مجلة جامعة الملك سعود، م٢٩، الحقوق والعلوم السياسية (٢)، ص ص ٢٨٧-٣٢١، الرياض (٢٠١٧م/ ١٤٣٨هـ)

حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم: دراسة قانونية تحليلية

ياسر بن فضل السريحي

أستاذ القانون التجاري المساعد، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الملك سعود

(قدم للنشر في ٢٨/ ١٢/ ١٤٣٧هـ؛ وقبل للنشر في ٢٤/ ٢/ ١٤٣٨هـ)

الكلمات المفتاحية: شركة المساهمة، حقوق الأولوية، تعديل رأس المال، المساهمين، الجمعية العامة، الجمعية العامة غير العادية، مجلس الإدارة، إصدار الأسهم.

ملخص البحث. تُعد حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم إحدى المنتجات المالية الحديثة التي تقوم شركات الأموال بإصدارها بغرض الحصول على السيولة النقدية. وقد استعرض البحث مفهوم حقوق الأولوية وخصائصها ومزاياها وتميزها عن غيرها من المنتجات المالية المشابهة. كما بين أن حقوق الأولوية هي عبارة عن أوراق مالية قابلة للتداول - مثلها مثل الأسهم والسندات وباقي الصكوك التمويلية - تمنح حاملها الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها، وأن عملية إصدار حقوق الأولوية هي في بعض الأحيان زيادة مؤجلة لرأس مال الشركة، لاسيما عندما تقوم الشركة بإصدار حقوق أولوية لغير المساهمين والاستفادة من مبالغ الاكتتاب في هذه الحقوق على أن تلتزم تجاههم بإصدار أسهم في المستقبل والسماح لهم بالاكتتاب بها. وأوضح البحث أيضاً أن لحقوق الأولوية طبيعة قانونية خاصة بها تجعل من حاملها مساهماً احتمالياً في الشركة، ولا يتغير مركزه القانوني إلى مساهم فعلي كبقية المساهمين في الشركة إلا عند استخدام حقه في الاكتتاب التفضيلي في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها. وأن صفة المساهم الاحتمالي التي يتمتع بها حملة حقوق الأولوية تستوجب الاعتراف لهم ببعض الحقوق على غرار حملة الأسهم أو حملة السندات، وأن تقوم الشركات باتخاذ الإجراءات اللازمة لحماية حقوقهم ومصالحهم قبل قيامها بأي عملية ترد على رأس مالها أو شكلها القانوني بعد عملية إصدار حقوق الأولوية.

تقديم

١- حقوق الأولوية هي أوراق مالية تمنح الحق في الاكتتاب. أصبحت المنتجات المالية تمثل مصدراً هاماً من مصادر التمويل لشركات الأموال. فتحرص كثير من شركات الأموال على طرح منتجات مالية متنوعة في السوق المالية للاكتتاب، وذلك بهدف الحصول على سيولة نقدية تساعدها على التوسع في نشاطاتها، أو تغطية بعض الخسائر التي منيت بها. وهذا التنوع في طرح منتجات مالية مختلفة من قبل الشركات يتحقق معه توزيع المخاطر الناتجة عن مثل هذا النشاط، فضلاً عن أنه يمكن أن يكون عنصر جذب للمستثمر أو المدخر الذي يقوم بتوظيف أمواله في اقتناء هذه المنتجات المالية بغرض تحقيق عوائد مالية.

ومن ضمن هذه المنتجات المالية الحديثة نذكر حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم. وحقوق الأولوية هي أوراق مالية تمنح حاملها، سواءً كان أحد المساهمين في الشركة أو من الغير ممن يشتري هذه الحقوق من خلال السوق المالية، الحق في الاكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها بسعر محدد سلفاً[١]. وهي في الحقيقة عبارة عن صكوك تمويل قابلة لأن تدخل في رأس مال الشركة، نظراً لأن قيمتها تعتبر جزءاً من قيمة السهم المراد الاكتتاب به عند زيادة الشركة لرأس مالها. لذا فهي تندرج ضمن فئة الصكوك المالية الهجينة أو المركبة[٢].

٢- نشأة حقوق الأولوية وأهميتها. ظهرت حقوق الأولوية لأول مرة في أمريكا في بداية الأربعينيات من القرن الماضي، ومن ثم انتقلت إلى أوروبا في أواخر السبعينيات[٣]. ففي فرنسا مثلاً، ظهرت حقوق الأولوية في عام ١٩٨٣م، حيث أجاز القانون رقم ٨٣-١ لعام ١٩٨٣م لشركات الأموال بإصدار حقوق أولوية مستقلة، أو حقوق أولوية مرتبطة بالسندات، أو حقوق أولوية مرتبطة بالأسهم[٤]. وفي السعودية تعتبر حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم منتجات حديثة نسبياً. فمن خلال تتبع نشرات إصدار المنتجات المالية الموجودة على موقع هيئة سوق المال، يتضح أن حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم لم تدرج كأوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية إلا في بداية عام ٢٠٠٨م.

وإصدار حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم يقدم كثيراً من المزايا. فبالنسبة لشركات الأموال - كشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم - إصدار حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم وطرحها على المساهمين يساعدها على المحافظة على أوضاع

(١) انظر:

R. Foy, Bon de souscription d' actions, Rep. dr. societe, 2007 (actualization 2014), n 1, p. 1.

(2) F-M. Laprade et A. Moudouit, Les valeurs mobilières donnant accès au capital (VMDAC), Actes pratiques et ingénierie sociétaire, 2014, p. 4.

(3) R. Foy, op. cit., n 2. p. 1.

(4) R. Foy, op. cit., n 3, p. 2.

المساهمين في الشركة، ومنع حدوث أي تغيير محتمل في مراكزهم في الشركة قد يحدث بسبب زيادة رأس المال. علاوة على ذلك، يسمح للشركة بتقليل الخسائر التي قد يتعرض لها المساهمون نتيجة انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة بسبب قرار الزيادة.

ومن جانب آخر، عندما يتم إصدار حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم وطرحها بمقابل على غير المساهمين، فإن الشركة تستفيد من مبالغ الاكتتاب في هذه الحقوق دون أن تكون ملزمة فوراً بإصدار أسهم جديدة. فقط عند حلول أجل ممارسة حقوق الأولوية تلتزم الشركة تجاه حملة الحقوق بإصدار أسهم جديدة، ومنحهم حق الأولوية في الاكتتاب فيها، كما أنه يساعد الشركات المتعثرة على تحويل بعض ديونها إلى رأس المال من خلال إصدار حقوق أولوية لمجموعة معينة من المستثمرين الدائنين(٥).

وأما بالنسبة لحامل حق الأولوية، فإنه يستطيع أن يحقق هامش ربح من وراء الاكتتاب في هذه الحقوق. فيمكن له مثلاً التنازل بمقابل عن حقه في الاكتتاب التفضيلي للغير، كما يمكنه الاحتفاظ به وممارسته من خلال الاكتتاب عند حلول أجله متى ما كانت القيمة السوقية لأسهم الشركة تفوق مقدار قيمة السهم المطروح للاكتتاب.

٣- هدف البحث وأهميته. يهدف هذا البحث إلى إيضاح الطبيعة القانونية لحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، من خلال تميزها عن غيرها من المنتجات المالية المشابهة التي تصدرها شركات الأموال عند زيادة رأس مالها، وكذلك بيان مزاياها، وإجراءات إصدارها، وكيفية حماية أصحاب هذه الحقوق عند قيام الشركة بأي عملية ترد على رأس مالها أو شكلها القانوني.

وتظهر أهمية هذا البحث في أن هناك إقبال متزايد من قبل شركات المساهمة على طرح حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم عند زيادة رأس مالها، بالرغم من عدم وجود نصوص قانونية تنظم عمليات إصدارها، أو تبين ما هي حقوق حملة حقوق الأولوية. فضلاً عن ذلك، يعتبر موضوع حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من المواضيع الحديثة التي لم يتم تناوله - فيما أعلم - بشكل مفصل من الناحية القانونية إلا في بعض القوانين الأجنبية كالقانون الفرنسي والإنجليزي مثلاً.

٤- مشكلة البحث. تتمثل مشكلة موضوع حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم في عدم وجود نصوص قانونية تنظم إصدارها وطرحها. فنظام الشركات الجديد - لم ينص إلا على إمكانية شركات المساهمة إصدارها حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم، وأن الجهة المختصة في إصدار هذا النوع من المنتجات هي

(5) A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1ed, 2008, p. 332.

الجمعية العامة غير العادية. وكذلك الحال فيما يتعلق بنظام السوق المالية ولوائحه. فإننا نجد فقط بعض الإجراءات التي وضعتها هيئة السوق المالية بهدف تنظيم إصدار حقوق الأولوية، ومراحل الاكتتاب بها. وأيضاً، هناك إشكالات أخرى متعلقة بمفهوم حقوق الأولوية وطبيعتها القانونية، وهل هي عبارة عن أوراق مالية أو أدوات دين؟ أم هي عبارة عن صكوك تدخل في رأس المال أم سندات دين؟ يضاف إلى ذلك عدم وجود آلية تحدد إجراءات إصدار حقوق الأولوية بالاكتتاب في الأسهم، والمركز القانوني لأصحابها، وتحديد الحقوق التي يتمتعون بها، وما هي الإجراءات التي يجب على الشركة أن تقوم بها لحماية مصالحهم؟

٥- منهج وخطة البحث. يعتمد البحث على المنهج التحليلي النقدي للآراء الفقهية والنصوص القانونية والنظامية المتعلقة بحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم في السعودية وبعض القوانين المقارنة.

وسوف نقسم موضوع هذا البحث إلى مبحثين، بحيث نخصص المبحث الأول لماهية حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم وطبيعتها القانونية، بينما يتناول المبحث الثاني الأحكام المنظمة لإصدار حقوق الأولوية.

المبحث الأول:
ماهية حقوق الأولوية وطبيعتها القانونية

معرفة النظام القانوني لحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها، والأحكام والقواعد التي تخضع لها، يستلزم أولاً بيان مفهومها، وخصائصها التي تميزها عن غيرها من المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية وغير المتداولة، وكذلك طبيعتها القانونية. لذا، سوف نتناول في المطلب الأول ماهية حقوق الأولوية، ثم نستعرض في المطلب الثاني الطبيعة القانونية لها.

المطلب الأول: ماهية حقوق الأولوية

على الرغم من شيوع مصطلح حقوق الأولوية، إلا أنه يثير كثيراً من الغموض. لذا سوف نستعرض في هذا المطلب مفهوم حقوق الأولوية بالاكتتاب في الأسهم (الفرع الأول)، وتميزها عن المنتجات المالية المشابهة (الفرع الثاني)، ثم نبين المزايا التي تقدمها سواءً للشركات أو للمكتتبين فيها (الفرع الثالث).

الفرع الأول: مفهوم حقوق الأولوية

٦- تعريف حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم . لم يضع نظام الشركات الجديد ولا نظام هيئة سوق المال ولوائحه تعريفاً محدداً لحقوق الأولوية مثله مثل كثير من الأنظمة القوانين، بل ترك ذلك للفقه.

بيد أن هيئة سوق المال، باعتبارها الجهة المعنية بتنظيم تداول الأوراق المطروحة للاكتتاب في السوق المالية، عرفت حقوق الأولوية على أنها "أوراق مالية قابلة للتداول تعطي حاملها أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة عند إقرار الزيادة في رأس المال لأي شركة"(٦). وهذا التعريف من قبل هيئة سوق المال يوضح خاصية مهمة لحقوق الأولوية وهي أنها تمنح حاملها أحقية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، كما يمكنه أن يتداولها باعتبارها ورقة مالية مثلها مثل الأسهم وجميع الأوراق المالية الأخرى. يضاف إلى ذلك أنه يتوافق مع بعض التعريفات الفقهية التي ركزت في تعريف حقوق الأولوية بالاكتتاب في الأسهم على خاصية منح حق الاكتتاب وقابليتها للتداول(٧). وبالرغم من ذلك، فإن هذا التعريف يبدو لنا غير كافٍ، إذ إنه أغفل بعض الخصائص والسمات الأخرى الجوهرية لحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم والتي تعكس طبيعتها.

بعض الفقهاء عرف حقوق الأولوية على أنها أوراق مالية وأدوات مالية في نفس الوقت تسمح لحاملها بالاكتتاب في سهم أو مجموعة من الأسهم التي تصدرها الشركات خلال فترة محددة وبسعر محدد(٨).

وهذا التعريف أيضاً لم يتضمن جميع الخصائص التي تشتمل عليه حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم.

ومن وجهة نظرنا، يمكن تعريف حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم على أنها أوراق مالية تصدرها شركات الأموال – سواءً شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم – قابلة للتداول بالطرق التجارية من خلال القيد من حساب إلى حساب آخر، أو بالقيد في سجلات الشركة متى كانت اسمية، وتمنح صاحبها الحق في الاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها بسعر محدد مسبقاً وخلال فترة معينة وفقاً للشروط المحددة في نشرة الإصدار.

ويتضح من جميع التعريفات المذكورة أعلاه أنها تتفق مع الحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم سمات وخصائص معينة. وهذه السمات أو الخصائص تسمح لنا بعض الأحيان بتميز حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم عن غيرها من المنتجات المالية المشابهة المطروحة في السوق المالية.

الفرع الثاني: تميز حقوق الأولوية عن غيرها من المنتجات المالية

٧- حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم وحقوق الأولوية في الاستحواذ على الأسهم. قد يحدث في بعض الأحيان أن تقوم إحدى الشركات بإصدار حقوق أولوية تمنح حامليها الحق في شراء عدد من

(٦) انظر: موقع هيئة سوق المال: http://www.cma.org.sa.

