

حقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة والتصرف فيها في ضوء قانون رأس المال المصري وتعديلاته

محمود عبد الجواد عبد الهادي عبد الجواد

جامعة تبوك || المملكة العربية السعودية

الملخص: يعتبر حق أولوية الاكتتاب من الحقوق المالية التابعة للأسهم، وتلجأ الشركات المساهمة إلى تقرير هذه الحقوق بغرض تحقيق التوازن المالي والإداري في الشركة، وعلى الرغم من كون اللجوء إلى تقرير هذه الحقوق كان اختيارياً للجمعية العامة إلا أن التعديلات المتتالية في التشريع المصري جعلته ملزماً في عدد من الحالات، فإذا ما تم تقرير يجوز لكل حامل شرعي لحق أولوية الاكتتاب أن يتصرف فيه أو يتنازل عنه بإرادته المنفردة.

الكلمات المفتاحية: الاكتتاب – أولوية – زيادة رأس المال – الشركات المساهمة.

مقدمة:

الشركات المساهمة هي أكبر تجمعات رؤوس الأموال في الأنظمة الاقتصادية عموماً، لذلك تحظى بالقدر الأكبر من الاهتمام والتنظيم القانوني في التشريعات التجارية، وإلى جانب كونها استثمارات مالية في الأساس إلا أن بعدها الاجتماعي من حيث إمكانية توزيع الثروة على أكبر عدد من أفراد المجتمع عن طريق فتح باب المساهمة في رأس مال هذه الشركات ومن ثم الحصول على الأرباح والاستفادة من الزيادة في قيمة الأصول وتحقيق الربح من الاستثمارات يسهم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في تحقيق التوازن الاجتماعي والاقتصادي في كل مجتمع. ويتم طرح الأسهم للاكتتاب في مرحلة ما بعد التأسيس والذي قد يكون اكتتاباً عاماً يدخل فيه مساهمين جدد للشركة، لما كان هذا الإقبال يهدد المراكز المالية والإدارية للمساهمين الحاليين في الشركة القائمة وضعت الأنظمة القانونية عدداً من الوسائل لحماية مراكز المساهمين وعلى رأس هذه الوسائل أولوية اكتتاب مساهمي الشركة الحاليين، وهذا الحق يتم تقريره في حالة الاكتتاب العام كضمانة للمساهمين في الشركة في حالة الاكتتاب لزيادة رأس المال من أجل الحفاظ على مراكزهم المالية والإدارية.

وقد أجريت عدة تعديلات على قانون رأس المال المصري وخاصة فيما يتعلق بحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، حيث تكتتب الشركات المساهمة لزيادة رأس مالها بهدف تحقيق النمو وزيادة الأرباح والتوسع في النشاط، فلا يتوقف طموح الاستثمار في مجال معين عند رأس المال الذي أنشأت به الشركة، ولذلك تقوم الشركات فيما بعد بعمل اكتتابات عامة بغرض زيادة رأس مالها مع مراعاة مراكز مساهميها الحاليين وذلك في الموافق المالية الجيدة، وكلما كان المشروع ناجحاً.

فالاكتتاب العام أثناء حياة الشركة لا يكون في كل الأحوال بغرض التوسع وإنما قد يكون لتغطية خسائر، أو تحسين موقف الشركة المالي، وفي كل حالة من هذه الحالات تختلف أساليب التحفيز لجلب مساهمين جدد أو حماية المساهمين الحاليين، وفي هذه الحالة الأخيرة يتم تقرير حقوق أولوية الاكتتاب وذلك طبقاً للمواد 30:32 من

قانون رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992م⁽¹⁾، وهذه الحقوق يمكن التصرف فيها وتداولها أو إلغاؤها، وهذه الحقوق وطريقة تقريرها إلغاؤها تحتك بمبادئ حوكمة الشركات في أكثر من محك، وهذا ما سنعرض له من خلال ثنايا البحث:

منهج البحث:

اعتمد الباحث في هذا البحث على المنهج التحليلي بغرض تحليل النصوص القانونية المنظمة لحقوق أولوية الاكتتاب كما اعتمد الباحث على المنهج المقارن للوقوف على الاختلافات ومكامن القوة والضعف في هذا الصدد.

مشكلة البحث:

لما كانت حقوق أولوية الاكتتاب من الحقوق المالية الناتجة عن تملك الأسهم، فإنها تحمل في طياتها محاباة للمساهمين الحاليين على حساب الجدد ومن ثم مجافاة فكرة العدالة وتعطيها مبدأ حرية توزيع رأس المال والاستثمار وقصره على فئات محددة، إضافة إلى ذلك يكون التصرف فيها بطرق مختلفة عن التصرف في أي حق مالي آخر مما يصبغها بنظام قانوني مختلف، فهل ما وضعه المشرع من تنظيم قانوني في عدة تعديلات كافي لتحقيق الغرض منها؟ وهو السؤال الذي سنحاول الإجابة عنه من خلال البحث.

خطة البحث: ينقسم البحث إلى مقدمة ومبحثين وخاتمة تشمل على أهم التوصيات والنتائج.

المبحث الأول: التنظيم القانوني لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة وطبيعته القانونية.

المبحث الثاني: إلغاء حقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة والتصرف فيها.

المبحث الأول: التنظيم القانوني لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة وطبيعته القانونية

حقوق الأولوية يتم تقريرها في حالة الاكتتاب لزيادة رأس المال الشركات المساهمة عن طريق الاكتتاب العام فقط، ويحاط إقرارها أو إلغاؤها بضوابط قانونية محددة حتى لا يساء استخدامها، فيقرر القانون من لهم الحق فيها وكيفية ممارستها، وهذه التنظيم التشريعي يراعي الهدف الذي تقررت من أجله حقوق أولوية الاكتتاب ومن ثم يؤثر بالضرورة على طبيعتها القانونية والإطار الذي تمارس فيه، وتتناول ذلك من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: ماهية حقوق أولوية الاكتتاب في الأسهم وأهميتها

الأولوية هي التفضيل أو الأفضلية، وأولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال يقصد بها تفضيل طائفة معينة للاكتتاب بالطرق القانونية المحددة فيما تم طرحه من أسهم زيادة رأس المال على غيرهم، وإن كنا نعتقد أن

(1)- الجريدة الرسمية المصرية العدد/ 25/ مكرر الصادر في 22/6/1992م. وتقرر أغلب التشريعات هذا الحق على سبيل المثال لا الحصر المواد (561: 568) من قانون الشركات الإنجليزي الصادر في 2006م.

