى جواز اصدار شهادات الايداع الدولية المعروفة بالـ GDR في لبنان

تعريف شهادات الايداع

تم أول اصدار لشهادات الايداع في العام ١٩٢٧ عندما كان عدد كبير من المستثمرين في الولايات المتحدة يرغب بشراء أسهم الشركة البريطانية الشهيرة SELFRIDGE STORES الا أن عوائق عديدة مرتبطة بصعوبة الوصول الى الأسواق المالية البريطانية وبفرق التوقيت وبمخاطر صرف العملة كانت تحرمهم من تحقيق غايتهم. ولحل هذه المشكلة، قام أحد المصارف الأميركية للمرة الأولى باصدار شهادات ايداع داخل الولايات المتحدة تمثل أسهم الشركة البريطانية، مما أتاح للمستثمر الأميركي امكانية شراء أسهم شركة SELFRIDGE STORES البريطانية من الأسواق الأميركية مباشرة بواسطة الاكتتاب بشهادات الايداع.

يتبيّن مما تقدم أن شهادات الـ GDR كانت السباقة في تطبيق العولمة في المجال المالي بحيث أنها ساهمت في أزالة الحواجز التي كانت تعيق الاستثمارات الخارجية.

من الناحية القانونية، يمكن تعريف شهادات الايداع الدولية الصادرة عن شركة لبنانية على أنها:
- شهادات اسمية،
- صادرة ومتداولة خارج لبنان،
- تثبت ملكية عدد من الأسهم الصادرة عن شركة لبنانية، (وهذه الأسهم المرتبطة بشهادات الايداع تسمى بالأسهم التحتية (Actions sous-jacentes) أو (Underlying shares).

أنواع شهادات الايداع

وتختلف أنواع شهادات الايداع باختلاف الأسواق الصادرة فيها؛ ففضلا عن شهادات الايداع العالمية المعروفة بـ GDR (Global Depositary Receipts) أو IDR (International Depositary Receipts) الصادرة في بريطانيا أو اللوكسمبورغ، هناك أيضا شهادات الايداع الأميركية المعروفة بـ ADR، الصادرة عن المصارف الأميركية والمتداولة بالدولار الأميركي في الأسواق الأميركية مقابل صكوك مالية صادرة عن شركات غير أميركية. وأخيرا، شهادات الايداع الأوروبية المعروفة بـ EDR (European Depositary Receipts)، الصادرة بالعملة الأوروبية والمتداولة في سوق مالية فرنسية منظمة أنشئت في العام ١٩٩٨.

آلية اصدار شهادات الايداع

يستلزم اصدار الـ GDR تدخل عدد من الفرقاء في لبنان وفي الخارج وهو يبدأ مع اتخاذ احدى الشركات اللبنانية قرارا بالاصدار وينتهي باكتتاب المستثمرين في الخارج. سوف نبيّن فيما يلي دور كل فريق:

١ـ الشركة المصدرة : هي شركة محلية تأخذ المبادرة باصدار شهادات الايداع الدولية فتعيّن أحد مصارف الأعمال في الخارج كـ "مصرف مودع لديه" (Depositary bank) وتوقع معه عقد ايداع (Deposit agreement).

يشكل عقد الايداع الاطار القانوني لعملية الاصدار، فهو يحدد بالتفصيل:
- موجبات كل فريق تجاه الآخر
- الخدمات التي سيقدمها المصرف المودع لديه لحاملي الشهادات والحقوق التي ستمنحها الشركة المصدرة لهم.
- كيفية ممارسة حاملي الشهادات لحقوق التصويت العائدة للأسهم التحتية.

٢ـ المصرف المودع لديه: هو مصرف أعمال (Investment bank) موجود خارج لبنان،

- يقوم بتنظيم وهندسة عملية اصدار شهادات الايداع برمتها ؛

ـ ينتدب مصرفا محليا كـ "مصرف حارس" (Custodian bank) تعهد اليه مهمة حراسة الأسهم التحتية الصادرة عن الشركة المصدرة والمخصصة لاصدار شهادات الايداع خارج لبنان.

ـ يصدر شهادات الايداع وفقا لمعدل معيّن (GDR ratio) من الأسهم التحتية. مثلا : معدل ٣/١ : يعني كل شهادة ايداع تساوي ٣ أسهم تحتية، أي أن حامل ١٠٠ شهادة ايداع هو مساهم بـ٣٠٠ سهم من أسهم الشركة المصدرة اللبنانية.