(7) R. Foy, Bon de souscription d' actions, Rep. dr. societe, 2007 (actualization 2014), n 1, p. 1.

(٨) انظر:

B. Hannigan, Company Law, Oxford, Second Edition 2009, n 19-36, pp. 497-492.

أسهم الشركة أو أسهم أخرى تمتلكها الشركة في شركات أخرى بسعر محدد مسبقاً في نشرة الاكتتاب[٩].

لو تأملنا في حقوق الأولوية في شراء الأسهم، لوجدنا أنها تتشابه مع حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم في أن كلاً منها يسمح للمكتتب بتملك سهم أو أكثر من أسهم الشركة، وإن كانت عملية تملك الأسهم فيما يتعلق بحقوق الأولوية تظل أمراً احتمالياً[١٠]. ومع ذلك، هناك ثمة اختلاف بينهما، فحقوق الأولوية في شراء الأسهم تمنح حاملها الحق في شراء أسهم موجودة تمتلكها الشركة، بينما حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم تمنح حاملها الحق في الاكتتاب في أسهم غير موجودة لم تصدرها الشركة بعد.

٨- حقوق الأولوية وأسهم حقوق الأولوية. وتتشابه حقوق الأولوية (BSA) مع أسهم حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم (ABSA) من حيث أن كلاً منها تمنح المكتتب بها الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها، مما يترتب عليه في بعض الأحيان حدوث خلط بينهما لدى المكتتب[١١].

بيد أن حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم تختلف عن أسهم حقوق الأولوية من حيث طبيعتها القانونية. فأسهم حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم هي عبارة عن ورقة مالية هجينة أو مركبة تجمع بين أسهم عادية أو ممتازة، تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها مرتبط بها حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركة في المستقبل. فهي أسهم مرتبط بها حقوق أولوية، بمعنى أن امتلاك حقوق أولوية في الشركة ناتج عن تملك أسهمٍ فيها. فلا يمكن ابتداءً تملك حقوق أولوية إلا بتملك أسهم في الشركة. وبعد طرح أسهم حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم ينفصل السهم عن حق الأولوية، بحيث يتم إيداع كل منهما برمز أو رقم مختلف في المحفظة الاستثمارية للمساهم أو في سجلاته لدى الشركة، الأمر الذي يسمح للمساهم إما بالتنازل عن السهم ومعه حق أولوية في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة لاحقاً، أو الاحتفاظ بالسهم والتنازل فقط عن حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال[١٢].

فيما الأمر يختلف تماماً عما يتعلق بحقوق الأولوية بالاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة والتي تعتبر من عمليات زيادة رأس المال المؤجلة. فعندما تطرح الشركة حقوق أولوية في الاكتتاب في

(9) A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1ed, 2008, p. 358, n 614.

(10) A. Couret et Alii, op. cit.

(١١) حول الإشكالات العملية التي يطرحها هذا التشابه، انظر قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٩٠/ل/د١/ ٢٠١٥ لعام ١٤٣٦هـ في الدعوى رقم ٦٨/ ٣٥. أيضاً، قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٣٧/ ل/ د/ ١ لعام ١٤٣٦هـ.

(١٢) انظر على سبيل المثال، نشرة الإصدار في حقوق الأولوية لشركة مسك عام ٢٠١٣م.

الأسهم، فإن المكتتب في هذه الحقوق لا يتملك أسهماً في الشركة، وإنما يتملك الحق بالاكتتاب في سهم أو مجموعة من الأسهم التي تصدرها الشركة في المستقبل[١٣]. وبعبارة أخرى، فإنه بخلاف المكتتب في أسهم حقوق الأولوية الذي يكون مساهماً في الشركة ويتمتع بالحقوق المالية والإدارية المقررة له، حائز حق الأولوية يعتبر مجرد مساهم محتمل في الشركة، ولا يتمتع بمزايا وحقوق المساهمين إلا إذا تحول إلى مساهم فعلي في الشركة، وهذا يكون عند ممارسته لحق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال التي تصدرها الشركة.

٩- حقوق الأولوية وسندات حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم. تطرح بعض شركات الأموال صكوك دين أو سندات تمنح حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها، وذلك بهدف تحفيز وتشجيع المستثمرين على الاكتتاب في هذه السندات.

وهذه السندات، التي تسمى سندات حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم (OBSA) - مثلها مثل أسهم حقوق الأولوية - تتشابه مع حقوق الأولية في أنها تمنح المستثمر الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها[١٤]، إلا أنها تختلف عنها في أن حق الأولوية هنا ليس حقاً مستقلاً وإنما هو حق مرتبط بالسند.

١٠- خيارات شراء القيم المنقولة وأسهم حقوق الأولوية. عقود خيارات شراء القيم المنقولة[١٥] تتشابه مع حقوق الأولوية في عدة أوجه، منها أن حامل حق الأولوية وحامل خيار الشراء يكون لكل منهما الحق وليس الالتزام في الاكتتاب بالأسهم. كما أن حق الأولوية وخيار الشراء يسمح لحامله بزيادة حصته في أسهم الشركة. وعلاوة على ذلك، كل منهما يقوم على فكرة المضاربة على فروق أسعار الأسهم التي قد تحدث في المستقبل .فمتى وجد المشتري في عقد خيار شراء القيم المنقولة - أسهماً كانت أو سندات - أن سعر الخيار أقل من سعر الورقة المالية في السوق أو زادت أسعار هذه الأخيرة، فإنه يقوم باستعمال حق الخيار ويشتري هذه الأسهم أو هذه السندات، ومن ثم بيعها وتحقيق الربح الذي ينتج عن الفرق بين سعر استعمال الخيار والقيمة السوقية للأسهم أو السندات التي وصلت إليه.

(١٣) انظر قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٩٠/ل/د١/ ٢٠١٥ لعام ١٤٣٦هـ في الدعوى رقم ٦٨/ ٣٥. أيضاً، قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٣٧/ ل/ د/ ١ لعام ١٤٣٦هـ.

(14) A. Couret e t Alii, op. cit. n 575, p. 332.

(١٥) حول خيارات شراء وبيع القيم المنقولة، انظر: د. أحمد الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة، جامعة الكويت، ٢٠٠١م.

وكذلك الحال بالنسبة لحامل حق الأولوية، حيث إنه يبحث في الغالب من وراء الاكتتاب في هذه الحقوق على تحقيق ربح، إما ببيعها والتنازل عنها متى ما ارتفع ثمنها، وإما باستعمالها من خلال الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال التي تصدرها الشركة متى كان سعر أسهم الشركة أعلى من سعر ممارسة حق الأولوية في الاكتتاب عند حلول أجل الاستحقاق.

ورغم وجود عناصر الشبه تلك، إلا أن هناك اختلاف بينهما. فحقوق الأولوية تطرح مباشرة من قبل الشركة نفسها مصدرة الأسهم أو من شركات تابعة لها، بينما يتم طرح عقود خيارات شراء أو بيع القيم المنقولة من قبل شركات مختلفة عن تلك التي تصدر الأسهم مثل شركات مقدمة خدمات الاستثمار في السوق المالية[١٦]. كما أن حقوق الأولية تعتبر من القيم المنقولة والأدوات المالية، بينما تعتبر عقود خيار الشراء أو البيع فقط من الأدوات المالية نظراً لأنها لا تدخل في رأس المال.

١١- علاوة الإصدار وحقوق الأولوية. من الناحية المحاسبية، يتم التعامل مع حقوق الأولوية التي تصدر بمقابل يتم دفعه قبل إصدار أسهم الزيادة وعلاوة الإصدار بطريقة متشابهة، حيث إن أموال الاكتتاب في حقوق الأولوية وأموال ممارسة هذه الحقوق من خلال الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال - مثل علاوة الإصدار - يتم قيدها في الجانب المدين أي جانب الخصوم في القائمة المالية للشركة المصدرة في حساب يسمى علاوة مرتبطة برأس المال، مع ذكر بعض المعلومات بشأن حالة حقوق الأولوية في الإيضاحات[١٧].

ومن الناحية القانونية، حقوق الأولوية تقوم على نفس الفكرة التي تسوغ تطبيق علاوة الإصدار، وهي إلزام المكتتبين بدفع رسوم دخول تضاف إلى سعر اكتتاب الأسهم، كما أن حقوق الأولوية في الاكتتاب وعلاوة الإصدار يهدفان إلى تحقيق هدف مشترك وهو حماية المساهمين في الشركة[١٨]. غير أن حقوق الأولوية تختلف عن علاوة الإصدار في أنها عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول تمنح صاحبها حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، بينما علاوة الإصدار هي عبارة عن آلية أو طريقة تتبعها الشركة لحماية المساهمين القدامى في الشركة وعدم مساواتهم مع الشركاء المساهمين الجدد.

ويضاف إلى ذلك، اختلاف المنطلق المالي الذي يقوم عليه كل من حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم وعلاوة الإصدار. فعندما تشترط الشركة المصدرة علاوة إصدار عند زيادة رأس المال، فإن

(16) R. Foy, Bon de souscription d actions, Rep. dr. societe, 2007, (actualisation 2014) n 3. p. 3.

(17) A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1 edition, 2008, n 604, p. 350.

(١٨) انظر:

A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1 edition, 2008, n 604, n 605, p. 350.

المدخر أو المستثمر الذي يقرر الاكتتاب يقبل، فضلاً عن الاكتتاب في حصة رأس المال، المشاركة والمساهمة في دعم احتياطي الشركة، على خلاف ما هو عليه الحال فيما يتعلق بحقوق الأولوية التي يتم الاكتتاب بها من قبل المستثمر على أمل أن يكون سعر الأسهم في السوق أعلى من سعر استعمال حق الأولوية في الاكتتاب، مما يسمح له بتحقق هامش ربح[١٩].

الفرع الثالث: مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم

١٢- مزايا للمكتتبين. تقدم حقوق الأولوية مزايا كثيرة بالنسبة للمكتتب. فمن جهة، تعتبر حقوق الأولية بمثابة صكوك يمكن التربح من اقتنائها والتعامل بها، نظراً لأنها تسمح لهذا الأخير بالمضاربة على فروقات الأسعار بين سعر استعمال حق الأولوية في الاكتتاب وسعر الأسهم في السوق. فحامل الحق يمكنه أن يحقق ربحاً من وراء التنازل عن حق الأولوية مباشرة مع الأسهم التي يمتلكها أو بمفرده من دون هذه الأسهم، أو استعماله من خلال الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال عندما تكون القيمة السوقية لأسهم الشركة أعلى من سعر استعمال حق الأولوية.

ومن جهة أخرى، تسمح للمساهمين المكتتبين في الشركة بتفادي أي تغيير احتمالي في نسبة المشاركة في رأس مال الشركة، سواءً من خلال انخفاض القيمة السوقية لأسهمهم، وبالتالي، انخفاض حصتهم في الأرباح، أو بفقدان السيطرة من ناحية إدارية على الشركة بسبب دخول مساهمين جدد في الشركة[٢٠].

١٣-١ مزايا للشركة المصدرة. الحصول على سيولة نقدية. بالنسبة للشركة المصدرة، تسمح حقوق الأولوية - مثلها مثل بقية الصكوك المركبة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو القابلة للاستبدال بأسهم - للشركة المصدرة بالقيام بزيادة تدفقاتها النقدية بدون أن تتحمل أي مديونية بشكل مباشر. فعند إصدار حقوق أولوية في الاكتتاب في الأسهم، تتلقى الشركة أموال الاكتتاب في هذه الحقوق، والتي تعتبر قد تملكتها بشكل نهائي ودون أن تكون ملتزمة بردها، من المكتتبين مقابل التزامها تجاه هؤلاء بإصدار أسهم ومنحهم حق الأولوية في الاكتتاب بها. وهذا الالتزام هو التزام مستقبلي معلق على شرط واقف وهو ممارسة هذه الحقوق من قبل أصحابها عند إصدار أسهم الزيادة[٢١].

(19) A. Couret et Alii, op.cit.

(٢٠) انظر:

(21) A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1 edition, 2008, n 580, p. 335: *"S' agissant des émetteurs, le trait distinctif d' une émission de bons autonomes reside en ceci qu' elle permet la réalisation d' une augmentation de capital différé - comme bien d autres titres composés -, mais sans aucun endettement immédiate, avantage que n' offrent ni les titres de créances a bons de souscription de titre de capital, ni mème les titres de capital a bons de souscription de titre de capital. D' un point de vue strictement juridique, on peut dire que, lors de l' émission des bons autonomes, la société contracte seulement une obligation de faire conditionnelle et future; en contrepartie de cet' engagement, elle reçoit des sommes immediatement utilisables"*.

أيضاً، تعتبر حقوق الأولوية أداة تمويل فعالة للشركات التي تعاني من عدم وفرة السيولة النقدية لديها، حيث تشكل أداة لجذب المستثمرين وتشجيعهم على الدخول في مثل هذه الشركات من خلال المساهمة في رأس مال الشركة، مما يساعدها في توسيع أنشطتها وتقوية مركزها المالي، وعدم اللجوء إلى تخفيض رأس مالها لتغطية خسائرها(٢٢).