Companies Act 2006 (c. 46) Part 17- A company's share capital- Chapter 3- Allotment of equity securities: existing shareholders' right of pre-emption.

تسمية هذه الحقوق بأولوية الاكتتاب أدق من تسميتها بأفضلية الاكتتاب على غرار بعض التشريعات العربية⁽²⁾، فالأفضلية يفترض بناء عليها وجود مفضل عليه ومفضل من المميزات ما يجعله في هذا المركز القانوني، في حين أن تقرير الأولوية يجعل صاحبها صاحب حق منفرد بها بدون منافس ما لم يتخلى عن ذلك بإرادته أو يسقط قهراً طبقاً للقانون، فالتصرف في هذا الحق - كما سنعرض له لاحقاً - ينقل هذه الأولوية إلى الغير ومن ثم يبقى الطريق مقطوعاً على كل من يريد الاكتتاب والأمر مرهون بإرادة مالك الأولوية وتتناول في الفرعين التاليين التعريف بحقوق أولوية الاكتتاب ثم نعرض لأهميتها في الفرع الثاني:

الفرع الأول: التعريف بحقوق أولوية الاكتتاب

تنظم أغلب التشريعات المقارنة⁽³⁾ ومنها قانون رأس المال المصري رقم 59 لسنة 1992م وتعديلاته أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس الشركات المساهمة، وقد ظهرت هذه الحقوق في فرنسا في قانون شركات الأموال سنة 1983م حيث أجاز هذا القانون إصدار حقوق أولوية مرتبطة بالأسهم⁽⁴⁾، كذلك نظمها قانون الشركات الانجليزي الصادر في 2006م، وغيرها من التشريعات الأخرى تناولت مسألة أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وذلك بالآليات القانونية التي تحقق الغرض من تقريره وترجع الأصول التاريخية للاعتراف بهذا الحق في أوروبا إلى القانون التجاري الألماني الصادر في 1897، ثم القانون الفرنسي 1925 م⁽⁵⁾.

والأصل أنه لا يجوز تقرير أولوية الاكتتاب لبعض المساهمين دون البعض الآخر⁽⁶⁾، كما لا يجوز التقرير أو الإلغاء إلا بشروط محددة وواضحة وفي إطار قانوني صارم حتى لا يصبح تقرير هذا الحق أو إلغاؤه وسيلة للتلاعب بمصالح صغار المساهمين وطريقاً للفساد المالي والإداري داخل الشركات المساهمة.

ويتضح من نص المادة (32) من قانون سوق رأس المال قبل تعديلها أنه أعطى الجمعية العامة غير العادية الحق في إلغاء أولوية الاكتتاب متى نص على ذلك نظام الشركة الأساسي، وهذا الأمر قد يعصف بحقوق أقليات المساهمين⁽⁷⁾ ولا يتناسب مع ظروف السوق خاصة ما يعتري تعديل النظام الأساسي للشركة من صعوبات إذا كان لا ينص على أولوية الاكتتاب لقدامى المساهمين في حال زيادة رأس المال وذلك إذا كانت هناك حاجة ومبرراً لتقريرها.

لذلك جاء حسناً قرار وزير الاستثمار رقم 95 لسنة 2016م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال حيث استبدل نص المادة (30) من القانون حيث نص على أن "تلتزم الشركات المقيدة لها أسهم في إحدى البورصات المصرية والشركات التي طرحت أسهمها في اكتتاب عام في حالة زيادة رأس مالها بإعمال حقوق

(2)- يشار إلى هذه الحقوق في التشريعات المختلفة بحقوق أولوية الاكتتاب كالتشريع المصري ونظام الشركات السعودي، أو حقوق أفضلية الاكتتاب كالقانون التجاري الجزائري في المادة (694).

(3)- Darriot des sociétés fracases/ Article L225- 132- Order No. 2004- 604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004.

(4)- R.Foy, bon de suscriptions d, actions, Reb. d.socie te , 2007n 1 ,p.1.

(5)- JORF du 8 mars 1925 page 2382- Loi du 7 mars 1925.

(6)- MERLE Philippe, Droit commercial ,DALLOZ- paris- 1996,p8.

(7)- إضافة إلى ذلك يشكل اشتراط نص النظام الأساسي في الشركة على حق الجمعية العامة في إلغاء حقوق أولوية الاكتتاب متى كان ذلك منصوباً عليه في النظام الأساسي للشركة عائقاً غير متوقع بالنسبة لعدد لا بأس به من المساهمين خاصة إذا كانت الشركة يتم تداول أسهمها في البورصة فعدد كبير جداً من المساهمين لا يهتمهم سوى المضاربة في الأسهم أو بيعها وشراءها دون الاهتمام بما يحتوي عليه النظام الأساسي للشركة.

الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال بأسهم نقدية، وذلك مع مراعاة نص المادة (32) والتي تم تعديلها بالقرار رقم 45 لسنة 2015م حيث أجازت للجمعية العامة إلغاء أعمال أولوية الاكتتاب أو تخصيصها بموافقة جميع المساهمين القدامى، وهذا التخصيص يكون في الغالب في حالة الزيادة باستخدام الأرصدة الدائنة والتي تكون التزاماً على الشركة قبل الغير ويتم تخليص الشركة من التزامها بهذه الطريقة، أما تخصيص الاكتتاب في حالة الزيادة بأسهم نقدية بشرط موافقة جميع المساهمين قد يحقق مصلحة الشركة في حالة الرغبة في إدخال شريك استراتيجي معين أو دمج ديون في رأس المال... الخ.

ونعتقد أن إلزام كل شركة تتوافر فيها شروط معينة بإعمال حقوق أولوية الاكتتاب بغض النظر عن وضعها المالي قول فيه نظر، لذلك أبقّت المادة 32 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المعدلة بالقرار رقم 45 لسنة 2015 م⁽⁸⁾ علي إمكانية إلغاء حقوق الأولوية متى طلب ذلك مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين وذلك بسبب جدي يقره مراقب الحسابات وكذلك الأمر بالنسبة لتخصيص الاكتتاب.

من جملة ما سبق يمكن القول أن حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة هي عبارة عن ورقة مالية تمكن حاملها من الاكتتاب بالأولوية على غيره يتم تقريرها وإلغاؤها طبقاً لنظام قانوني واضح، وذلك بحسب ما تقتضيه مصلحة الشركة، وبما يحقق هدف المساواة بين المساهمين القدامى والجديد، جدير بالذكر - تعتمد أغلب التشريعات هذه الوسائل من أجل تحقيق غرض المساواة، في حين يرى جانب من الفقه أن هناك صعوبة في تحديد الإطار الخاص بحقوق المساهمين المالية في حالة زيادة رأس مال الشركة⁽⁹⁾.