ـ يبيع شهادات الايداع الى المستثمرين الأجانب ويقوم بتحويل الحاصل الى الشركة المصدرة في لبنان.

ـ يحفظ في سجلاته أسماء حاملي شهادات الايداع ويدوّن كافة التفرغات الحاصلة عليها.

ـ يقوم بتوزيع الأرباح الناتجة عن نشاط الشركة المصدرة بعد تحويلها الى العملة العالمية المعتمدة.

٣ـ المصرف الحارس : هو مصرف لبناني يتصرف كوكيل للمصرف المودع لديه ويقتصر دوره على الاحتفاظ بالأسهم التحتية لديه وحراستها. كما يستلم انصبة الأرباح من الشركة المصدرة ويقوم بتحويلها الى المصرف المودع في الخارج.

الفوائد العملية لشهادات الايداع الدولية

مما لا شك فيه أن اصدار شهادات الايداع الدولية يحقق جملة من الفوائد الاقتصادية تستفيد منها الشركة المصدرة لها والدولة حيث مركزها، من جهة، والمستثمرين الأجانب، من جهة أخرى.

فشهادات الايداع الدولية تسمح للشركات العاجزة عن ايجاد التمويل اللازم لنموّها في أسواقها المحلية من الحصول عليه من خلال وصولها الى الأسواق العالمية. وتتعاظم أهمية شهادات الايداع الدولية بالنسبة للشركات اللبنانية التي تفتقد الى أي امكانية للتمويل خارج الاطار المصرفي التقليدي بغياب السوق المالية المحلية الناشطة.

وهذا ما يعود بالفائدة ليس على الشركة المصدرة فحسب بل على الاقتصاد العام للدولة حيث تمارس الشركة نشاطها نتيجة لتدفق الاستثمارات الخارجية.

ومن ناحية المستثمرين، فان شهادات الايداع الدولية تشكل وسيلة لتجاوز العوائق التي تمنعهم من الاستثمار في بلد معيّن ؛ ففي بعض الدول ككوريا الجنوبية مثلا أو تايوان أو الهند يوجد قوانين تحدّ من امكانية استثمار الأجانب ؛ وفي دول أخرى، كفنزويلا مثلا، تقيّد بعض الأنظمة حرية تحويل الأموال.

فبدلا من أن يضطر المستثمر الأميركي الى شراء أسهم شركة لبنانية في الأسواق المالية اللبنانية مع ما يترتب عن ذلك من مخاطر، يمكنه بمجرد الاكتتاب بشهادات الايداع الصادرة عن الشركة اللبنانية في بلاده ـ أي في الولايات المتحدة ـ التوصل الى نفس النتيجة وبالتالي المساهمة بالشركة اللبنانية. وهذا ما يسمح لهيئات الاستثمار المنظم (Investisseurs institutionnels) كصناديق الاستثمار الجماعي ـ التي تمنعها أنظمتها عادة من الاستثمار في الأسواق المالية للبلدان النامية وبعملة غير الدولار الأميركي ـ على توظيف أموالها في شركات لبنانية دون المرور بالأسواق المالية اللبنانية، عبر شراء أدوات مالية مدرجة في أسواق عالمية ومسعّرة باحدى العملات العالمية.

كما ان اكتتاب المستثمرين بشهادات الايداع الدولية يساهم بتنويع محفظتهم المالية وتوزيع مخاطرها. (فهيئات الاستثمار المنظم تفضل توسيع الدائرة الجغرافية لاستثماراتها تفاديا لحصر مخاطر محفظتها ببلد معيّن)

مدى قانونية اصدار شهادات الايداع الدولية الـGDR في لبنان

نلفت بداية الى أنه لا يوجد في لبنان أي نص قانوني يرعى أو ينظم اصدار شهادات الايداع باستثناء القرار رقم ٧٤٣١ الصادر عن مصرف لبنان بتاريخ ١٩٩٩/١٠/٢٩ الذي يحظر على المصارف شراء شهادات الإيداع الدولية المرتبطة بأسهمها إلا من أموالها الخاصة. وغياب النص لا ينفي مطلقا امكانية قيام الشركات اللبنانية باصدار مثل هذه الشهادات عملا