١٣-٢ مزايا أخرى للشركة المصدرة. أداة لدرء مخاطر عروض الشراء العامة غير الودية. يمكن أن تستخدم حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم كوسيلة لدرء مخاطر عروض الاستحواذ العامة، سواءً كانت هذه العروض عروض شراء أو عروض مبادلة أسهم بأسهم، أو كانت عروض عامة إلزامية أو اختيارية(٢٣). نظراً لأن حقوق الأولوية تعتبر بمثابة خيار يتيح للمكتتب بتملك أسهم تمثل جزء من رأس المال وتمنح حق التصويت بدون دفع قيمة هذه الأسهم مباشرة، فهي تسمح بالحفاظ على السيطرة في الشركة. فقد تقوم الشركة المصدرة بإصدار حقوق أولوية لشركات مرتبطة بها بهدف المحافظة على السيطرة والتحكم فيها، والدفاع عنها أمام عروض الشراء العامة غير الودية التي تهدف إلى الاستحواذ على نسبة في ملكية الشركة بغرض السيطرة عليها(٢٤).

المطلب الثاني: الطبيعة القانونية لحقوق الأولوية

تُعد مسألة تحديد الطبيعة القانونية أو التكيف القانوني لحقوق الأولوية من المسائل التي تثير كثيراً من الصعوبات، وذلك تبعاً للتوصيف الذي يُعطى لتلك الحقوق. فيمكن تصنيفها على أنها قيم منقولة (الفرع الأول)، أو أدوات مالية (الفرع الثاني). كما يمكن تكيفها على أنها صكوك تمويل ذات طبيعة خاصة (الفرع الثالث).

الفرع الأول: حقوق الأولوية و القيم المنقولة

١٤- مفهوم القيمة المنقولة وخصائصها. تعتبر القيم المنقولة من الأدوات المالية الهامة لتمويل الشركات، والقطاعات بشكل عام سواءً كانت قطاعات عامة تابعة للدولة أم خاصة، نظراً لأنها تسمح بتحريك وتنشيط المدخرات وتجميعها وتحويلها إلى استثمارات إنتاجية(٢٥).

(22) A. Couret et Alii. op. cit.

(٢٣) انظر حول استخدام حقوق الأولوية في عروض الاستحواذ العامة على الأسهم:

P. H. Conac, Les bons de souscription d actions "plavix" et les principes généraux des offres publiques, Rev. des sociétés, 2005, p. 321.

حول العروض العامة لشراء الأسهم، انظر: د. سمير راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦م. د. سامي عبدالباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦م.

(24) A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1ed, 2008, p. 334, n 580, p. 336.

(25) D. OHL, valeurs mobilières, Rep. societes Dalloz, septembre, 2014 n 8, p. 15.

في الحقيقة، لم يضع نظام الشركات السعودي أو أنظمة السوق المالية تعريفاً لما يسمى بالقيم المنقولة أو الأوراق المالية، بخلاف بعض الأنظمة المقارنة التي عرفتها على أنها مجموعة من الصكوك المالية التي يصدرها الشخص المعنوي أو الاعتباري، سواءً كان شخصاً معنوياً عاماً أو خاصاً، والتي تسمح، بشكل مباشر أو غير مباشر، بامتلاك حصة في رأس مال الشركة، وتمنح لحامليها المنتمين لنفس الفئة حقوقاً متماثلة، وتكون ليس فقط قابلة للانتقال بالطرق التجارية من خلال القيد من حساب إلى حساب أو بالطرق التقليدية القيد في سجل الشركة أو التسليم متى كانت لحامله، وإنما أيضاً قابلة للإدراج في سوق الأوراق المالية[٢٦].

ويتضح من التعريف السابق للقيم المنقولة أو الأوراق المالية، أن الصك لا يمكن اعتباره ورقة مالية أو من القيم المنقولة إلا إذا توفرت فيه بعض الخصائص، مثل أن يكون صادراً من شخص معنوي أو اعتباري، ويمثل حصة في رأس مال الشركة، أو قابلاً لأن يكون حصة في رأس مال الشركة. يضاف إلى ذلك أنه يمنح حامليه ذات الإصدار الواحد حقوقاً متماثلة، بجانب أن ملكيته من خلال الطرق التجارية.

١٥- تصنيف حقوق الأولوية على أنها من القيم المنقولة. لو نظرنا في حقوق الأولوية لوجدنا أن جميع الخصائص السابق ذكرها تنطبق عليها. فهي تصدر من قبل شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، وأنها قابلة للدخول في رأس المال من خلال اكتتاب صاحب الحق في أسهم الزيادة. كما أن حملة حقوق الأولوية يتمتعون بحقوق متساوية ومتماثلة بغض النظر عن الشخص حامل الحق. فضلاً عن ذلك، قابليتها للانتقال من خلال القيد في الحساب، كما يمكن لصاحبها التنازل عنها أو تداولها في سوق الأوراق المالية. من هنا يمكن اعتبار حقوق الأولوية نوعاً من أنواع القيم المنقولة أو الأوراق المالية. ومثل هذا التصنيف له أهمية كبيرة، حيث يسمح في الحقيقة بتميز حقوق الأولوية عن بعض المنتجات المالية التي لا يمكن اعتبارها قيماً منقولة أو أوراقاً مالية وإنما اعتبارها أدوات مالية فقط.

الفرع الثاني: حقوق الأولوية والأدوات المالية

١٦- تصنيف حقوق الأولوية على أنها أدوات مالية. مفهوم الأدوات المالية له أهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية. فبناءً عليه، قامت بعض القوانين بتعريف السوق المالية، وتحديد الخدمات التي تلتزم شركات الوساطة المالية وشركات مقدمة الخدمات بتقديمها في السوق المالية[٢٧].

(٢٦) انظر على سبيل المثال المادة ٢١١ الفقرة ٢ من قانون النقد والمال الفرنسي.

(٢٧) انظر:

H. Synvet et A. Tenenbaum, instrument financiers, Rep. Dalloz. International. 2009. n 35, p.66.

ومفهوم الأدوات المالية هو مفهوم واسع وغير محدد بحيث يشمل جميع القيم المنقولة أو الأوراق المالية، وبعض المنتجات المالية الأخرى كعقود الخيارات، سواءً كانت خيارات الشراء أو خيارات البيع[٢٨]، والعقود المستقبلية[٢٩]. بمعنى آخر، القيم المنقولة هي عبارة عن فئة من فئات الأدوات المالية، بحيث إن كل القيم المنقولة تعتبر من الأدوات المالية وليس كل الأدوات المالية تعتبر من قبيل القيم المنقولة[٣٠]. وعليه، تعتبر حقوق الأولوية أداة من الأدوات المالية نظراً لأنها من القيم المنقولة، مما يترتب عليه خضوعها لأحكام ولوائح هيئة السوق المالية فيما يتعلق بانتقال الملكية والرهن وغيره.

بيد أن تكييف حقوق الأولوية على أنها قيم منقولة أو أوراقاً مالية يجعلنا نتساءل عما إذا كان من الممكن إدراجها ضمن فئة صكوك رأس المال أو فئة صكوك الدين.

الفرع الثالث: حقوق الأولوية هي صكوك تمويل ذات طبيعة خاصة

١٧ – حقوق الأولوية وسندات الدين. هل يمكن تصنيف حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من ضمن صكوك الدين، مثلها مثل السندات على اعتبار أن الشركة مدينة تجاه حملة حقوق الأولوية بالالتزام بإصدار أسهم ومنحهم حق الأولوية في الاكتتاب بها عند زيادة رأس مالها؟

من الصعب إدراج حقوق الأولوية ضمن صكوك الدين مثلها مثل السندات، نظراً لأن حق الأولوية ينشئ ديناً لصاحبه تجاه الشركة متمثلاً في التزام هذه الأخيرة بإصدار أسهم ومنحه حق الأفضلية في الاكتتاب فيها. فبخلاف حامل السند الذي تلتزم الشركة بمنحه عائداً ثابتاً بغض النظر حققت الشركة أرباحاً أو لم تحقق، ورد القيمة الاسمية له عند حلول الأجل المحدد، لا تلتزم الشركة برد قيمة أموال الاكتتاب في حقوق الأولوية التي أصدرتها لحملة هذه الحقوق. فهذه الأموال تعتبر انتقلت إلى ملكية الشركة واكتسبتها بشكل نهائي، ولا يحق لصاحب حق الأولوية استرداد ما دفعه مقابل الاكتتاب، إلا إذا أثبت أن هذا الاكتتاب كان باطلاً.

فضلاً عن ذلك، يفقد حامل حق الأولوية قيمة ما دفعه للاكتتاب في هذه الحقوق إذا لم يمارسها من خلال الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال في المدة المحددة[٣١].

(٢٨) تعرف عقود الاختيار بأنها عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية كالبيع أو الشراء لعدد معين من الأوراق المالية في تاريخ لاحق وبسعر محدد وقت التعاقد نظير عائد يدفع لبائع الاختيار وقت التعاقد.

(٢٩) العقود المستقبلية هي إحدى فصائل أو فئات العقود الآجلة وهي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر محدد مسبقاً على أنه يتم التسليم في وقت لاحق، وغالباً لا يتم تسليم الصكوك وإنما تتم التسوية فيها وفقاً لفروق الأسعار.

(30) A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1 edition, 2008, p. 356, n 611 et s.

(٣١) حول استخدام حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، انظر لاحقاً بند ٢٩ ص ٣٠.

١٨- حقوق الأولوية والأسهم. يرى بعض الفقهاء أن حقوق الأولية في الاكتتاب بالأسهم يمكن أن تندرج ضمن صكوك رأس المال في الشركة مثلها مثل الأسهم، وذلك لأن ثمن الاكتتاب في هذه الحقوق ما هو إلا جزء مدفوع مقدماً من القيمة الاسمية للأسهم التي سيقوم حامل الحق بدفعها عند زيادة الشركة لرأس مالها[٣٢].

ومثل هذا التصور قد يبدو لنا صحيحاً، إلا أنه لا يسوغ اعتبار حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم صكوكاً تمثل جزءاً في رأس المال كالأسهم مثلاً. فقيمة الاكتتاب في حقوق الأولوية تقيد في القوائم المالية للشركة ولا تدخل في رأس المال إلا عند ممارسة هذه الحقوق من قبل أصحابها من خلال الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال. لأجل هذا، نجد أن حملة حقوق الأولوية لا يتمتعون بالحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم أياً كان نوعها، أسهم ممتازة أو عادية، مثل حق الاطلاع على دفاتر الشركة، أو حق المشاركة في الجمعيات العمومية للشركة - العادية وغير العادية - والتصويت على القرارات التي تتخذها هذه الجمعيات. كما لا يحق لهم الحصول على نسبة من الأرباح التي تحققها الشركة.

١٩- حقوق الأولوية هي صكوك قابلة لأن تدخل في رأس المال. نستنتج مما سبق أن حقوق الأولوية هي صكوك تمويل ذات طبيعة خاصة. فهي صكوك قابلة لأن تدخل في رأس المال[٣٣]، مثلها مثل باقي الصكوك الأخرى كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم على سبيل المثال. فصاحب حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم يبقى مساهماً احتمالياً، ولا يتحول إلى مساهم فعلي، وبالتالي يتمتع بالحقوق المترتبة عليه، إلا من لحظة الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها. وهذا التصور لطبيعة حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم يتماشى تماماً مع الأحكام المنظمة للعروض العامة - سواءً كانت عروض شراء أو عروض مبادلة - والتي تستلزم أن يرد عرض الاستحواذ العام ليس فقط على الأسهم، بل يرد أيضاً على الصكوك القابلة لأن تكون جزءاً في رأس المال مثل حقوق الأولوية وبعض القيم المركبة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم[٣٤].

وتجدر الإشارة إلى أن اعتبار حامل حق الأولوية مساهماً احتمالياً في الشركة لا يعني على الإطلاق عدم تمتعه بأي ضمانات قانونية تكفل حماية مصالحة، سواءً عند قيام الشركة ببعض العمليات التي ترد على رأس مالها[٣٥]، أو عند إصدارها. فهناك أحكام

(32) A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1ed, 2008, n 611 p. 356 et s.

(٣٣) انظر:

F-M. Laprade et A. Moudouit, Les valeurs mobilières donnant accès au capital (VMDAC), Actes pratiques et ingénierie sociétaire, 2014, p. 4.

(٣٤) انظر:

S. Sabatier, Les seuils des offres publiques, RTDF, 2009, p. 36.

(٣٥) فيما يتعلق بالحماية القانونية لحملة حقوق الأولوية، انظر لاحقاً ص ٣٥ وما بعد.

وقواعد يجب على شركات الأموال اتباعها عند رغبتها في إصدار وطرح حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم.

المبحث الثاني:
الأحكام المنظمة لإصدار حقوق الأولوية

حاجة الشركات إلى سيولة نقدية تساعدها على تنفيذ إستراتيجيتها تدفعها للقيام في بعض الأحيان إلى طرح حقوق أولوية كنوع من أنواع المنتجات المالية المركبة. وهذا الطرح قد يكون للمساهمين المقيدين في سجلات الشركة عند انعقاد الجمعية العمومية غير العادية. وفي مثل هذه الحالة، يكون طرح حقوق الأولوية للمساهمين بدون مقابل. وقد يكون طرح حقوق الأولوية طرحاً خاصاً أي على فئة معينة من المستثمرين. ويكون في مثل هذه الحالة بمقابل. وتلجأ الشركة إلى ذلك عادة عندما تكون متعثرة أو تهدف إلى الاستفادة من الشركات الأخرى.

وسوف نخصص المطلب الأول لدراسة إجراءات إصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، ونخصص المطلب الثاني لدراسة حقوق وحماية حملة حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم.

المطلب الأول: إجراءات إصدار حقوق الأولوية

سنتناول أولاً شروط إصدار حقوق الأولوية التي تمنح الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها (الفرع الأول)، ومن ثم كيفية طرح حقوق الأولوية للاكتتاب (الفرع الثاني).