ونعتقد أن التعديلات المتتالية بداية من تناول المشرع لتنظيم حقوق أولوية الاكتتاب ثم إجراء تعديلات في 2015م ثم 2016م إنما يؤيد وجهة النظر هذه والأفضل مجازة الجهة المختصة بالتشريعات لكل مستجد في أحوال الشركات المساهمة وتطور الأسواق المالية وضبطها من الناحية القانونية، خاصة إذا كانت تعديلات اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تصدر بقرار وزاري.

الفرع الثاني: أهمية تقرير حقوق أولوية الاكتتاب

كما تحتل أولوية الاكتتاب أهمية كبيرة بالنسبة للمساهمين في الشركة، ولكل من يمتلك الأولوية ولو غير مساهم، فالنسبة للمساهمين يستطيع كل مساهم أن يحافظ على مركزه المالي والإداري في الشركة من خلال تملك أسهم جديدة في زيادة رأس المال بقدر حصته⁽¹⁰⁾ التي يملكها في رأس مال الشركة وذلك مع فرصة زيادة حصته من خلال شراء أسهم جديدة خارج الأولوية، فتقرير حق الأولوية يحمي المساهم من تغير مركزه المالي والإداري ومركزه في التصويت، وتدني نسبة مشاركته في رأس المال وهو ما يحقق الاستقرار داخل الشركة بالنسبة للمساهمين القدامى. ومن جهة أخرى يكون لحقوق الأولوية قيمة مالية قد ترضى المساهم في حالة بيعها وعدم رغبته في المحافظة على المركز الإداري ونسبته في التصويت، فكثير من المساهمين لا يهيمه بالدرجة الأولى سوى تحقيق الربح وهو ما يمكن تحقيقه من خلال مكنة التصرف في حق الأولوية.

(8)- الوقائع المصرية العدد 105 الصادر في 9 مايو 2015م ص 3 وما بعدها.

(9)- V. Recueil – DOLLOZ- Sociétés commerciales- valeurs- 30Avril – 1989- p39

(10)- نلاحظ أن أغلب التشريعات تتناول تنظيم الاكتتاب بالأولوية في بذات نسبة امتلاك المساهم في الشركة ومنها التشريع المصري والفرنسي وكذلك الانجليزي

أنظر قانون الشركات الانجليزي: Article 561/1/A/ Companies Act 2006. أيضاً قانون الشركات الفرنسي الصادر في 2004م:

- Article L225- 13- Order No. 2004- 604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004 -

فقد يكتفي بتحقق الغرض المالي في حالة عدم تأثر الموقف الإداري للمساهم عن طريق التخلي عن الأولوية بعلاوة الإصدار ومن ثم يتحقق عائد مالي يحقق الغرض.

فإذا ما تم تقرير أولوية الاكتتاب للمساهمين يكون لكل مساهم في محفظته الاستثمارية عدد من الأسهم التي يمتلكها مضافاً إليها عدد الحقوق التي تم تقريرها وتكون لهذه الحقوق قيمة إرشادية عبارة عن الفرق بين سعر السهم في أي وقت من الأوقات وسعر الطرح أما السعر السوقي فيتم تحديده من خلال العرض والطلب، فلو أن قيمة السهم 10 جنيهات وسعر الاكتتاب خمس جنيهات تكون القيمة الإرشادية للحق خمس جنيهات فمن يشتري الحق ويكتتب به يتكلف 10 جنيهات وهي القيمة المساوية لقيمة السهم.

ويكون تحديد السعر بناء على قرار الجمعية العامة غير العادية بناء على تقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات، وقد يصدر حق أولوية الاكتتاب بدون مقابل فيكون على المشتري للأسهم دفع قيمة الأسهم فقط. ولعل أهم المميزات التي تحققها أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة هو درء عمليات الاستحواذ العامة بغرض السيطرة على الشركة والتحكم فيها، فكون أولوية الاكتتاب لجميع المساهمين أو مخصصة لجهة أو أكثر محددة يقضى على فرصة الاستحواذ من جهة غير مرغوب فيها.

ونعتقد أن التنظيم القانوني لحقوق أولوية الاكتتاب في التشريع المصري بعد ظهوره اعترافاً عدد من التعديلات تتم في جوهرها عن رغبة المشرع في إحاطة هذا الحق بالضمانات القانونية التي تحقق فاعليته وتحمي المساهمين وتحقق معايير حوكمة الشركات⁽¹¹⁾ عن طريق تحقيق معيار دور الدولة والجهات التشريعية والرقابية فيها من تحقيق دورها المنشود في تحقيق المعاملة العادلة لكافة المساهمين.

المطلب الثاني: أصحاب الحق في أولوية الاكتتاب والتنظيم القانوني لممارسته

كما سبق وذكرنا أن تقرير أولوية الاكتتاب يكون مبنى على تحقيق المساواة بين جميع المساهمين وفي الحالات التي يتم فيها تخصيص الاكتتاب كما سنرى يكون أيضاً بموافقة المساهمين وبما يحقق مصالحهم فإذا ما تم تقرير حق أولوية الاكتتاب تبدأ المرحلة اللاحقة وهي الاكتتاب به وهذا الاكتتاب نظمه يخضع للضوابط القانونية التي تتماشى وأنظمة الاكتتاب والحياة التجارية بما يميزها من سمات خاصة ونعرض لأصحاب حق أولوية الاكتتاب والنظام القانوني لممارسته في الطالب الفروع التالية:

الفرع الأول: أصحاب الحق في أولوية الاكتتاب

الأصل ألا يجوز تقرير حق أولوية الاكتتاب لبعض المساهمين دون البعض الآخر⁽¹²⁾، ولا يجوز إلغاؤه إلا بشروط صارمة، فيكون لصاحب الحق فيه مركز قانوني يمكنه من عدة حقوق دون غيره، فمالك حق الأولوية إما يكون مساهماً وهو الأصل أو لا يكون مساهماً في الشركة آل إليه بطريق الشراء أو التخصيص، وذلك على النحو التالي

أ- المساهمين.

نصت المادة (30) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992م، على أن " لا يجوز أن يتضمن النظام النص على اقتصار هذا الحق على بعض المساهمين دون البعض الآخر مع عدم الإخلال بما يتقرر للأسهم الممتازة من حقوق".