بمبدأ الحرية التعاقدية المكرس في المادة ١٦٦ من قانون الموجبات والعقود. الا أن الشرط الوحيد يبقى عدم تعارض آلية الاصدار مع أي من القوانين الملزمة في لبنان. وتجدر الاشارة الى أن مناقشة قانونية اصدار شهادات الايداع الدولية هي من الأهمية بمكان بحيث أن أي خلل قانوني يطال عملية الاصدار ينسحب بمفاعيله السلبية على مصالح المستثمرين الأجانب، حاملي الـ GDR. وهذا ما حدا بـ "لجنة مراقبة عمليات البورصة" في الولايات المتحدة Securities Exchange Commission (وهي الهيئة الناظمة التي تعمل على حماية مصالح المستثمرين في البورصة من خلال تعزيز المعلومات المتوفرة حول الأدوات المالية المعروضة عليهم) الى الطلب من كل شركة مصدرة لشهادات الايداع الأميركية ابراز استشارة قانونية تؤكد على عدم تعارض الاصدار مع أي من القوانين المرعية الاجراء في بلدها.

يتبيّن مما تقدم ان اصدار شهادات الايداع الدولية يبقى جائزا طالما أنه لا يتعارض مع القوانين الملزمة المرعية الاجراء. وبما ان اصدار الـ GDR يؤدي الى ادخال مساهمين غير لبنانيين في رأسمال الشركة المصدرة (وسنعود الى تفصيل هذه النقطة) فانه يجدر التوقف عند مدى توافقه مع القوانين والأنظمة التي تقيّد بشكل أو بآخر استثمارات غير اللبنانيين في بعض الأنشطة الاقتصادية.

معيار تحديد جنسية الشركات في قانون اكتساب غير اللبنانيين للحقوق العينية العقارية في لبنان

والمعلوم أن قانون اكتساب غير اللبنانيين للحقوق العينية العقارية في لبنان هو من أبرز القوانين الحمائية ؛ فهو يميّز بين اللبناني وغير اللبناني ويقيّد حرية المستثمر غير اللبناني لجهة المساحات العقارية المسموح له بتملكها.

وحسما لأي جدل قانوني محتمل حول كيفية تحديد جنسية الشركات عند تطبيق القانون المذكور، اعتمد المشترع معيارا خاصا يعتبر الشركات لبنانية عندما يكون كامل رأسمالها مملوكا من اللبنانيين.

وبالفعل فقد نصت المادة ٢ من القانون على ما حرفيته :

" لأجل تطبيق هذا القانون تعد بحكم الأشخاص المعنويين "غير اللبنانيين: ...
"الشركات المغفلة وشركات التوصية المساهمة التي لا تكون "جميع أسهمها اسهما اسمية يملكها أشخاص طبيعيون "لبنانيون أو شركات لبنانية صرف يحظر نظامها التفرغ عن "تلك الأسهم الى غير الأشخاص الطبيعيين اللبنانيين أو الى "غير الشركات اللبنانية الصرف"

وهذا ما يدفعنا الى طرح السؤال التالي : هل يمكن اعتبار الشركات المصدرة لشهادات الايداع الدولية شركات لبنانية وفق المعيار المنصوص عنه في قانون تملك الأجانب ؟؟

أهمية الجواب واضحة ؛ ففي حال الايجاب، أي اعتبار الشركة لبنانية، تكون الشركات المصدرة للـ GDR قد تحررت تماما من أي قيد عند تملكها عقارات في لبنان. أما في حال النفي، أي اعتبارها غير لبنانية، فيتوجب اخضاعها لأحكام القانون التي تحد من امكانية تملكها للعقارات.

اصدار الـ GDR يحرم الشركة المصدرة من الجنسية اللبنانية

وفقا للمعيار الموضوع في قانون تملك الأجانب، فانه يكفي أن يمتلك شخص واحد غير لبناني سهما واحدا من أسهم شركة ما حتى تفقد هذه الشركة جنسيتها اللبنانية.

وبالعودة الى الشركات المصدرة للـ GDR، قد يعتبر البعض أنه طالما ان كامل الأسهم الصادرة عن الشركة في لبنان مملوكة من قبل أشخاص لبنانيين فانها تتمتع بالجنسية اللبنانية وبالتالي لا تخضع لقيود تملك الأجانب.

يفتقد هذا الاستنتاج الى شمولية التقييم بسبب تجاهله لشهادات الايداع الصادرة في الخارج المرتبطة بحكم طبيعتها القانونية بأسهم الشركة في لبنان.

والحقيقة هي ان شهادات الـ GDR الصادرة خارج لبنان والمملوكة من قبل مستثمرين غير لبنانيين هي قيم مالية مركبة (Valeurs mobilières complexes) تمثل في الواقع عددا من الأسهم الصادرة عن الشركة في لبنان. (

Titres représentatifs d actions) وهي بالتالي تعتبر من صكوك رأس المال (Titres de capital).