الفرع الأول: شروط إصدار حقوق أولوية

إن زيادة رأس المال المؤجلة للشركة من خلال إصدار حقوق أولوية تستلزم توافر عدة شروط، من أهمها اتخاذ الشركة المصدرة شكل شركات الأموال (أولاً)، وأن يصدر قرار من الجهة المختصة بإصدار حقوق أولوية (ثانياً).

أولاً: اتخاذ الشركة شكل شركات الأموال

٢٠- شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم. لا يجوز لغير شركات الأموال طرح أوراق مالية للاكتتاب العام أياً كان نوعها سندات أو أسهم، أو أوراق مالية مركبة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو بالاستبدال بأسهم أو إصدار سندات تمنح حقوق الأولوية بالاكتتاب في الأسهم[٣٦].

ونظراً لأن حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم هي عبارة عن صكوك تمويل تطرح للاكتتاب العام، وهي قابلة للتداول في سوق مالية منظمة، فإنه يشترط في الشركة التي تصدرها أن تكون إما شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم[٣٧].

---

(٣٦) انظر المادة ١٢٢ من نظام الشركات السعودي الجديد الصادر عام ١٤٣٧هـ. أيضاً، المادة ٢٢٦-١ من القانون التجاري الفرنسي.

(٣٧) تجدر الإشارة إلى أن شركات التوصية بالأسهم تم إلغاؤها مع صدور نظام الشركات السعودي الجديد عام ١٤٣٧هـ.

٢١- إصدار حقوق أولوية فيما بين الشركات القابضة والشركات التابعة لها. في بعض الأنظمة[٣٨]، يجوز للشركة إصدار حقوق أولوية تعطي حامليها الحق في الاكتتاب في أسهم شركة تمتلك فيها أكثر من نصف رأس المال، سواءً كان هذا التملك بشكل مباشر أو غير مباشر. فالشركات التابعة أو فروع الشركات يمكنها الحصول على تمويل مالي من خلال إصدار حقوق أولوية تمنح صاحبها الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة القابضة، أو الشركة الأم عند زيادة رأس مالها متى كانت هذه الأخيرة تتملك حصة تتجاوز نصف رأس المال في الشركة المصدرة[٣٩].

وإصدار حقوق أولوية من قبل شركة تابعة تمنح حق الاكتتاب في أسهم تصدرها شركة أخرى مسيطرة عليها يتطلب صدور قرار من الجهة المختصة في كلا الشركتين بالموافقة على هذا الإصدار[٤٠]. وفي حالة إصدار حقوق أولوية بين شركتين أو عدة شركات، فإنه يتم قيد حقوق الأولوية في حسابات الشركة المصدرة أي الشركة التابعة، ويكون للشركة القابضة الحق في الاطلاع على هذه الحسابات. كما يمكن للشركة التابعة مصدرة حقوق الأولوية تفويض الشركة القابضة بالاحتفاظ بحسابات حقوق الأولوية لديها[٤١].

أياً كان الأمر، يتعين على الشركة القابضة، في مثل هذه الحالة، حماية مصالح حملة حقوق الأولوية باعتبارهم مساهمين احتماليين فيها، ومنحهم حق الاطلاع على قوائمها المالية التي يمكن للمساهمين فيها الاطلاع عليها.

فضلاً عن وجوب أن تكون الشركات المصدرة لحقوق الأولوية من شركات الأموال، يجب أن يكون قرار الإصدار من الجهة المختصة في الشركة.

ثانياً: الجهة المختصة لإصدار حقوق الأولوية في الشركة

إن إصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم يكون بقرار من الجمعية العامة غير العادية باعتبارها الجهة المختصة في الشركة. بيد أن، على الجمعية العامة غير العادية، عند إصدار حقوق الأولوية، مراعاة أن لجميع المساهمين في الشركة حق الأولوية في الاكتتاب فيها.

(أ) صدور قرار من الجمعية العامة غير العادية

٢٢- صلاحيات الجمعية العامة غير العادية. عملية إصدار حقوق الأولوية - وجميع القيم المنقولة القابلة لأن تمنح صكوكاً تمثل حصة في رأس المال أو تمنح الحق في الحصول على صكوك دين - تعتبر زيادة لرأس

(٣٨) انظر مثلاً المادة ٢٢٨-٩٣ من القانون التجاري الفرنسي التي تنص:

"Une société par actions peut émettre des valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre par la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié de son capital ou par la société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital".

(39) R. Foy, Bon de souscription d actions, Rep. dr. societe, 2007, (actualisation 2014), n 29, p. 13.

(٤٠) انظر لاحقاً بند ٢٢ ص ٢٣.

(41) Comite juridique du 5 mai 1999, Dossier ANSA, n 3029, p. 9.

المال لكنها مؤجلة أو مضافة إلى أجل[٤٢]. وهذه الزيادة في رأس المال تعتبر تعديلاً لعقد الشركة الأساس. لذا تدخل من ضمن اختصاصات الجمعية العامة غير العادية[٤٣]. فهذه الأخيرة تقرر إصدار حقوق أولوية تمنح حامليها الحق في الاكتتاب بالأسهم التي تطرحها الشركة عند زيادة رأس مالها بناءً على تقرير مقدم من مجلس الإدارة.

ويكون للجمعية العامة غير العادية تحديد ووضع شروط إصدار هذه حقوق الأولوية، لاسيما فيما يتعلق بمدة وسعر ممارسة حقوق الأولوية والذي يعتبر عنصراً في غاية الأهمية[٤٤]، نظراً لما يترتب عليه من مخاطر ناجمة عن تغير في أوضاع المساهمين في الشركة. وقرار الجمعية العامة غير العادية في إصدار حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم يجب أن يكون بأغلبية المساهمين يمثلون ثلاثة أرباع الأسهم المتمثلة في الاجتماع، وإلا يعتبر قرار الجمعية باطلاً[٤٥].

٢٣- تفويض صلاحية الإصدار لمجلس الإدارة. يمكن للجمعية العامة غير العادية تفويض صلاحية إصدار حقوق الأولوية لمجلس الإدارة أو المدير العام وفق شروط معينة[٤٦]. كما يمكنها أيضاً إصدار حقوق أولوية وتفويض مجلس الإدارة أو المدير العام لتحديد شروط عملية الطرح، لاسيما الشروط المتعلقة بمدة وسعر الاكتتاب أو سعر ممارسة حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم التي تصدره الشركة عند زيادة رأس مالها[٤٧].

وينبغي الإشارة إلى أنه ليس من الضروري أن ينص صراحةً قرار تفويض الصلاحية الممنوح من الجمعية العامة غير العادية لمجلس الإدارة على إصدار حقوق أولوية تمنح الحق في الاكتتاب في الأسهم، بل يكفي أن ينص على سلطة مجلس إدارة الشركة في إصدار أوراق مالية تمثل حصة في رأس المال أو قابلة لأن تدخل في رأس المال. وفي حال وجود تفويض من قبل الجمعية العامة غير العادية لمجلس الإدارة، يتولى هذا الأخير مهمة تحديد شروط إصدار حقوق الأولوية، والإشراف على طرحها، وزيادة رأس المال الناتجة عن اكتتاب حملة حقوق الأولوية في أسهم زيادة رأس المال.

٢٤- دور مراقب الحسابات. تنص بعض القوانين، في حال استخدام مجلس الإدارة للتفويض الممنوح من الجمعية العامة غير العادية، على ضرورة تقديم تقرير، مصادق عليه من مراقب الحسابات، يبين فيه أن جميع

(٤٢) انظر:

B. Le Bars, R*éforme* du *régime* des *valeurs mobilières émises* par les societies par action: le volume des augmentations de capital, *Revue* des *Sociétés* 2004, p. 531.

(٤٣) المادة ٨٨ من نظام الشركات السعودي الجديد.

(٤٤) انظر نشرة إصدار حقوق الأولوية لشركة معادن ٢٠١٤م.

(٤٥) المادة ٩٤ من نظام الشركات السعودي الجديد.

(٤٦) انظر:

R. Foy, Bon de Souscription d' action, Rep. *Sociétés* Dalloz, 2007, (actualisation 2014), n 36, p. 15.

(47) R. Foy, Bon de Souscription d' action, op. cit.

العمليات التي قام بها مجلس الإدارة تمت طبقاً للصلاحيات التي منحت له من قبل الجمعية(٤٨).

ويتمثل دور مراقب الحسابات، في حال تفويض مجلس الإدارة، في فحص جميع العمليات التي قام بها، والتحقق من مدى مطابقتها للتفويض الممنوح له من قبل الجمعية العامة غير العادية. وفي هذا الخصوص، تجدر الإشارة إلى أنه يتعين على مراقب الحسابات إبداء الرأي بشأن طريقة حساب سعر الإصدار، وبيان الآثار المحتملة لإصدار حقوق الأولية على مراكز المساهمين وأصحاب القيم المنقولة أو الأوراق المالية التي تمنح حق الدخول في رأس المال في الشركة(٤٩).

وعند الانتهاء من عملية الفحص، يقوم مراقب الحسابات بتضمين ملاحظاته بخصوص ما ذكر سابقاً في تقرير خاص يتم وضعه لدى مركز الشركة لكي يتسنى للمساهمين الاطلاع عليها. وحق الاطلاع هنا على تقارير مراقب الحسابات يعد من الحقوق الأساسية للمساهمين في الشركة، مثله مثل حق الأفضلية في الاكتتاب بأي ورقة مالية تصدرها الشركة.

(ب) وجوب مراعاة حق أفضلية الاكتتاب للمساهمين

٢٥- المبدأ. الأصل أنه عندما تصدر الشركة أسهماً جديدة لزيادة رأس مالها، فإنه يكون للمساهمين حق الأولوية أو الأفضلية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة مقابل حصص نقدية(٥٠). وحق الأفضلية أو الأولوية للمساهم في الاكتتاب بحقوق الأولوية وبجميع الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الشركة هو مرتبط بالسهم(٥١). وهو مقرر للمساهم في كثير من القوانين حتى ولو لم ينص عليه في النظام الأساسي للشركة(٥٢).

---

(٤٨) انظر المادة ٢٢٨-٩٢ من القانون التجاري الفرنسي.

(49) T. Granier, Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par action: le rôle des commissaires aux comptes, *Revue* des *Sociétés* 2004, p. 557.

(٥٠) المادة ١٣٩ من نظام الشركات السعودي الجديد تنص على أن: "للمساهم المالك للسهم - وقت صدور الجمعية العامة بالموافقة على زيادة رأس المال - الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة مقابل حصص نقدية، ويبلغ هؤلاء بأوليتهم - إن وجدت - بالنشر في صحيفة يومية أو بإبلاغهم بواسطة البريد المسجل عن قرار زيادة رأس المال وشرط الاكتتاب ومدته وتاريخ بدايته وانتهائه".

(٥١) انظر:

A. Couret et AIii, Droit financier, Dalloz, 1ed, 2008, n 608, p.353: *"Le droit préférentiel de souscription est généralement analyse comme un véritable démembrement de l'action ancienne, dont il est l' accessoire"*.

(٥٢) انظر على سبيل المثال المادة ٥٦١ من قانون الشركات الإنجليزي (CA 2006, Part 17, Ch3, 561) التي تنص على:

"A company must not allot equity securities to a person on any terms unless—(a) it has made an offer to each person who holds ordinary shares in the company to allot to him on the same or more favourable terms a proportion of those securities that is as nearly as practicable equal to the proportion in nominal value held by him of the ordinary share capital of the company, and (b) the period during which any such offer may be accepted has expired or the company has received notice of the acceptance or refusal of every offer so made".

وينتج مما تقدم أن الشركة ملتزمة عند إصدار حقوق أولوية – أو أي ورقة مالية أخرى – بطرح الاكتتاب في هذه الحقوق أولاً على المساهمين. ولا يجوز لها أن تطرح الاكتتاب في حقوق الأولوية على أشخاص من الغير إلا في حالة تنازل المساهمين عن حقهم في الاكتتاب التفضيلي، أو إذا أعلنوا عن عدم رغبتهم في الاكتتاب في حقوق الأولوية، أو إذا انقضى الأجل الممنوح لهم دون الاكتتاب فيها(٥٣). والغاية هنا من الاعتراف للمساهمين بحق الأفضلية في الاكتتاب في حقوق الأولوية التي تصدرها الشركة هي حمايتهم من أي تغير احتمالي قد يطرأ على أوضاعهم وحقوقهم بسبب دخول مساهمين جدد.

فمن الناحية المالية، قد يؤدي طرح أسهم جديدة إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم الأصلية، نظراً لأنه كلما زاد عدد الأسهم قل نصيب السهم في الربح، فضلاً عن مشاركة المساهمين الجدد للمساهمين القدامى في الاحتياطي. ومن الناحية الإدارية، فإن طرح أوراق مالية يسمح بدخول مساهمين جدد في الشركة مما قد يترتب عليه انخفاض نسبة السيطرة القائمة لدى أحد المساهمين. ولهذه الأسباب، وتفادياً لأي تغيير قد يحدث في أوضاع المساهمين في الشركة، تقوم شركات المساهمة بتوزيع حقوق أولوية على المساهمين، وذلك بإيداعها مباشرة في محافظهم الاستثمارية عند إصدارها أو بقيدها لهم في سجلات الشركة(٥٤).

(53) R. Foy, Bon de Souscription d action, Rep. Societes Dalloz, 2007, (actualisation 2014) n 38, p. 16.

(٥٤) انظر على سبيل المثال: نشرة إصدار حقوق الأولوية في شركة معادن على سبيل المثال ٢٠١٤م.