(11)- قرار مجلس هيئة العامة للرقابة المالية رقم (84) وتاريخ 2016/7/26م بشأن إصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات ص 8.

(12)- MERLE Philippe, Droit commercial, DALLOZ- paris- 1996,p8.

فالأصل هو المساواة بين جميع المساهمين في تقرير هذا الحق، فكل مساهم يكون له أولوية اكتتاب بقدر ما يمتلك من أسهم⁽¹³⁾ وذلك في ما يتم طرحه لزيادة رأس مال الشركات المساهمة.

وقد مكن المشرع طبقاً للتعديل الذي جاء بقرار وزير الاستثمار رقم 45 لسنة 2015 بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والذي عدل المادة (32) من قانون سوق رأس المال المصري بإضافة فقرة جديدة لها أن يتم طرح أسهم الاكتتاب لزيادة رأس المال في اكتتاب خاص لشخص أو لجهة واحدة محددة أو أكثر بدون أعمال هذه الحقوق وسواء كانت مقررة في النظام الأساسي أم لا وسواء كانت الزيادة نقداً أو باستخدام الأرصدة الدائنة⁽¹⁴⁾.

فإذا كان التخصيص وإعطاء الأولوية لمساهم أو أكثر فهذه الحالة أحاطها المشرع بعدد من الضمانات التي تضمن عدم التلاعب بمكنة تخصيص أولوية الاكتتاب كوسيلة لتخليص الشركة من ديونها أو تحسين موقفها المالي، وذلك عن طريق استبعاد نسبة الأسهم وحقوق التصويت المقررة للمخاطبين بالاكتتاب الخاص وأطرافهم عند التصويت، وذلك ما لم يوافق جميع قدامى المساهمين على هذا الاكتتاب.

ب- غير المساهمين.

لم يقصر التعديل الوارد بقرار وزير الاستثمار تخصيص الاكتتاب على المساهمين فقط فقد يتم تخصيص الاكتتاب لغير المساهمين وذلك لعمومية النص، بشرط موافقة جميع قدامى المساهمين، ونعتمد أن الأرصدة الدائنة إذا كانت لغير المساهمين فإنه يتم تخصيص أولوية الاكتتاب لهذا الغير ولعل إتاحة التخصيص في زيادة رأس المال بطريق استخدام الأرصدة الدائنة يفتح المجال لحل وتسهيل كثير من مشاكل وتعاملات الشركة المالية وهي بمثابة التزام على الشركة قبل الغير، وهذا الالتزام يتم تغطيته عن طريق تخصيص الاكتتاب لجهة أو لشخص معين قد يكون دائناً للشركة ولا يكون مساهماً.

وتجدر الإشارة إلى أن تخصيص الأسهم لغير المساهمين وان كانت تقضيه مصلحة الشركة إلا أن تخصيص الأسهم لمساهم أو لبعض المساهمين دون غيرهم هو أمر شديد الخطورة إذ يخل بمبدأ المساواة المفترض بين جميع المساهمين فمن الأحرى إحاطته بالضمانات الكافية والشديدة حتى لا يؤخذ الأمر بطريقة تضر بمصلحة المساهمين الآخرين خاصة في الحالات التي يسيطر فيها فئة معينة من المساهمين على الشركة، وقد تم تنظيمه بالقرار رقم 45 لسنة 2015م حيث نظمت الفقرتان الثانية والثالثة الحالة التي يتم فيها تخصيص الاكتتاب وهو ما سنتناوله في بالتفصيل لاحقاً عند التعرض لدراسة شروط تخصيص الاكتتاب.

الفرع الثاني: ممارسة حق أولوية الاكتتاب

قد تتم ممارسة هذا الحق من قبل أصحابه على أساس غير قابل للتخفيض⁽¹⁵⁾ وذلك في الحالة التي يكون فيها للمساهم الحق في الاكتتاب في عدد من أسهم زيادة رأس المال محدد بقدر ما يملك من أسهم في الشركة ولا

(13)- أنظر قانون الشركات الانجليزي الصادر في 2006م؛ Article 561/1/A/ Companies Act 2006. أيضاً قانون الشركات الفرنسي الصادر في 2004م:

- Article L225- 132- Order No. 2004- 604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004.

(14)- الأرصدة الدائنة هي التي طبيعتها دائنة، وهي بمثابة التزام على الشركة قبل الغير، وهذا الالتزام يتم تغطيته عن طريق تخصيص الاكتتاب لجهة أو لشخص معين قد يكون دائناً للشركة.

(15)- د. محمد فريد العريبي - شركات الأموال - دار المطبوعات الجامعية - 2001م - 357.

يمكن تخفيضه، أما إذا لم يكتب المساهمون الذين لهم حق الاكتتاب على أساس غير قابل للتخفيض لأي سبب كان، فالأسهم التي لهم الحق فيها ستبقى بلا اكتتاب وبالتالي يمكن طرحها على المساهمين الآخرين الذين اكتتبوا على أساس غير قابل للتخفيض بنسبة ما يملكون من أسهم وفي حدود طلباتهم.

فإذا أحجم المساهمون الآخرون عن الاكتتاب في الأسهم الزائدة يتم طرح ما تبقى من أسهم للاكتتاب العام في هذه الحالة.

يجب ممارسة حق أولوية الاكتتاب في المدة الزمنية المحددة سواء في نشرة الاكتتاب أو بنص القانون بشرط ألا تقل عن ثلاثين يوماً المادة 31 من قانون سوق رأس المال المصري⁽¹⁶⁾، فإذا انتهت المدة المحددة لممارسة أولوية الاكتتاب فإن الحق فيها يسقط⁽¹⁷⁾، ولعل المشرع المصري ذهب إلى الموازنة بين إعطاء فرصة ممارسة حق أولوية الاكتتاب وظروف التجارة السريعة فمدة الثلاثين يوماً هي مدة معقولة وإن كنا نعتقد أن الظروف التجارية قد تستدعي أن يكون الحد الأدنى المقرر قانوناً أقل من ذلك ويكون للجمعية العامة سلطة تحديد المدة في ضوء الحدين الأقصى والأدنى مع إعطاء الجمعية العامة مساحة أكبر في تحديد هذه المدة حسب مصلحة الشركة، فوضع حد أقصى وحد أدنى مرن ومعقول لأسباب جوهرها سرعة الحياة التجارية وتغير قيمة الاسم وتقلبات الأسواق يحقق صالح الشركة بطريقة أفضل من التقييد بمدد قد لا تكون مناسبة في كل الأحوال.