والدليل على ذلك هو أن عائدات الـ GDR ليست ثابتة بل ترتبط بتقلبات أرباح الشركة. ويؤكد De Vauplane et Bornet في مؤلفهما Droit des Marchés Financiers على أن صكوك رأس المال تشمل "القيم المالية المركبة عندما تكون هذه الأخيرة مرتبطة منذ انشائها بأسهم تحتية"

وهذا أيضا ما كرسته مختلف القوانين الفرنسية الحديثة كالقانون النقدي والمالي Code monétaire et financier الصادر في العام ٢٠٠٠ الذي يصنّف الصكوك التي تمثل أسهما كالـ GDR من ضمن صكوك رأس المال (Titres de capital).

مما يعني أن شهادات الـ GDR تدخل في صلب رأسمال الشركة وبالتالي ان مجرد وجود حامل واحد لشهادة GDR غير لبناني يؤدي الى اعتبار الشركة المصدرة غير لبنانية ويقيّد امكانية تملكها للعقارات في لبنان.

الفصل بين الأسهم الأقتصادية وأسهم التصويت

ولا يعدّل من واقع الأمر لجوء الشركة المصدرة للـ GDR، الى تقسيم الأسهم الصادرة عنها الى فئتين:

ـ الفئة الأولى، وهي الأسهم التي لا تعطي حامليها سوى الحقوق الاقتصادية الناتجة عن السهم أي الحق بأنصبة الأرباح والحق باقتسام موجودات الشركة في حال تصفيتها.

ـ الفئة الثانية، وهي الأسهم التي لا تعطي حامليها سوى حق التصويت في الجمعيات.

وبعد هذا التقسيم، اعتماد أسهم الفئة الأولى فقط (أي أسهم الحقوق الاقتصادية) كأسهم تحتية لشهادات الايداع الدولية؛ وابقاء أسهم الفئة الثانية (أسهم التصويت) خالية من أي اثقال...مبدئيا. (يبقى الاستثناء واردا في حال ارتباط حاملي هذه الأسهم باتفاقية تصويت تبقى مستترة بالنسبة لقيود السجل التجاري).

ان هذه الفزلكة لا تبدل مطلقا جنسية الشركة المصدرة للـ GDR ـ التي تبقى غير لبنانية ـ فضلا عن كونها غير ممكنة في ظل القانون الوضعي اللبناني.

فمن جهة أولى، ان المادة ٢ من قانون اكتساب غير اللبنانيين الحقوق العينية العقارية في لبنان التي اشترطت على الشركات المغفلة الراغبة بتملك العقارات أن تكون كامل أسهمها مملوكة من لبنانيين جاءت شاملة لكافة الأسهم ولم تفرق بين أسهم اقتصادية وأسهم تصويت. وبالتالي، لا يمكن تفسيرها بشكل يؤدي الى حصر تطبيقها بفئة معينة فقط من الأسهم (كأسهم التصويت مثلا) باعتبار أن مثل هذا التفسير يتنافى مع ارادة الشارع ويتعارض مع مبادئ تفسير النصوص القانونية التي تمنع التمييز حيث لم يميّز المشترع (Ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus.).

ومن جهة أخرى، ان التفريق بين الأسهم على أساس الحقوق الناتجة عنها يخالف تماما مبدأ المساواة في الحقوق بين كافة الأسهم المكرّس في المواد ١٠٤، ١٠٥ و ١١٠ من قانون التجارة البرية. (بهذا المعنى، اميل تيّان، قانون التجارة، ص ٦٢٤). كما يخالف التفريق المذكور أحكام المادة ١٨٥ من قانون التجارة البرية التي تعطي الحق لكل مساهم، أيا كانت فئة سهمه، في المشاركة بالتصويت في الجمعيات العمومية.

وتأكيدا على موقفنا، وعلى تعلّق هذه النصوص بالانتظام العام وبالتالي عدم جواز مخالفتها، نذكّر بمضمون المادة ٢ من القانون رقم ٣٠٨ الصادر بتاريخ ٢٠٠١/٤/٣ ـ المتعلق بتنظيم اصدار أسهم المصارف والتداول بها ـ الذي أتاح للمصارف، استثنائيا، اصدار أسهم تفضيلية لا تتمتع بحق التصويت (Actions à dividende prioritaire sans droit de vote). فصدور هذا القانون يؤكد على عدم جواز التفريق بين الأسهم في ظل أحكام قانون التجارة الحالية؛ والا لما اضطر المشترع الى تشريع قانون خاص يتيح للمصارف التفريق بين الأسهم الاقتصادية وأسهم التصويت.