٢٦- الاستثناءات الواردة على المبدأ. إلغاء حق الأفضلية في الاكتتاب. يمكن للجمعية العامة غير العادية في الشركة أن تقرر إلغاء حق الأولوية أو حق الأفضلية في الاكتتاب المقرر للمساهمين بالأسهم التي تصدرها عند زيادة رأس مالها متى رأت أن مصلحة الشركة تقتضي ذلك(٥٥).

في الحقيقة، إلغاء حق المساهمين في الأولوية في الاكتتاب في حقوق الأولوية يجب أن يستند على مبررات وجهية تسوغ ذلك، مثل قيام الشركة بإصدار وتخصيص حقوق أولوية في الاكتتاب لبعض دائني الشركة بهدف تحويل ديونهم إلى أسهم من خلال الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، الأمر الذي يترتب عليه تخلص الشركة من هذه الديون وزيادة رأس مالها(٥٦)، أو أن تقوم الشركة – لاسيما الشركات المتعثرة – بطرح حقوق أولوية على فئة معينة من المستثمرين كالبنوك والشركات الكبيرة لضمان زيادة رأس مالها، أو منح حقوق أولوية في الاكتتاب لمجموعة معينة من كبار المساهمين في الشركة بهدف ضمان استمراريتهم فيها(٥٧)، أو منح حقوق أولوية في الاكتتاب للمدراء

(٥٥) انظر المادة ١٤٠ من نظام الشركات والتي تنص على أنه "يحق للجمعية العامة غير العادية – إذا نص على ذلك نظام الشركة الأساس – وقف العمل بحق الأولوية للمساهمين في الاكتتاب بزيادة رأس المال مقابل حصص نقدية أو إعطاء الأولوية لغير المساهمين في الحالات التي تراها مناسباً لمصلحة الشركة".

(٥٦) محمد العريني، *القانون التجاري: شركات الأموال*. الإسكندرية: دار المطبوعات الجامعية، (٢٠٠١م)، ص ٥١٧.

(57) R. Foy, op. cit.

والعاملين في الشركة بهدف تشجيعهم على بذل المزيد مما يساعد في تطويرها[٥٨]، أو إصدار حقوق أولوية في الاكتتاب ومنحها للموظفين بدلاً من خيارات الاكتتاب في الأسهم المخصصة لهم[٥٩].

نظراً لأن إطلاق حق الشركة في إلغاء حق الاكتتاب التفضيلي للمساهمين، قد يؤدي إلى الإضرار بمصالحهم وحقوقهم. فإلغاء حق الأفضلية في الاكتتاب المقرر للمساهمين وطرح حقوق أولوية للغير دون أن تقتضي مصلحة الشركة ذلك يعتبر بمثابة "*علاوة إصدار عكسية*"[٦٠]، إذ إنه يسمح لهؤلاء المكتتبين من الغير الدخول في رأس المال وفق شروط ومزايا تفضيلية متمثلة ليس فقط من إعفائهم من دفع علاوة إصدار نظير دخولهم ومشاركتهم في احتياطيات الشركة المكونة من أرباح المساهمين، بل الاستفادة أيضاً من بعض المزايا المتعلقة بسعر ممارسة حقوق الأولوية[٦١].

الفرع الثاني: كيفية طرح حقوق الأولوية

سوف نستعرض أولاً مسألة الاكتتاب في حقوق الأولوية، ومن ثم نتطرق لسعر إصدار وممارسة حقوق الأولوية، وأحكام التنازل المتعلقة بحقوق الأولوية أو ممارستها عند إصدار الشركة لأسهم زيادة رأس المال.

(أ) الاكتتاب في حقوق الأولوية

٢٧- وجوب إعداد نشرة إصدار. يتوجب على الشركة الراغبة في طرح حقوق أولوية أن تقوم بإعداد نشرة إصدار خاصة بهذا الحقوق. وهذه النشرة تعتبر بمثابة الوثيقة المنظمة لعقد الاكتتاب بين الشركة والمكتتب. وتتولى الجمعية العامة غير العادية أو مجلس الإدارة إعداد نشرة الإصدار التي يجب أن تتضمن جميع المعلومات التي تساعد المستثمر على الاكتتاب وهو عالم بكل ما يترتب على ذلك من آثار[٦٢].

ويجب أن تتضمن نشرة الإصدار مثلاً الشكل القانوني للشركة المصدرة، وأسماء الشركاء فيها، ورأس مالها، وعدد حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، وسعر إصدار هذه الحقوق وممارستها، ومبلغ زيادة

(٥٨) انظر المادة ١٣٧ من نظام الشركات الجديد تنص على أن "للجمعية العامة غير العادية في جميع الأحوال أن تخصص الأسهم المصدرة عند زيادة رأس المال أو جزء منها للعاملين في الشركة والشركات التابعة لها أو بعضها أو أي من ذلك. ولا يجوز للمساهمين ممارسة حق الأولوية عند إصدار الشركة للأسهم المخصصة للعاملين".

(59) R. Foy, op. cit.

(60) A. Couret et Alli, Droit financier, Dalloz, 1ed, 2008, p. 336, n 583.

(٦١) انظر:

A. Couret et Alii, op. cit.: *"Les souscripteurs de bons se voient reconnaît une possibilité d'accéder au capital a des conditions preferentielles: non seulement ils n auront pas a acquitter ce droit d entrée sur les réserves pre-constituees qu est la prime, mais de surcroit les modalités d'exercice des bons singulièrement le prix- sont généralement très avantageuses".*

(٦٢) تنص الفقرة (أ) من المادة الرابعة عشرة من لائحة طرح الأوراق المالية على التزام الشركة التي تطرح الأوراق المالية بتزويد المستثمرين بالمعلومات الكافية حول الطرح الخاص ليمكنهم من اتخاذ القرار السليم، وأن تكون تلك المعلومات صحيحة وواضحة وغير مضللة.

رأس المال، ومدتها، ونوع أسهم زيادة رأس المال التي يحق لمالك الحق الاكتتاب بها سواءً كانت أسهماً عادية أو أسهماً ممتازة. كما يجب أن تتضمن نشرة الإصدار مدة تداول وممارسة حقوق الأولوية، وكيفية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال الأسهم، وما إذا كان طرح هذه حقوق الأولوية قاصراً على فئة معينة من المساهمين أو مجموعة معينة من المستثمرين الغير وهو ما يسمى بالطرح الخاص فضلاً عن شروط ممارسة حقوق الأولوية من خلال الاكتتاب في الأسهم.

٢٨- إصدار حقوق الأولوية والاكتتاب بها. تصدر الشركة غالباً حقوق الأولوية للمساهمين المقيدين في سجلاتها عند صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بدون مقابل، حيث تقوم الشركة بإيداع حقوق الأولوية في محافظهم الاستثمارية خلال يومين من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة غير العادية، وذلك كتعويض لهم عن الانخفاض الحاصل في القيمة السوقية للسهم بسبب زيادة رأس المال[٦٣]. غير أن هناك حالات يمكن فيها للشركة أن تصدر حقوق أولوية بمقابل. وهذا يحدث مثلاً في حال تخصيص حقوق الأولوية لفئة معينة من المساهمين في الشركة أو على أشخاص من غير المساهمين كالشركات والمؤسسات الاستثمارية.

وأياً كان الأمر، فإن الاكتتاب في حقوق الأولوية التي تصدرها الشركة، سواء كان بمقابل أو بدون مقابل، وسواءً كان من قبل المساهمين في الشركة أو من قبل غير المساهمين، لا يترتب عليه تملك أسهم في الشركة المصدرة لحقوق الأولوية، وإنما فقط مجرد تملك الحق فيها بالاكتتاب التفضيلي في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها[٦٤]. وهذا يعني أن المكتتب في حق الأولوية ليس مساهماً فعلياً في الشركة، وإنما هو مساهم احتمالي لا يتمتع بالحقوق المقررة للمساهمين في الشركة سواء كانت حقوقاً مالية كحق الحصول على أرباح أو الحق في الحصول من باقي موجودات الشركة، أو حقوقاً إدارية كحق الاشتراك في الجمعيات العامة للشركة والتصويت على القرارات التي تتخذها هذه الجمعيات. فقط عند ممارسته لحق الأولوية والاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال يصبح مساهماً فعلياً في الشركة، ويكون له حق التمتع بجميع الحقوق المقررة للمساهمين في الشركة.

(ب) سعر إصدار وممارسة حقوق الأولوية

٢٩- تحديد السعر وكيفية الوفاء. يتم تحديد سعر إصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم من قبل الجمعية العامة غير العادية بناءً على تقرير مجلس

(٦٣) انظر على سبيل المثال نشرة إصدار حقوق الأولوية للبنك الأهلي ٢٠١٤م.

(٦٤) انظر: قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٣٧/ ل/ د/ ١ لعام ١٤٣٦هـ.

الإدارة أو المدير العام أو بناءً على تقرير مراقب الحسابات[٦٥]. ويكون سعر إصدار حقوق الأولوية عادة محدداً بما يشكل الفرق بين القيمة الاسمية لأسهم الزيادة وقيمتها السوقية. وأما سعر ممارسة حقوق الأولوية فيتعلق بسعر الطرح أو القيمة الاسيمة لأسهم زيادة رأس المال.

ويلاحظ هنا أن بعض القوانين تشترط أن لا يقل سعر ممارسة حقوق الأولوية في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها عن متوسط لآخر ثلاث جلسات تداول السابقة لطرح أسهم الزيادة، وأن لا يكون سعر ممارسة حق الأولوية أي القيمة الاسمية للسهم أقل من هذا المتوسط إلا في بعض الحالات الاستثنائية، كقيام الشركة ببعض العمليات التي تتطلب تغير سعر ممارسة حقوق الأولوية مثل القيام بعملية تعديل في رأس مال الشركة[٦٦].

وقد تصدر الشركة حقوق أولوية للمساهمين أو الغير بدون مقابل[٦٧]. وفي مثل هذه الحالة، يقوم حامل حق الأولوية بدفع سعر ممارسة الحق عند أجل الاستحقاق أي القيمة الاسمية المحددة للسهم فقط. وقد تصدر حقوق الأولوية بمقابل، وهنا تضاف قيمة الإصدار إلى قيمة ممارسة الحق في الاكتتاب.

(65) R. Foy, Bon de Souscription d' action, Rep. Societes Dalloz, 2007 (actualisation, 2014), n 53, p. 23.

(٦٦) انظر في هذا الصدد، المادة ٢٢٥-١٣٢ من القانون التجاري الفرنسي.

(٦٧) انظر: R. Foy, op. cit..

(ج) حرية التنازل عن حق الأولوية أو ممارسته

٣٠- التنازل عن حقوق الأولوية. يمكن لحامل حق الأولوية التنازل عن حقه في الاكتتاب لمن يشاء، وخلال أي وقت ابتداءً من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة بالموافقة على زيادة رأس المال حتى آخر يوم للاكتتاب في أسهم الزيادة التي أصدرتها الشركة[٦٨].

ولا تستطيع الشركة المصدرة أن تحرم حامل حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من حقه في التنازل عن حق الأولوية، لكن يمكنها تقييده، كأن تحدد الشركة مدة معينة لا يجوز بعد انقضائها تداول حقوق الأولوية[٦٩]. في هذ الصدد، نشير إلى أن هيئة سوق المال قامت بتحديد مدة معينة لتداول حقوق الأولوية وهي ١٠ أيام عمل. ولا يجوز بانتهاء هذه المدة تداول حقوق الأولوية. ويبدو لنا أن هذا القيد الزمني من قبل هيئة السوق المالية، والتي تتقيد بها جميع الشركات المدرجة، يتعارض مع مفهوم نص المادة ١٤١ من نظام الشركات التي تمنح الحق لمالك حق الأولوية في التنازل عنه حتى آخر يوم اكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.

(٦٨) المادة ١٤١ من نظام الشركات السعودي الجديد تنص على أن "يحق للمساهم بيع حق الأولوية أو التنازل عنه خلال المدة من وقت إصدار صدور قرار الجمعية العامة بالموافقة على زيادة رأس المال إلى آخر يوم للاكتتاب في الأسهم الجديدة المرتبطة بهذه الحقوق، وفقاً للضوابط التي تضعها الجهة المختصة".

(٦٩) انظر على سبيل المثال نشرة إصدار حقوق الأولوية لشركة مسك التي حددت مدة ثمانية أيام عمل لتداول الحقوق.

وبغض النظر عن المدة الزمنية لتداول حقوق الأولوية، التنازل عن حق الأولوية للغير لا يعني تملك هذا الأخير لأسهم في الشركة، وإنما فقط تملك الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها[٧٠].

٣١- استخدام حقوق الأولوية. المبدأ والاستثناءات الواردة عليه. كما أن التنازل عن حقوق الأولوية هو حق اختياري لحامله، فكذلك ممارسة هذه الحقوق عند إصدار الشركة لأسهم زيادة رأس المال. فلحامل حق الأولوية مطلق الحرية في استخدام حقه في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها أو عدم استخدامه، تبعاً لما يراه ويقدره نافعاً لمصلحته. فمتى رأى صاحب الحق أن القيمة السوقية لأسهم الشركة أعلى من قيمة ممارسة الحق، فسوف يكتتب في الأسهم الجديدة، أما لو كانت قيمة ممارسة حق الأولوية أعلى من القيمة السوقية للسهم، فإنه لن يقدم على استخدام حقه في الاكتتاب في أسهم الزيادة التي طرحتها الشركة.