وبديها يقوم مالك حق الأولوية بعد استخدامه وشراء أسهم جديدة بناء على هذا الحق وسواء كان مساهماً قديماً في الشركة أو من خارج المساهمين الذين آلت إليهم الأولوية بالشراء أو التخصيص ثم أحجم هذا المشتري عن تسديد قيمة الأسهم نعتقد في هذه الحالة أن عدم الوفاء بقيمة السهم على الرغم من كون المساهم له أولوية فإن الأمر لا يختلف من كونه مخصص له للاكتتاب أو مشترياً لحق الأولوية ففي كل الحالات ينبغي أن يكون الحكم واحد وهو التمكين من بيع السهم بالمزاد العلني، فلا يمكن القول في هذه الحالة بالتنفيذ على أموال المدين، فالأمر غير منطقي من الناحية القانونية وإنما يتم بيعه بطريقة المزاد العلني وحسب قيمته السوقية بعد بيان سبب البيع وعمل إخطارات عدم السداد للمالك، وهو الأمر الذي لم يتنبه له المشرع المصري في قانون سوق رأس المال ولا تعديلاته المتلاحقة فيما يخص مسألة أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة وكان من الضروري وضع تنظيم قانوني لهذه المسألة وعدم ترك فراغ تشريعي في هذا الصدد.

المطلب الثالث: الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

تتميز حقوق أولوية الاكتتاب بطبيعتها الخاصة والتي تنبع من أهميتها ودورها والغرض الذي وجدت من أجله فالطبيعة القانونية ترتبط ارتباط وثيق بالهدف المنشود من تقرير حق أولوية الاكتتاب وتتناغم مع أهمية هذه الحقوق وطريقة تنظيمه، فلا يتم تقرير حق أولوية الاكتتاب إلا للمساهم في الشركة وقت صدور قرار زيادة رأس المال فهو حق يقرر القانون ممارسته لكل من يملكه بطريق صحيح، مع الأخذ في الاعتبار إمكانية التصرف فيه بالتداول خلال فترة معينة، وما نعتقده هو اعتبار الأولوية في الاكتتاب حقاً للمساهم خوله له القانون ولا يمكن اعتباره عقداً بينه وبين الشركة، فالعقد أبرم لحظة شراء السهم الأصلي والذي أصبح بناء عليه مساهماً في الشركة، وليس وقت

(16)- وهذه المدة تختلف من تشريع إلى آخر فعلى سبيل المثال جعلتها المادة (5/562) من قانون الشركات البريطاني الصادر في 2006م جعل هذه المدة 21 يوماً.

(17)- يحدث ذلك كما لو كانت القيمة السوقية لأولوية الاكتتاب ضئيلة فلا يتم التصرف فيها، أو ليس عليها إقبال مع عدم وجود رغبة في الاكتتاب من المساهم أو تعثره، أو أي سبب كان، في هذه الحالة يسقط حق أولوية الاكتتاب المقرر لمن لم يمارسه في النطاق الزمني المحدد.

تقرير حق الأولوية في الاكتتاب، وفي حالة ملكية حق الأولوية منفصلاً عن سهم أصلي كما لو تصرف فيه مالك السهم الأصلي منفصلاً لغير المساهمين في الوقت المحدد لذلك يكون استعماله ممن آل إليه الحق عقداً بينه وبين الشركة، ولا يعتبر مساهماً بمجرد تملكه لحق الأولوية فقد يعيد بيعه مرة أخرى أو يسقط حقه في استخدامه أو يبطل قبل أن يشتري أسهماً ويصبح مساهماً بالفعل، فقبل ممارسة حقه وشراء الأسهم هو مجرد مساهم محتمل وليس مساهماً فعلياً.

وأولوية الاكتتاب تعتبر قيمة منقولة حيث تتوافر فيها كافة الشروط والخصائص من كونها صادرة من شخص اعتباري وقابلة للدخول في رأس المال، كما أنها تمنح لحاملها من ذات الإصدار الواحد حقوقاً مماثلة. فمالك حق الأولوية منفصلاً لا يعد مساهماً إلا بعد استعماله لحقه، كل ما هناك أن له الأولوية على غيره من المقبلين على شراء الأسهم، وذلك بشرط أن يمارس هذا الحق وفق الضوابط القانونية المعلن عنها وفي المدة المحددة وبالقدر الذي يخوله له حق أولوية الاكتتاب. ومن ثم يعتبر مساهماً من وقت الاكتتاب خلال المدة المحددة لذلك فإذا انتهت المدة دون استخدام حق أولوية الاكتتاب يفقد الحق قيمته.

نخلص من ذلك إلى أن أولوية الاكتتاب ما هي إلا حقوق يمتلكها مساهم في الشركة تقرر طبقاً لتنظيم قانوني معين، وهو في العموم حق مالي مقرر لكل مساهم أياً كانت طبيعة الأسهم التي يمتلكها طالما أن الطرح بأسهم نقدية وليست عينية.

وهذه الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب تثير عدداً من التساؤلات حول مدى وحدة حقوق أولوية الاكتتاب ومدى تصادم تقرير هذه الحق للمساهمين مع فكرة توزيع الثروة والسماح بالمشاركة لكافة الأشخاص في المجتمع في المجالات الاستثمارية وهذا ما نتناوله من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: وحدة حق أولوية الاكتتاب

لما كان السهم يجوز تملكه من واحد أو أكثر سواء كان بنسب محددة أو على الشيوع فإن هذا القول لا يستقيم مع حقوق أولوية الاكتتاب الناتجة عن الأسهم، فالقول بغير ذلك لا يتفق مع طبيعة حق الأولوية في الاكتتاب، فإن قبل السهم التقسيم فإن حق الأولوية لا يقبل ذلك، وإن ما يقبل التقسيم هو القيمة المالية لحق الأولوية في حال بيعة، فمالك السهم المتعددون قد يفوضون أحدهم في ممارسة حق الأولوية ولا يمكن ممارسة الأولوية مجزأة، ولو كان حق الأولوية يخول شراء أكثر من سهم، فالأمر غير منطقي من الناحية القانونية والعملية. ولا يختلف الأمر ولو كانت ملكية السهم على الشيوع، وذلك تكريساً لفكرة عدم قابلية القيم المنقولة للتجزئة باعتبار أن حق أولوية الاكتتاب لا يجوز تجزئته، وحق الانتفاع يكون لمالك الرقبة في الحالة التي يكون فيها الأسهم محملة بحقوق الانتفاع⁽¹⁸⁾.