مما يعني أنه باستثناء المصارف، يحظر على الشركات اللبنانية التمييز بين أسهمها في ظل القانون الوضعي اللبناني.

صورية ملكية الأسهم التحتية

علاوة على كل ما تقدم، أن الأسهم التحتية الصادرة عن الشركة اللبنانية، وان كانت اسمية ومملوكة من قبل مساهمين لبنانيين ـ بحسب قيود السجل التجاري ـ فانها لا تعدو كونها أسهما خاصة تختلف عن سائر الأسهم بسبب ربطها بشهادات الايداع خارج لبنان واثقالها بكافة الشروط المنصوص عنها في عقد الايداع الموقع بين الشركة المصدرة والمصرف المودع لديه. وتجدر الاشارة الى أن هذا العقد هو عقد نموذجي يعتمد في كافة الاصدارات وهو يجرّد حاملي الأسهم التحتية اللبنانيين من كافة الحقوق الملازمة لأسهمهم بما فيها حقوق التصويت؛ فعقد الايداع يضمن لحاملي الـ GDR حق نقل ملكية الأسهم التحتية لشهاداتهم في أي وقت وبارادتهم المنفردة. كما أن حاملي الـ GDR يسيطرون على حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم التحتية بموجب عقد الايداع أو بموجب اتفاقيات تصويت جانبية مستترة (Conventions de vote)

نتيجة لذلك، يتحوّل حاملو الأسهم التحتية اللبنانيون الى مجرد واجهة ـ لا مهرب منها بسبب أحكام قانون تملك الأجانب ـ وتقتصر مهمتهم على تحويل العائدات المالية لأسهمهم الى حاملي شهادات الايداع الأجانب وعلى التصويت في الجمعيات وفقا لتوجيهات هؤلاء !

ان تملك المساهمين اللبنانيين للأسهم التحتية وفقا للوصف الذي تقدم يشكل ظاهرا كاذبا يخفي تملك حاملي الـ GDR الفعلي لها. وهذا ما يعرف بالصورية (Simulation) التي يعرفها العلامة الفرنسي مازو بأنها عمل يرمي الى انشاء حالة قانونية ظاهرة تختلف عن الحالة القانونية الحقيقية المستترة. ولعلّ استعمال أشخاص مستعارين هو وجه من وجوه الصورية الأكثر شيوعا الذي لا يؤدي بالضرورة الى البطلان باعتبار ان استعمال الأشخاص المستعارين يبقى جائزا ومباحا طالما أن الغاية منه ليست الاحتيال على القانون أو الالتفاف على النصوص التي تمنع من ممارسة حق ما. ففي هذه الحالة، يعتبر العمل الصوري باطلا.

وهذا ما كرسته المادة ١٦ من قانون اكتساب غير البنانيين للحقوق العينية العقارية في لبنان، التي نصت على ما حرفيته:

" يعد باطلا بطلانا مطلقا وبحكم غير الموجود كل "عقد أو عمل يجري خلافا لأحكام هذا القانون "وللنصوص التي تصدر من أجل تعيين أصول "تطبيقه، ويعاقب من أقدموا عليه أو اشتركوا أو "تدخلوا فيه بأي وجه من الوجوه ومن قاموا بتصديقه "أو تسجيله، مع علمهم بأمره، بالأشغال الشاقة "الموقتة وبغرامة تتراوح بين قيمة الحق العين "وثلاثة أضعافها

"تطبق هذه الأحكام على كل عمل قانوني أبرم عن "طريق شخص مستعار تجنبا لتطبيق أحكام هذا "القانون.

"يعد باطلا كل بند يرمي الى ضمان تنفيذ مثل هذا "العمل الباطل أو الى الإلزام بالتعويض في حالة عدم تنفيذه "

ان اصدار الـ GDR وتملك العقارات بشكل مخالف لقانون تملك الأجانب يعرّض مصالح المستثمرين الأجانب للخطر بسبب هشاشة الألية على الصعيد القانوني؛ فبامكان أي صاحب مصلحة وبأي وقت كان أن يطلب من القضاء ابطال الشهادات المخالفة لقانون تملك الأجانب مما قد يؤدي الى ضياع حقوق المستثمرين وانزال عقوبة الأشغال الشاقة المؤقتة بكل من شارك في عملية الاصدار.

غسان صعيبي
أستاذ في جامعة القديس يوسف
محام بالاستئناف