ويمكن للشركات المصدرة الشركة إدراج شرط في عقد الاكتتاب ينص صراحةً على التزام حامل حق الأولوية بممارسة حقوق الأولوية التي يتملكها من خلال الاكتتاب في الأسهم التي أصدرتها الشركة لزيادة رأس مالها، أو الاكتتاب بعدد معين من الأسهم المطروحة عند زيادة رأس المال. في ظل وجود هذا الشرط، ليس لمالك حق الأولوية الحرية في تقرير ممارسة هذه الحق أو عدم ممارسته. فهو ملزم تجاه الشركة بتنفيذ التزامه والاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وإلا أصبح مسؤولاً عن جميع الأضرار التي تلحق بالشركة المصدرة من جراء عدم الاكتتاب بالأسهم الجديدة[٧١].

(٧٠) قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٨٦/ل/د١/ لعام ١٤٣٦هـ الصادر في الدعوى رقم ١٢/ ٣٥. كذلك قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٣٣٤/ ل/ د١/ ٢٠١٤ لعام ١٤٣٦هـ الصادر في الدعوى رقم ٦٦/ ٣٥. قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٣٧/ ل/ د١/ لعام ١٤٣٦هـ الصادر في الدعوى رقم ١٠/ ٣٥.

(٧١) انظر مثلاً في القضاء الفرنسي حكم: CA Paris, 1er octobre 2004, Revues des Societes 2004, p. 966, obs. Isabelle-Urbain. Parleani. في هذا الحكم، تتلخص وقائع القضية في الآتي: قام أحد المساهمين بالاكتتاب بعدد من حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم التي أصدرتها الشركة. بعدها قام بإبرام اتفاق بينه وبين الشركة بموجبه يلتزم بالاكتتاب بعدد من الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال. قامت الشركة بزيادة رأس مالها ولكن المساهم حامل حق الأولوية لم يمارس حقه في الاكتتاب. قامت الشركة بإبلاغه بوجوب تنفيذ التزامه والاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال. رفض المساهم حامل حق الأولوية الاكتتاب مدعياً في أن حرية حامل حق الأولوية في ممارسة حقه في الاكتتاب مطلقة لا يمكن تقيدها بأي اتفاق لاحق بينه وبين الشركة. محكمة الاستئناف أيدت قضاة محكمة الدرجة الأولى الذين اعتبروا أن حامل حق الأولوية أخل بالاتفاق المبرم بينه وبين الشركة، وعليه، تم إلزامه بتعويض الشركة عما لحقها من ضرر من جراء عدم تغطية الاكتتاب في كامل أسهم زيادة رأس المال. قضاة الاستئناف ذكروا في هذه القضية أن أحقية حامل حق الأولوية في ممارسة حقه في الاكتتاب تم تقيدها بالاتفاق الذي أبرمه مع الشركة والذي التزم من خلاله بالاكتتاب بعدد معين من الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها.

كما يمكنها تضمين عقد الاكتتاب ببعض الشروط التي تنظم كيفية وممارسة حقوق الأولوية من قبل أصحابها. فعلى سبيل المثال، يمكن للشركة المصدرة إدراج شرطٍ واقفٍ يجعل إمكانية ممارسة حقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال متوقفة على تحقيق الشركة لسقف معين من الأرباح(٧٢). أو تشترط على حملة حقوق الأولوية ممارسة هذه الحقوق خلال فترة زمنية معينة.

٣٢- ممارسة حقوق الأولوية. حددت هيئة سوق المال آلية معينة للاكتتاب في حقوق الأولوية. وهذه الآلية تتألف من تحديد مرحلتين للاكتتاب يكون فيها لصاحب حق الأولوية ممارسة هذا الحق. مرحلة الاكتتاب الأولى وهي تمتد إلى ١٠ أيام وفيها يتاح فقط للمساهمين من حملة حقوق الأولوية المقيدين في سجلات الشركة ممارسة حقوقهم كلياً أو جزئياً. كما يمكن لحملة حقوق الأولية التنازل عن حقوقهم خلال هذه الفترة(٧٣). أما المرحلة الثانية فمدتها ثلاثة أيام، ويسمح خلالها لجميع حملة حقوق الأولوية، سواءً كانوا من المساهمين المقيدين أو ممن قاموا بشراء حقوق الأولوية من السوق المالية خلال فترة التداول، بممارسة حقهم في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال. أما بعد انقضاء هذه الفترة، فلا يجوز ممارسة حقوق الأولوية أو التنازل عنها.

وعند عدم تحديد عدد الأسهم التي يمكن لحامل الحق الاكتتاب بها، يكون لكل صاحب حق أولوية الحق في الاكتتاب بعدد من أسهم زيادة رأس المال بقدر ما يملكه من حقوق أولوية، وهذا ما يسمى بحق "*الاكتتاب غير المنتقص*"(٧٤) لحامل حق الأولوية. وإذا لم يمارس بعض حملة حقوق الأولوية حقهم في الاكتتاب بأسهم زيادة رأس المال، وتبقى عدد من الأسهم التي أصدرتها الشركة عند زيادة رأس مالها لم يتم الاكتتاب بها، فإنه يتم طرحها على حملة حقوق الأولوية الذين طلبوا الاكتتاب بأكثر من نصيبهم طبقاً لنسبة ما يملكونه من حقوق أولوية، ويسمى حقهم في الاكتتاب في مثل هذه الحالة بحق "*الاكتتاب المنتقص*"(٧٥). وإذا تبقى عدد من أسهم زيادة رأس المال لم يتم الاكتتاب بها، يمكن للشركة طرح هذه الأسهم أو تخصيصها للغير ما لم تقرر الجمعية العامة غير العادية للشركة خلاف ذلك(٧٦).

---

(٧٢) هكذا مثلاً عندما تمنح الشركة حقوق أولوية للمدراء بدون مقابل وتجعل ممارسة هذه الحقوق معلقاً على تحقيق الشركة للأرباح المتوقعة في قوائمها المالية انظر:

R. Foy, Bon de Souscription d action, Rep. Societes Dalloz, 2007, (actualisation 2014) n 53 p. 24.

(٧٣) انظر موقع هيئة سوق المال : http://www.cma.org.sa.

(٧٤) د. محمد العريني، *القانون التجاري: شركات الأموال*. دار المطبوعات الجامعية، (٢٠٠١م)، بند ٣٤٨، ص ٥١٨.

(٧٥) د. محمد العريني، مرجع سابق.

(٧٦) انظر المادة ١٤٢ من نظام الشركات السعودي الجديد.

من الناحية العملية، يتم تخصيص الأسهم التي لم يكتتب بها أصحاب حقوق الأولوية فيها للمؤسسات الاستثمارية التي يتم دعوتها من قبل مدير الاكتتاب ذات العرض الأعلى ثم الأقل فالأقل. ويكون سعر الاكتتاب في أسهم الزيادة من قبل هذه المؤسسات محصوراً ما بين سعر الطرح كحد أدنى وسعر سهم الشركة في السوق[٧٧]. فإذا كان سعر بيع الأسهم غير المكتتب بها أعلى من سعر الطرح، يوزع الفرق، بعد خصم مصاريف الاكتتاب منه، على حملة حقوق الأولوية الذين لم يقوموا بالاكتتاب بحقوقهم بنسبة ما يملكونه من حقوق، كشكل من أشكال التعويض عما لحقهم من ضرر متمثل في انخفاض القيمة السوقية وخسارة ما تم دفعه نظير الاكتتاب في حقوق الأولوية[٧٨].

المطلب الثاني: حقوق وحماية حملة حقوق الأولوية

لم يحدد نظام الشركات السعودي مدة زمنية معينة تلتزم خلالها الشركات المصدرة لحقوق الأولوية – وجميع الشركات بوجه عام – بالقيام بزيادة رأس مالها، على خلاف بعض الأنظمة القانونية المقارنة[٧٩]. وعليه، فإنه يمكن للشركات إصدار حقوق أولوية وعدم إجراء الزيادة إلا بعد فترة زمنية ستة أشهر أو سنة أو أكثر من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة بالزيادة، علماً بأن الشركات المدرجة تحرص في الغالب على أن تكون الفترة ما بين إصدار حقوق أولوية وبين زيادة رأس المال فترة قصيرة حتى لا تتأثر أسهمها.

خلال الفترة الكائنة بين وقت إصدار حقوق الأولوية وبين زيادة رأس مالها قد تقوم الشركة ببعض العمليات التي ترد على شكلها القانوني أو زيادة رأس مالها. مثل هذه العمليات قد تضر بمصالح حملة

(٧٧) انظر: قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٣٣٤/ل/د١/ ٢٠١٤ لعام ١٤٣٦هـ.

(٧٨) انظر: قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٣٧/ل/د/ ١لعام ١٤٣٦هـ. انظر قرار لجنة الفصل في المنازعات الأوراق المالية رقم ١٤٨٦/ل/د١/ لعام ١٤٣٦هـ. تتلخص وقائع الدعوى في هذا القرار على النحو الآتي: قام أحد الأشخاص بالاكتتاب بعدد من حقوق الأولوية (١٣٨٢) التي أصدرتها إحدى الشركات المدرجة بمبلغ قدره (٩٢٧٠) بمعدل سعر (٧,٤) ريال للحق الواحد. عند زيادة رأس المال، قام حامل حق الأولوية بالاكتتاب فقط بعدد ٣٠٠ سهم من أسهم زيادة رأس المال، ولم يمارس حقه في الاكتتاب ببقية الأسهم الجديدة التي طرحتها الشركة. قامت هذه الأخيرة بطرح الأسهم التي لم = يتم الاكتتاب بها للغير. تظلم مالك حق الأولوية أمام اللجنة مدعياً بأن الشركة قامت ببيع أسهمه دون إخطاره، كما أنه طالب بإلزام الشركة بدفع مبلغ حقوق الأولوية التي لم يستخدمها. رفضت اللجنة دعوى مالك حق الأولوية بحجة عدم وجود أي خطأ من قبل الشركة، وأن الخسائر التي لحقت بحامل حق الأولوية سببها عدم ممارسة حقه في الاكتتاب ببقية الأسهم أو التصرف فيه.

(٧٩) المادة ٢٢٥ الفقرة ١٢٩ من القانون التجاري الفرنسي تنص على أن زيادة رأس المال المصدر يجب أن تتم خلال الخمس سنوات التالية لصدور قرار الجمعية. وتعتبر هذه المدة حداً أقصى لا يجوز بعدها تنفيذ قرار الزيادة وإلا كانت باطلة.

حقوق الأولوية، لذا ينبغي على الشركة اتخاذ بعض الإجراءات اللازمة لحمايتهم (الفرع الثاني). لكن قبل أن نستعرض إجراءات الحماية التي تتخذها الشركة لحماية حملة حقوق الأولوية، نبين بعض الحقوق التي يتمتع بها هؤلاء (الفرع الأول).

الفرع الأول: حقوق حملة حقوق الأولوية

يحق لحملة حقوق الأولوية تكوين جمعية خاصة بهم تمثلهم أمام الشركة، فضلاً عن حقهم في الاطلاع على دفاتر الشركة التي يمكن للمساهمين الاطلاع عليها.

أولاً: تكوين جمعية خاصة لحملة حقوق الأولوية

٣٣- الوضع في القانون المقارن. تعترف بعض القوانين والأنظمة المقارنة - كالقانون الفرنسي مثلاً[٨٠] -بأحقية حملة حقوق الأولوية بتشكيل جماعة أو جمعية خاصة ترعى مصالحهم وتدافع عنها أمام الشركة أو في مواجهة الغير.

وتشكل هذه الجمعية الخاصة بهم من جميع حملة حقوق الأولوية ذات الإصدار الواحد. كما يمكن أن تتعدد إلى عدة جمعيات متى كان هناك إصدارات متعددة ومختلفة لحقوق الأولوية، كما لو كان هناك اختلاف بين حقوق الأولوية من ناحية سعر الاكتتاب أو أجل ممارسة الحق، أو كان بعض حقوق الأولوية تمنح الحق في الاكتتاب في أسهم ممتازة والأخرى تخص أسهماً عادية[٨١].

ومتى ما تكونت الجمعية الخاصة بحملة حقوق الأولوية، فإنه ينبغي على حملة هذه الحقوق تعين ممثل قانوني لهم، يتم اختياره وعزله بالأغلبية المطلقة[٨٢]. ويتولى هذا الممثل القانوني القيام بجميع الأعمال التي من شأنها المحافظة على مصالح أصحاب حقوق الأولوية سواءً في مواجهة الشركة أو الغير. فيلزمه مثلاً إخطار مجلس إدارة الشركة وهيئة سوق المال بالقرارات التي تتخذها الجمعية الخاصة لحملة حقوق الأولوية، وتمثيل الجماعة في مواجهة الشركة أو الغير أو القضاء، وحضور الجمعيات العامة في الشركة وإبداء ملاحظاته دون أن يكون له الحق في التصويت على القرارات، نظراً لأن مركزه القانوني لا يتعدى كونه مساهماً احتمالياً.

٣٤- الوضع في القانون السعودي. بالرغم من أن نظام الشركات الجديد أجاز لشركات المساهمة إصدار حقوق أولوية كنوع من أنواع صكوك تمويل الشركات، إلا أنه لم يتطرق لمسألة إمكانية تشكيل

(٨٠) المادة ٢٢٨ الفقرة ١٠٣ من القانون التجاري الفرنسي تنص على:

"Les titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital après détachement, s'il y a lieu, des droits du titre d'origine en application de la présente section sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile et est soumise à des dispositions identiques à celles qui sont prévues, en ce qui concerne les obligations, par les articles L. 228-47 à L. 228-64, L. 228-66 et L. 228-90. Il est formé, s'il y a lieu, une masse distincte pour chaque nature de titres donnant les mêmes droits".

(81) R. Foy, Bon de Souscription d action, Rep. Societes Dalloz, 2007, (actualisation 2014) n 80. p. 29.

(82) R. Foy, op. cit., n 81, p 30.