ولم يتناول المشرع المصري سواء في قانون رأس المال المصري أو تعديلاته أو في قانون الشركات الجديد رقم 4 لسنة 2018 م تنظيم مسألة ممارسة الاكتتاب بحقوق الأولوية في الحالة التي لا يكون فيها السهم مملوكة لمساهم واحد ملكية خالصة، وهو ما يثير عدد من المشكلات حال ممارسته، ويمكن تلافى هذه الإشكاليات بعدة طرق على سبيل المثال تقرير حق ممارسة الاكتتاب بالأولوية لمالك القدر الأكبر، أو الاتفاق مسبقاً وقت تملك السهم لأحد الملاك أو تفويض أحد الملاك.

(18)- المادة 178 من قانون الشركات الفرنسي 2004م.

- Article L225- 178 (Order No. 2004- 604 of 24 June 2004 Art. 51 IX Official Journal of 26 June 2004) -

ونعتقد أن عدم تناول المشرع لهذه الحالات إنما يترك قدراً كبيراً من الحرية لملاك السهم في تحديد طريقة الإدارة وعدم رهبها بمعيار محدد قد يمثل عائقاً في وقت ما.

الفرع الثاني: أولوية الاكتتاب وفكرة توزيع رأس المال

يرى جانب من الفقه أن الاكتتاب له أهمية من الناحيتين السياسية والاقتصادية، وذلك بعدم تركيز رؤوس الأموال لدى هذا العدد المحدود، إلى جانب اعتبار الاكتتاب خياراً ديمقراطياً مباشراً في ممارسة النشاط الاقتصادي⁽¹⁹⁾.

فحق أولوية الاكتتاب وإن كان يقرر للمساهمين الحاليين في شركة المساهمة وذلك بمناسبة زيادة رأس مالها وذلك حسب موقفها المالي، إلا أنه يحمل في طياته منعاً للمستثمرين الآخرين من ممارسة الاكتتاب في أسهم الشركة المطروحة. ويكون ذلك في الحالة التي يتم الاكتتاب بحقوق الأولوية في الأسهم المطروحة لزيادة رأس المال، ولما كانت الشركات المساهمة تعتبر قوة اقتصادية واجتماعية يخشى من تأثيرها الاجتماعي وحتى استغلالها للسيطرة السياسية⁽²⁰⁾ كان لابد من عدم جعل الاكتتابات وكأنها مغلقة وقصر الاستثمار على طوائف مشروطة وضيقة ومن ثم زعزعة الاستقرار الاقتصادي ومن ثم الاجتماعي والعمل على المنع الحقيقي لهذه الطوائف من الاستثمار في نشاط معين.

ونعتقد أن تقرير حق الأولوية حتى لو استغرق كافة الأسهم المطروحة للاكتتاب في زيادة رأس المال إنما يؤدي إلى غاية تنظيمية يستفيد منها مساهمي الشركة بطريقة أفضل مما لو تم الاكتتاب مغلقاً، فكون كل سهم في الشركة يعطى قدر معين من حقوق أولوية الاكتتاب ويكون مالك كل عدد من الأسهم يستطيع الاكتتاب في عدد معين من الأسهم حسب الأسهم المطروحة ونسبتها إلى ما يملكه من أسهم إنما هو تنظيم بطريقة جيدة لا يسمح بأن تتغير المراكز المالية والإدارية للمساهمين في الشركة عن طريق منحهم نفس نسبة ملكيتهم في الأسهم الجديدة وبذات قدر ملكيتهم في الأسهم الحالية، كما أن تقرير أولوية الاكتتاب تمنح المساهم غير القادر على شراء أسهم في الطرح الجديد أن يتصرف في أولوية الاكتتاب ويستفيد من قيمة حق الأولوية وهو مالا يمكن تحقيقه لو كان الاكتتاب مغلق، كما أن الاكتتاب العام بالأولوية ومكنة التصرف في هذا الحق توسع قاعدة المساهمين بمساهمين جدد وذلك على عكس القول بأن تقرير الأولوية يؤدي إلى حصر المساهمة في شركة معينة على طائفة معينة دون غيرها.

والحق أنه لا يعتبر تقرير حقوق الأولوية تعارضاً مع فكرة توزيع رأس المال على أفراد المجتمع، فالغاية من هذه الحقوق ليس حصر الثروة في أيدي محددة، وإنما حماية مركز مساهمي الشركة الحاليين، ويظهر ذلك في الاشتراطات التي يتم إعمال حقوق أولوية الاكتتاب بها، فمكنة التصرف في أولوية حقوق الاكتتاب ينافي تماماً هذا القول.

وقد يكون المستفيد من حقوق الأولوية مساهماً أصلياً في الشركة أو مشترياً لحق أولوية الاكتتاب منفصلاً، وهنا يتم توزيع الثروة على غير المساهمين في الشركة ويمكنون من استثمار أموالهم في نشاط يروونه أنه على قدر جيد. أما حق أولوية الاكتتاب وكونه حق مالي الغرض منه تعويض المساهمين الذين تحملوا مخاطر المشروع في مرحلته الأولى هو ما يبرر تقريره خاصة إذا كان من الممكن الاستعاضة عنه بإصدار أسهم بعلاوة إصدار يستفيد منها المساهمين الحاليين وتقوم على عمل توازن بين مصالح قدامى المساهمين والمساهمين الجدد، بذلك لا يكون الغرض

(19)- أنظر في وجهة النظر هذه، د. علي البارودي، ود. محمد فريد العربي - القانون التجاري - دار المطبوعات الجامعية - 1987م ص 488.

(20)- د. أكثم الخولي - قانون التجارة اللبناني المقارن - ج 2 - الشركات التجارية - ص 2.

من تقرير حقوق أولوية الاكتتاب قصر الاستثمار في نشاط معين على طائفة معينة أو عرقلة فكرة توزيع رأس المال، وإنما هو مجرد تعويض للمساهمين الحاليين في الشركة لهم أن يمارسوه أو يتصرفوا فيه وليس تنظيمياً يمنع غير المساهم من ممارسة الاكتتاب في أسهم شركة معينة.

كما أن حرية التصرف في هذا الحق موقوفة على إرادة المساهم نفسه وليست مقيدة بشروط معينة في المتصرف إليه تحد من حرية التصرف وتوسعة قاعدة المساهمين كما أنه لا توجد شروط لقبوله مساهماً في الشركة إلى جانب ملكيته لحق الأولوية وهذا ما يدحض تعارض فكرة حقوق الأولوية وفكرة توزيع الثروة وقصر الأنشطة التجارية على طوائف محددة.

كما قد يتم الاكتتاب على أساس غير قابل للتخفيض - كما سنعرض له لاحقاً- ومن ثم يطرح لباقي المساهمين ما كان مقيداً بحق الأولوية، فلا يمكن القول بأن فكرة تقرير حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال يتنافى مع فكرة توزيع رأس المال.

المبحث الثاني: إلغاء حقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة والتصرف

فيها

قد تقتضى طبيعة الاكتتاب استبعاد أعمال حقوق الأولوية كما لو كان اكتتاباً تأسيسياً أو اكتتاباً مغلقاً، ولا يتم أعمال هذه الحقوق إلا في حالة زيادة رأس المال باكتتاب عام⁽²¹⁾ وبطريقة تسمح بإعمال حقوق أولوية الاكتتاب كالزيادة بأسهم نقدية⁽²²⁾ أو بأرصدة دائنة " طبقاً لقرار وزير الاستثمار رقم 45 لسنة 2015م " كما قد يتم وقفها بقرار من الجمعية العامة، بل قد ينقلب الأمر لدرجة إلغاء أولوية الاكتتاب بما يحفز المستثمرين الجدد لشراء الأسهم المطروحة، وكل ذلك يتوقف على موقف الشركة المالي ونجاح نشاطها، وقد يتم تخصيص أسهم الزيادة لجهة أو لشخص معين بشروط، وفي المقابل تلغى الأولوية لعامة المساهمين القدامى، وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول: إلغاء حق أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة غير العادية

بناء على قرار الجمعية العامة غير العادية⁽²³⁾ يمكن إصدار أسهم زيادة رأس المال النقدية بدون إعمال حقوق أولوية الاكتتاب، وذلك تحقيقاً للمصلحة العامة للشركة⁽²⁴⁾، وهذا المبدأ نصت عليه المادة 32 من قانون رأس المال المصري بقولها " يجوز بقرار من الجمعية العامة غير العادية بناء على طلب مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، وللأسباب الجدية التي يبدونها أي منهم ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه، أن تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة دون إعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى إذا كانت مقررة في

(21)- د. مصطفى كمال طه - الشركات التجارية - مرجع سابق- ص 410.

(22)- والأسهم النقدية التي تجيز إعمال حقوق الأولوية عبارة عن ما يقدمه المساهم في رأس مال الشركة المساهمة على شكل حصة نقدية.

Georges Hubrecht, Alain Couret, Jean- jacques Barbieri, Droit Commercial, 10^é édition Sirey 1986,p.166 -

فلو كانت الزيادة بتقديم حصص عينية، أو تحويل ديون حالة إلى أسهم، أو عن طريق تحويل حصص التأسيس والسندات إلى أسهم فهذه الحالات لا يتم إعمال حق أولوية الاكتتاب فيها.

(23)- ويكون إجتماعها صحيحاً بناء على حضور ثلثي رأس المال

(24)- 26M.Salah,Les valeurs mobilières émises par les sociétés par les associés par actions , EDIK, éd - 2001- p

النظام الأساسي للشركة⁽²⁵⁾ وقد نص على ذلك أيضاً قرار وزير الاستثمار رقم 45 لسنة 2015م والذي أضاف فقرتين لذات المادة، وهو ما يوضح صرامة شروط إلغاء هذا الحق، ويكون الإلغاء بالنسبة لجميع المساهمين، وليس لبعضهم دون البعض الآخر إعمالاً لمبدأ المساواة بين المساهمين، وفي العموم يعتبر عدم إعمال الأولوية هو الطابع الاختياري لها، وهو ما يفسر إمكانية التنازل عنها من قبل المساهمين⁽²⁶⁾، ولما كان المشرع المصري في قانون سوق رأس المال يشترط النص في النظام الأساسي للشركة على إمكانية إعمال أولوية الاكتتاب حتى يمكن للجمعية العامة تقريرها مع زيادة رأس المال فإن التعديل الجديد بالقرار رقم 95 لسنة 2016م قد جعل النص في النظام الأساسي للشركة ليس هو الشرط لإعمال أولوية الاكتتاب بل كون الشركات مقيدة ولها أسهم في إحدى البورصات المصرية، أو طرحت أسهمها في اكتتاب عام لزيادة رأس مالها بأسهم نقدية.

ومع ذلك سواء كان إعمال أولوية الاكتتاب بناء على ما سبق أو كان النظام الأساسي للشركة ينص على ذلك فإنه يبقى للجمعية العامة غير العادية إمكانية الإلغاء وعدم إعمال حقوق أولوية الاكتتاب إذا رأت في ذلك مصلحة الشركة.

وهذا النص المعدل من قانون سوق رأس المال إنما يحقق مصلحة الشركة بصنع التوازن في حالة عدم وجود نص بإعمال أولوية الاكتتاب في النظام الأساسي للشركة حيث جعله إلزامياً ومنح أيضاً للجمعية العامة غير العادية مكنة إلغائه حسب ظروف الشركة.

ولابد أن يكون الإلغاء بناء على تقارير مندوب الحسابات وتقارير مجلس الإدارة، وذلك على مسؤوليتهم في حال كانت البيانات والمعلومات المقدمة غير صحيحة، ليكون إلغاء حق أولوية الاكتتاب للمساهمين القدامى بقرار من الجمعية العامة غير العادية مبنى على أسباب جدية ومن ثم تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة، دون إعمال أولوية الاكتتاب.

وفي هذا الصدد تنشأ مسؤولية مراقب الحسابات في حالة تقديم بيانات غير صحيحة، أو تعمد عدم إعمال الأولوية يلتزم من ارتكب هذه المخالفة بتعويض كل من أصابه ضرر⁽²⁷⁾.

فإذا اقتضت مصلحة الشركة⁽²⁸⁾ إصدار أسهم جديدة بدون إعمال حق الأولوية، وكان هناك ما يبرر ذلك، ينبغي التضحية بمصلحة المساهمين من أجل مصلحة الشركة العامة، ولا مسؤولية في ذلك، ونعتقد أن المساهمين لن تكون لهم مصلحة متعارضة في حالة كون عدم إعمال حق الأولوية مبرراً فقيمة حقوق الأولوية ستكون ضعيفة جداً إن لم تكن منعدمة ولن يقبل المساهمون على استعمال حقوق الأولوية، ومن ثم سيسقط ويكون كأن لم يكن.