جماعة خاصة ترعى مصالح حملة حقوق الأولوية، على غرار ما قرره فيما يتعلق بحملة الأسهم الممتازة(٨٣) وحملة السندات(٨٤).

والاعتراف لحملة حقوق الأولوية بأحقيتهم بتكوين جمعية خاصة – على غرار حملة الأسهم الممتازة وحملة السندات – تمثلهم في مواجهة الشركة، وتحافظ على حقوقهم يعد مطلباً مهماً. فصاحب حق الأولوية هو في الحقيقة مساهم احتمالي في الشركة، وعليه، ينبغي منحه فرصة المشاركة في القرارات التي تتخذها الشركة، لاسيما القرارات الهامة التي ترد على رأس مال الشركة والتي قد تكون عاملاً مؤثراً لديه لتقرير ممارسة حقوق الأولوية عند زيادة رأس المال أو عدم ممارسته. الأمر الذي يترتب عليه في النهاية حماية مصالحهم، وتحقيق مطلب من متطلبات حوكمة الشركات وهو حماية المساهمين في الشركة سواءً كانوا مساهمين فعليين أو محتملين.

ويضاف إلى أحقية حملة حقوق الأولوية في تكوين جماعة خاصة بهم، حقهم بعض الأحيان في الاطلاع على دفاتر الشركة وقوائمها المالية.

ثانياً: حق الاطلاع على دفاتر الشركة

٣٥- حق إداري غير قابل للتنازل. يتمتع حامل حق الأولوية ببعض الحقوق الإدارية في الشركة. ومن ضمن هذه الحقوق نذكر حق الاطلاع على دفاتر الشركة وقوائمها المالية التي يقوم مجلس الإدارة بتزويدها للمساهمين للاطلاع عليها قبل انعقاد الجمعيات العامة(٨٥).

ولا ريب أن الاعتراف بمثل هذه الحق لحامل حق الأولوية يتسق تماماً مع مركزه القانوني. فهذا الأخير هو في الحقيقة مساهم احتمالي، وعليه، ينبغي على الشركة أن تسمح له بالاطلاع على التقارير المتعلقة بالقوائم المالية وأي معلومات تضعها تحت تصرف مساهميها لكي يكون قادراً على اتخاذ قراره بالدخول في الشركة من خلال ممارسة حقوق الأولوية بالاكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها، أو العدول عن ذلك.

وحق حامل حق الأولوية في الاطلاع على القوائم المالية وجميع التقارير التي تقوم الشركة المصدرة بالسماح لمساهميها بالاطلاع عليها هو حق لصيق بشخص صاحب حق الأولوية، بمعنى لا يجوز له التنازل عنه، ولا توكيل الغير للقيام به إلا إذا كان هذا الأخير هو من حملة حقوق الأولوية.

٣٦- في حالة إصدار حقوق أولوية بين مجموعة شركات. عند إصدار حقوق الأولوية بين مجموعة شركات كإصدار شركة تابعة حقوق أولوية تمنح حق

(٨٣) المادة ١١٥ من نظام الشركات السعودي الجديد.

(٨٤) المادة ١٢٥ من نظام الشركات السعودي الجديد.

(85) R. Foy, Bon de Souscription d action, Rep. Societes Dalloz, 2007, (actualisation 2014) n 85, p. 33.

الاكتتاب في رأس مال الشركة الأم أو القابضة، فإن لحامل حق الأولوية الحق في الاطلاع على دفاتر هذه الأخيرة والتي سوف يمارس فيها حقه في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها عند زيادة رأس مالها[٨٦].

الفرع الثاني: حماية الشركة لأصحاب حقوق الأولوية

لم يحدد نظام الشركات السعودي الجديد – ولا حتى القديم – مدة زمنية تلتزم بها الشركة المصدرة للقيام بزيادة رأس المال. وعليه، فإنه يجوز للشركة أن تقوم بإجراء زيادة المال بعد فترة زمنية معينة من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بزيادة رأس المال، وطرح حقوق أولوية على المساهمين أو على الغير في حالة تنازل المساهمين عن حقهم في الاكتتاب.

خلال هذه المدة الزمنية بين إصدار حقوق الأولوية وبين الأجل المستحق لممارستها، والتي قد تكون قصيرة أو طويلة، قد تقوم الشركة المصدرة بتغير سياستها وإستراتيجيتها إما بمحض إرادتها، أو رغماً عنها نتيجة تغير بعض الظروف. مثل هذا التغير يتطلب من الشركة اتخاذ بعض الإجراءات التي تهدف إلى حماية حقوق حملة الأولوية عند قيامها ببعض العمليات، مثل عمليات الاندماج (أولاً)، تعديل رأس المال (ثانياً)، القيام بتوزيعات نقدية أو عينة من الاحتياطي (ثالثاً)، أو تغير في الشكل القانوني للشركة أو نشاطها (رابعاً)، أو أخيراً تعديل قواعد وأحكام توزيع الأرباح (خامساً).

أولاً: حماية حملة حقوق الأولوية في حالة الاندماج

٣٧- غياب التنظيم القانوني. حاجة الشركة المصدرة لحقوق الأولوية إلى رؤوس أموال تسمح لها بالدخول في مشاريع كبيرة، أو عدم قدرتها على المنافسة مع بعض الشركات المسيطرة على السوق، قد تدفعها إلى القيام بعملية اندماج مع شركات أخرى. وهذا الاندماج قد يكون بالضم، بمعنى أن تكون الشركة التي أصدرت حقوق أولوية انضمت إلى شركة أخرى دامجة مما يترتب عليه زوال شخصيتها المعنوية وبقاء شخصية الشركة الدامجة، وقد يكون عن طريق المزج ويترتب عليه زوال الشخصية المعنوية للشركة المصدرة لحقوق الأولوية والشركة التي اندمجت معها[٨٧].

وبغض النظر عن شكل الاندماج، فإن اندماج الشركة مصدرة حقوق الأولوية مع شركة أخرى يثير بعض التساؤلات حول ما إذا كانت عملية الاندماج تتطلب موافقة الجمعية الخاصة لحملة حقوق الأولوية لإجراء عملية الاندماج، وما هو مصير حقوق الأولوية في حال تمت عملية الاندماج؟ نظام الشركات الجديد لم يتطرق لمسألة حقوق أصحاب حقوق الأولوية في حالة الاندماج. فالمادة ١٩٣ من نظام الشركات نصت فقط

(86) R. Foy, op. cit., n 86, p. 34.

(٨٧) انظر المادة ١٩١ من نظام الشركات السعودي الجديد.

على أنه يحق لدائني الشركة الاعتراض على قرار الاندماج خلال مدة ٣٠ يوماً من تاريخ نشره(٨٨).

وحول موافقة حملة حقوق الأولوية على الاندماج، يرى بعض الفقهاء أن عملية الاندماج والانقسام من العمليات التي يمكن أن تقوم بها الشركة مصدرة حقوق الأولوية دون أن يتطلب ذلك موافقة الجمعية الخاصة بحملة حقوق الأولوية، أو الجمعيات الخاصة الأخرى المتعلقة بحملة الأوراق المالية القابلة للدخول في رأس المال كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو القابلة للاستبدال بأسهم(٨٩). ومن وجهة نظرنا، المركز القانوني لحملة حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم يستلزم حصول الشركة على موافقتهم قبل القيام بأي عملية اندماج. فالمركز القانوني لصاحب حق الأولوية هو في الحقيقة هو مركز مزدوج تبعاً للطبيعة القانونية التي يتصف بها حق الأولوية. فيمكن النظر إليه على أنه مساهم احتمالي في الشركة، نظراً لأنه يتمتع بحق الاكتتاب في أسهم تدخل في رأس المال. وفي هذه الحالة تتطلب عملية الاندماج موافقة الجمعية الخاصة بهم. كما يمكن النظر إليه على أنه دائن للشركة – مثل بقية الدائنين – باعتبار أن الشركة مدينة له بالالتزام بالقيام بعمل وهو إصدار أسهم ومنحه حق الأولوية في الاكتتاب بها. وفي هذه الحالة أيضاً، تتطلب موافقتهم على عملية الاندماج. وفي حال عدم الموافقة، يتعين على الشركة تعويضهم عن قيمة الاكتتاب في حقوق الأولوية، أو منحهم ضمانات تضمن لهم عدم المساس بحقوقهم.

٣٨- ممارسة حق الأولوية في الاكتتاب في الشركة الدامجة. عند موافقة حملة حقوق الأولوية على عملية الاندماج، فإن التزام الشركة بإصدار أسهم ومنح أصحاب حقوق الأولوية الحق في الاكتتاب بها ينتقل إلى الشركة الدامجة، نظراً لأن المبدأ هو انتقال جميع الحقوق والالتزامات من الشركة المندمجة إلى الشركة الدامجة أو الشركة الجديدة(٩٠).فيكون لكل صاحب حق أولوية الحق في الاكتتاب في عدد من أسهم زيادة رأس المال للشركة الدامجة أو الشركة الجديدة بقدر ما كان له من حق الاكتتاب في الشركة المندمجة(٩١). والجدير بالذكر أن إجراءات حماية أصحاب حقوق الأولوية لا يقتصر تطبيقها فقط على حالة الاندماج، بل ترد أيضاً على عمليات تعديل رأس المال.

---

(٨٨) وفق المادة ١٩٣ من نظام الشركات السعودي الجديد، يكون الاعتراض بخطاب مسجل إلى الشركة. وفي هذه الحالة يتم إيقاف إجراءات الاندماج إلى أن يتنازل الدائن عن معارضته، أو تقوم الشركة بالوفاء به أو تقديم ضمانات تكفل له حفظ حقوقه.

(٨٩) انظر:

A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1ed, 2008, p. 319, n 555 et s.

(٩٠) انظر المادة ١٩٢ من نظام الشركات السعودي الجديد.

(٩١) انظر:

A. Couret, Les Droits des porteurs de titres de capital différé, LPA, 4 mai 2001, n 89, p. 13.

ثانياً: حماية حملة حقوق الأولوية في حال تعديل رأس مال الشركة

٣٩- في حال تخفيض رأس المال. لا تلتزم الشركة بالحصول على موافقة حملة حقوق الأولوية في حالة تخفيضها لرأس المال بسبب خسائر تعرضت لها. كما لا تلتزم باتخاذ أي إجراءات تصحيحية تجاه حملة حقوق الأولوية. فهؤلاء تنقص حقوقهم كما لو كانوا قد مارسوا حقهم في الاكتتاب قبل تنفيذ عملية تخفيض رأس المال. بمعنى آخر، يتحمل أصحاب حقوق الأولوية "الخسائر المتعلقة برأس المال مثل المساهمين أنفسهم، أو كما لو كانوا اكتسبوا هذه الصفة"[٩٢].

٤٠- وجوب اتخاذ إجراءات تصحيحية عند زيادة رأس المال. قد يحدث في بعض الأحيان أن تقوم الشركة بزيادة رأس مالها قبل حلول موعد ممارسة حقوق الأولوية. وهذه الزيادة، وإن كانت تساعد الشركة مصدرة حقوق الأولوية على تقوية مركزها المالي مما يجعلها قادرة على القيام بتحقيق مشاريعها التنموية والمستقبلية، إلا أنها تمس بمصالح أصحاب حقوق الأولوية. فالزيادة في رأس مال الشركة تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة، سواء كانت من خلال إصدار أسهم جديدة أو دمج جزء من الاحتياطي إلى رأس المال[٩٣].

ومنعاً لأي ضرر قد يلحق بأصحاب حقوق الأولوية، ألزمت بعض القوانين الشركة المصدرة باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية التي تكفل حمايتهم عند زيادة رأس مالها، مثل تخصيص جزء من أسهم زيادة رأس المال لمصلحة حملة حقوق الأولوية يتم الاكتتاب بها عند ممارستهم لحقوق الأولوية[٩٤]. ونشير في هذا الصدد، إلى أن بعض الشركات تقوم بتقديم أجل ممارسة حقوق الأولوية لكي يتمكن حملة هذه الحقوق من الاكتتاب في جزء من الأسهم التي أصدرتها عند زيادة رأس مالها[٩٥]. وهناك إجراءات حماية مماثلة تلتزم الشركة بتطبيقها عند قيامها بتوزيعات نقدية كانت أم عينة على المساهمين من الاحتياطي.

(92) A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1 ed, 2008, p. 319, n 555 et s.

(٩٣) وفق المادة ١٣٠ من نظام الشركات السعودي الجديد، يمكن للجمعية العامة إيقاف تخصيص أرباح للاحتياطي متى بلغ ٣٠٪ من رأس المال، على خلاف المادة من نظام الشركات القديم التي تنص على إمكانية وقف تخصيص أرباح للاحتياطي متى بلغ نصف رأس المال. سواءً أكان الاحتياطي ٣٠٪ من رأس المال أو أكثر لا يجوز التصرف به لغير الأغراض المحددة له إلا بقرار من الجمعية العامة غير العادية.

(٩٤) انظر:

R. Foy, Bon de Souscription d action, Rep. Societes Dalloz, 2007, (actualisation 2014), n 87,p. 38.

(95) A. Couret, Les Droits des porteurs de titres de capital différé, LPA,4 mai 2001, n 89, p. 13, 14.

ثالثاً: حماية حملة حقوق الأولوية في حال توزيع أرباح على المساهمين

٤١- توزيعات نقدية أو عينية. تختلف الشركات فيما بينها من حيث توزيع الأرباح على المساهمين. فبعض الشركات تقوم بتوزيعات نقدية، بينما تفضل شركات أخرى القيام بتوزيعات عينية. وآلية وطريقة التوزيع تعتمد بشكل كبير على إستراتيجية الشركة وخطتها في المستقبل ومدى توفر السيولة لديها.

وعند قيام الشركة بتوزيع أرباح نقدية أو عينية على المساهمين من خلال الاستقطاع من الاحتياطي المكون لديها، أو من الأرباح المحتجزة لدى الشركة، فإنه يتعين عليها تخصيص نسبة من هذه التوزيعات النقدية أو العينية ووضعها في حساب مستقل في الشركة لمصلحة حملة حقوق الأولوية. ويتم توزيع هذه الأرباح المحتجزة في حساب خاص بهم على أصحاب حقوق الأولوية كما لو كانوا مساهمين فعليين في الشركة لحظة عملية توزيع الأرباح عند ممارستهم لحقوق الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة[٩٦]. وقد تفضل بعض الشركات في مثل هذه الحالات تصحيح وضع حملة حقوق الأولوية من خلال تعويضهم عن الفرق بين قيمة السهم بعد التوزيع وقيمته قبل التوزيع، على أن لا تقل قيمة الفرق عن متوسط آخر ثلاث جلسات تداول سبقت يوم التوزيع على الأقل[٩٧]. ومثل هذا الإجراء تلجأ إليه الشركات غالباً عند قيامها بتوزيع أسهم مجانية على المساهمين[٩٨].

رابعاً: حماية حملة حقوق الأولوية في حال تعديل الشكل القانوني للشركة

٤٢- ضرورة موافقة حملة حقوق الأولوية. يجب على الشركة المصدرة مراعاة مصالح حقوق الأولوية، وأن تمتنع عن القيام بأي عمل يترتب عليه تعديل في نظامه الأساسي أو تعديل في نشاطها الأساسي بدون موافقة حملة حقوق الأولوية. فهؤلاء قد قاموا بالاكتتاب في حقوق الأولوية أو قاموا بشرائها من السوق المالية بناءً على اعتبارات معينة كالشكل القانوني للشركة وطبيعة نشاطها المبين في عقد الاكتتاب، وعليه، أي تعديل في الشكل القانوني للشركة أو نشاطها يعتبر تعديلاً في عقد الاكتتاب يستوجب موافقتهم.

خامساً: حماية الشركة لحملة حقوق الأولوية عند تعديل قواعد توزيع الأرباح

٤٣- الوضع في القانون المقارن. تحظر بعض القوانين المقارنة على الشركات القيام بأي عملية استهلاك لأسهمها، أو بإجراء أي تعديل لأحكام وقواعد تقسيم الأرباح، سواءً من خلال إصدار أسهم ممتازة أو

(96) A. Couret et Alii, Droit financier op. cit., n 556, n 557, p. 320 et s.

(97) R. Foy, op. cit. n 93, p. 40.

(98) R. Foy, op. cit.

أي طريقة أخرى، بعد إصدار حقوق الأولوية إلا إذا كان عقد الاكتتاب يسمح لها بذلك، أو بموافقة الجمعية الخاصة بحملة حقوق الأولوية[٩٩].وحتى في حالة موافقة الجمعية الخاصة لحملة حقوق الأولوية، ينبغي على الشركة اتخاذ بعض الإجراءات اللازمة التي تحافظ على مصالحهم. فمثلاً، لو قامت الشركة بتعديل أحكام توزيع الأرباح من خلال إصدار أسهم ممتازة، فإنه يتعين عليها أن تخصص جزءاً من هذه الأسهم الممتازة لحملة حقوق الأولوية يتم الاكتتاب بها عند ممارستهم لحقوقهم[١٠٠].

٤٤- الوضع في القانون السعودي. لم يتطرق نظام الشركات السعودي لمسألة تعديل قواعد وأحكام توزيع الأرباح إلا فيما يتعلق بالأسهم الممتازة وحقوق الأولوية المرتبطة بها[١٠١]. لكن عدم وجود نصوص نظامية تتعلق بحملة حقوق الأولوية لا يعني تركهم بدون حماية. فحملة حقوق الأولوية هم مساهمون في الشركة وإن كانت مساهمتهم في الشركة لا تتأكد بشكل نهائي أو تصبح مساهمة فعلية إلا عند ممارستهم لحقوقهم في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها، وعليه، تلتزم الشركة التي أصدرت حقوق أولوية بعدم إجراء أي تعديل في أحكام وقواعد توزيعات الأرباح فيها بعد إصدارها لحقوق الأولوية إلا بموافقة أصحاب هذه الحقوق.

خاتمة

يتبين لنا من هذا البحث أن حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم هي أوراق مالية وأدوات دين في آن واحد، تمنح حاملها الحق في الاكتتاب بالأسهم التي تطرحها الشركة عند زيادة رأس مالها، وأنها قابلة للتداول من خلال التسليم متى ما كانت هذه الحقوق حقوقاً اسمية، أو عن طريق القيد من حساب إلى حساب آخر. وهي أيضاً نوع من أنواع صكوك التمويل القابلة لأن تدخل في رأس المال عند حلول أجل معين وهو أجل ممارسة الحق من قبل حامله عن طريق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال. وهي بهذا الشكل يمكن إدراجها ضمن الصكوك المالية أو القيم المالية المركبة، كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم مثلاً.

وتلجأ شركات الأموال إلى إصدار حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم وطرحها على المساهمين بدون مقابل، وذلك بهدف المحافظة على أوضاعهم في الشركة وتفادياً لحدوث أي تغير في نسبة السيطرة التي يتمتعون بها في الشركة، فضلاً عن تخفيف الضرر الذي يلحق بهم من جراء انخفاض القيمة السوقية لأسهمهم بسبب زيادة في رأس المال. وقد تلجأ شركات الأموال إلى طرح حقوق أولوية في الاكتتاب

(99) R. Foy, op. cit. n 102, p. 46.
(100) R. Foy, op. cit.
(١٠١) انظر المادة ١١٥ من نظام الشركات السعودي الجديد.

بالأسهم على الغير كالمؤسسات الاستثمارية والشركات بهدف تشجيعها في الدخول في الشركة وضمان الاكتتاب في زيادة رأس المال. وفي مثل هذه الحالة، يكون طرح حقوق الأولوية بمقابل يتم دفعه من قبل المكتتب للشركة كجزء مقدم من قيمة السهم الذي قد يكتتب به عند زيادة رأس المال، مما يترتب عليه زيادة مؤجلة لرأس مال الشركة. لكن هل تخضع هذه الزيادة المؤجلة في رأس المال لأحكام وقواعد زيادة رأس المال؟ وهل يشترط أن يتم دفع رأس المال بالكامل قبل إصدار حقوق أولوية باعتبار أنه يترتب على إصدارها زيادة لرأس المال، رغم أن هذه الزيادة مؤجلة أي لا تتم إلا عند إصدار أسهم زيادة رأس المال؟

والاكتتاب في حقوق الأولوية يترتب عليه اكتساب الشخص صفة المساهم الاحتمالي. فيبقي مركزه القانوني مساهماً احتمالياً في الشركة إلى أن يحين وقت ممارسة هذه الحقوق. عندئذ، إما أن يتحول المركز القانوني لحامل حق الأولوية من مساهم محتمل إلى مساهم فعلي في الشركة من خلال الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وإما أن يفقد هذه الصفة إذا لم يقم بممارسة حقه في الاكتتاب خلال الأجل المحدد.

والمركز القانوني لحامل حق الأولوية كمساهم محتمل يقودنا إلى طرح تساؤل مهم جداً متعلق بعروض الاستحواذ الإلزامي أو عروض الشراء العامة للأسهم. هل يؤخذ في الاعتبار نسبة ما يملكه المساهم من حقوق أولوية تمنحه الاكتتاب في أسهم الشركة عند حساب النسبة القانونية الموجبة لطرح عرض استحواذ عام إلزامي على جميع أسهم الشركة؟

توصيات

أخيراً، نوصي في نهاية هذا البحث ببعض المقترحات التي من شأنها الحد من الإشكالات التي تطرحها حقوق الأولوية، وهذه التوصيات نوردها على النحو الآتي:

أولاً: من الأفضل استخدام مصطلح حقوق الأولوية في نشرة الإصدار بدلاً من مصطلح أسهم حقوق الأولوية، نظراً لأن هذا المصطلح قد يثير لبساً في ذهن المكتتب. فقد يظن هذا الأخير أن الاكتتاب في مثل هذه المنتجات يترتب عليه امتلاك أسهم في الشركة، وليس فقط الحق في الاكتتاب عند زيادة الشركة لرأس مالها كما رأينا ذلك في بعض القضايا المعروضة في البحث.

ثانياً: من المهم الاعتراف لحملة حقوق الأولوية بالحق في تكوين جمعية خاصة بهم تمثلهم في الجمعية العامة في الشركة، وتدافع عن حقوقهم ومصالحهم تجاه هذه الأخيرة أو أمام الغير. فمن غير المعقول أن يكون لحملة الأسهم الممتازة وهم مساهمون، ولحملة السندات الذين يعتبرون دائنين جمعية خاصة بهم ولا يكون لحملة حقوق الأولوية وهم مساهمون محتملون، وخاصة إذا تم

الأخذ في الاعتبار أن قرار تحولهم إلى مساهمين فعليين في الشركة خاضع لإرادتهم وليس لإرادة الشركة.

ثالثاً: صاحب حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم هو مساهم احتمالي في الشركة. لذا من المهم منحه الحق في الاطلاع على دفاتر الشركة وسجلاتها التي يضعها مجلس الإدارة تحت تصرف المساهمين الفعلين في الشركة، إذ إن ذلك يساعده على اتخاذ القرار في استخدام حقه في الاكتتاب التفضيلي في أسهم زيادة رأس المال أو التنازل عنه.

رابعاً: المركز القانوني لحملة حقوق الأولوية واعتبارهم مساهمين محتملين في الشركة يقتضي وجود حماية قانونية لهم، وذلك من خلال النص في نظام الشركات على إلزام الشركات المصدرة لحقوق الأولوية باتخاذ إجراءات تصحيحية لحماية مصالح هؤلاء في حال قيامها ببعض العمليات التي ترد على شكل الشركة القانوني، أو على رأس مالها، أو متعلقة بتعديل آلية توزيع الأرباح وغيرها خلال الفترة الواقعة ما بين إصدار حقوق الأولوية وبين أجل ممارستها.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

العريني، محمد. *القانون التجاري: شركات الأموال*. الإسكندرية: دار المطبوعات الجامعية، (٢٠٠١م).

الملحم، أحمد. *الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة*. جامعة الكويت، (٢٠٠١م).

ثانياً: المراجع الأجنبية

A. Couret et Ali, Droit financier, Dalloz, 1 edition, 2008.

A. Couret, Les Droits des porteurs de titres de capital differe, LPA, 4 mai 2001, p. 13.

B. Hannigan, Company Law, Oxford, Second Edition 2009.

B. Le Bars, Reforme du regime des valeurs mobilieres emises par les societies par action: le volume des augmentations de capital, Revue des societies 2004, p. 531.

D. OHL, Valeurs mobilieres, Rep. societies dalloz, septembre, 2005.

F-M. Laprade et A. Moudouit, Les valeurs mobilieres donnant acces au capital (VMDAC), Actes pratiques et ingenierie societaire, 2014, p. 4.

H. Synvet et A. Tenenbaum, instrument financiers, Rep. Dalloz. International. 2009.

P. H. Conac, Les bons de souscription d actions "plavix" et les principes generaux des offres publiques, Rev. des socieites, 2005, p. 321.

R. Foy, Bon de souscription d actions, Rep. dr. societe, 2007 (actualisation 2104).

S. Sabatier, Les seuils des offres publiques, RTDF, 2009, p. 36.

T. Granier, Reforme du regime des valeurs mobilieres emises par les societies par action: le role des commissaires aux comptes, Revue des societies 2004, p. 557.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية

- .http://www.cma.org.sa

رابعاً: القوانين والأنظمة والقرارات

- نظام السوق المالية السعودية الصادر في عام ١٤٢٤هـ/ ٢٠٠٣م.

- نظام الشركات الجديد الصادر في عام ١٤٣٧هـ/ ٢٠١٦م.
- لائحة طرح الأوراق المالية.
- قانون الشركات الإنجليزي (CA 2006).
- قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٩٠/ ل/ د١/ ٢٠١٥ لعام ١٤٣٦هـ في الدعوى رقم ٦٨/ ٣٥.
- قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٣٧/ ل/ د/ ١ لعام ١٤٣٦هـ الصادر في الدعوى رقم ١٠/ ٣٥.
- قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٤٨٦/ ل/ د١/ لعام ١٤٣٦هـ الصادر في الدعوى رقم ١٢/ ٣٥.
- قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية رقم ١٣٣٤/ ل/ د١/ ٢٠١٤ لعام ١٤٣٦هـ الصادر في الدعوى رقم ٦٦/ ٣٥.

The Priority Subscription Rights Shares: An Analytical Legal Study

Yasser Fadl Al Suraihy
Assistant Professor, College of Law and Political Science, King Saud University

(Received 28/12/1437H.; accepted for publication 24/02/1438H.)

Keywords: Joint stock company, Pre-emption rights, Capital raising, Shareholders, Ordinary assembly, Extraordinary assembly, Board of directors.

Abstract. This study focuses on the concept of priority subscription rights shares, and distinguishes it from other similar financial products rights. A rights issue requires a company to offer a new issue of shares to existing shareholders in proportion to their existing shareholdings. The purpose of this obligation to a company is to prevent the dilution of their holding which would occur if a new issue of shares was offered to outside investors. The priority rights holders are considered as potential shareholders in the company, so it is required to offer them certain rights along the lines of the shareholders or bondholders, and that the company takes action to protect their rights and interests before carrying out any operation related to capital or legal form after the priority rights issue process.