(25)- جدير بالذكر أن المؤسسين ليس لهم كامل الحرية في إنشاء النظام الأساسي للشركة، بل يجب أن يتم ذلك وفقاً لما يقرره الوزير المختص، وهذا ما يتم العمل به في النظام السعودي حيث أصدر وزير التجارة والاستثمار عدداً من النماذج الخاصة بعقود تأسيس الشركات منها عقود تأسيس الشركات المساهمة، وفي هذا الشأن يرى جانب من الفقه أن الغرض من هذه النماذج هو توحيد الأنظمة التي تديرها الشركات، أنظر، د. مصطفى كمال طه - الشركات التجارية - دار الفكر العربي - مصر - ط 2007م.

(26)- Juris- Classeur, banque- crédit bourse 2001- société traité- Fasc 1790, Florence Lagrange, les Actions, droit et obligations attachés a l'Action.p12.

(27)- في هذا الصدد أنظر:

Articles 5687,572- Companies Act 2006 (c. 46)- Part 17- A company's share capital- Chapter 3- Allotment of equity - securities: existing shareholders' right of pre-emption

(28)- أنظر، د. محمد فريد العربي- الشركات التجارية- دار الجامعة الجديدة للنشر- 2003م - ص 243.

كما أن التعديل الأخير الوارد بقرار وزير الاستثمار لسنة 2016م على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال وإن كان يلزم الشركة المقيدة في البورصة أو التي تطرح الأسهم في اكتتاب عام بإعمال حقوق الأولوية فما هو إلا تخلي من المشرع عن اشتراط النص على جواز إعمال حقوق الأولوية في النظام الأساسي للشركة، وإلا لما أجاز للجمعية العامة إلغاء هذه الحقوق حتى ولو كان الاكتتاب عاما أو كانت الشركة مقيدة في البورصة طالما أن مصلحة الشركة تقتضى ذلك.

المطلب الثاني: إلغاء حق الأولوية عن طريق تخصيص الاكتتاب

يتم إلغاء أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة غير العادية في حالة تخصيص أسهم الزيادة لجهة معينة كما لو خصصت للعاملين في الشركة⁽²⁹⁾ - أجاز المشرع الفرنسي في القانون التجارة الصادر في سنة 1970 السماح للعاملين في الشركة بالاكتتاب في أسهم رأس المال - أو خصصت للشركات التابعة لها، أو لأحد المساهمين أو لغير المساهمين وفي ذات الاتجاه جاء قرار وزير الاستثمار المصري رقم 45 لسنة 2015م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993م فقد سمح بزيادة رأسمال الشركة مع عدم إعمال حقوق الأولوية في الاكتتاب لقدامى المساهمين في الحالات التي يُرغب فيها إدخال شركاء فنيين أو استراتيجيين في الشركة بغير طريق الاكتتاب العام، سواء لأشخاص أو جهات معينة سواء في صورة نقدية أو باستخدام أرصدة دائنة، وبما لا يخل في الوقت ذاته بحقوق الأقلية، على أن يصدر قرار بذلك من الجمعية العامة غير العادية للشركة في ضوء الأسباب الجدية التي يبديها أعضاء مجلس الإدارة ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه، ويتم استبعاد نسبة الأسهم وحقوق التصويت المقررة للمخاطبين بالطرح وأطرافهم المرتبطة في حالة وجودها عند التصويت على القرار⁽³⁰⁾.

شروط تخصيص الاكتتاب بالأولوية.

تخصيص الاكتتاب بالأولوية لغير المساهمين هو إجراء خطير ينبغي أن يكون له مبرراته وأسبابه التي يبني عليها لذلك هناك عدد من الشروط لا بد من استيفائها حتى يكون التخصيص صحيحاً:

1- عرض أسباب ومبررات ومميزات التخصيص على الجمعية العامة والموافقة عليها.

يقدم مراقب الحسابات تقريراً عن المميزات التي تعود على الشركة ومبررات تخصيص الاكتتاب بحيث تكون هذه المبررات تحقق مصلحة الشركة وتحقق مزايا لها، ويمكن القول بأن تخصيص الاكتتاب عن طريق الأرصدة الدائنة هو المتبع في حالة تخصيص الاكتتاب لدائني الشركة. أيضاً لو كان هناك رغبة وفائدة تعود على الشركة من إدخال مستثمر معين فيتم التخصيص له ولو كانت الزيادة عن طريق الأسهم النقدية وهو الأمر الذي يوسع على الجمعية العامة في تحقيق مصلحتها.

(29)-: ART L.208 – 8- à L. 208- 8- 2 de la loi

(30)- في هذا الاتجاه التشريع الفرنسي:

- Article 13- Ordonnance no 2004- 604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre- mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale

2- استبعاد نسب الأسهم وحقوق التصويت المقررة للمخاطبين بالاككتاب الخاص.

يحرّم المساهم الصادر له التخصيص من التصويت على قرار زيادة رأس المال عكس ما إذا كان التخصيص لأشخاص من خارج مساهمين فلا يثير حق التصويت مشكلة وتتبع الإجراءات العادية، كما يدخل في هذا الاستبعاد بالنسبة المساهمين أطرافهم المرتبطة، وقد تناولت المادة (32) المعدلة بالقرار رقم 45 لسنة 2015م توضيح المقصود بالأطراف المرتبطة حيث عبرت عنهم بأنهم الأشخاص الطبيعيون وأي من أقاربهم حتى الدرجة الثانية، وكذلك الأشخاص الاعتبارية والكيانات والاتحادات والروابط والتجمعات المالية المكونة من شخصين أو أكثر التي تكون غالبية أسهمهم أو حصص رأس مال أحدهما مملوكة مباشرة أو بطريق غير مباشر للطرف الآخر أو يكون مالكها شخصاً واحداً، كما يعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الخاضعون للسيطرة الفعلية لشخص آخر أو الأشخاص الذين يجمع بينهم اتفاق عند التصويت في اجتماعات الجمعية العامة للشركة أو مجلس إدارتها.

3- موافقة جميع المساهمين القدامى.

هذا الشرط نعتقد أنه من أهم الشروط التي وضعها المشرع حيث لا يمكن بوجود هذا الشرط أن تتم السيطرة على التصويت لصالح طائفة أو جهة محددة أو الإضرار بمصالح الأقليات وحرمانهم من أولوية الاككتاب عن طريق تخصيص الأولوية لمساهمين أو لغير مساهمين.

فالحرمان من أولوية الاككتاب يمكن أن يشكل صورة من صور تعسف الأغلبية إذا أخل بمبدأ المساواة المقرر لجميع المساهمين في الشركة بوقفه بناء على قرار الأغلبية، خاصة إذا كان مساهمو الأقلية قد تتاح لهم فرصة تعزيز مراكزهم من خلال الأسهم الجديدة ليكونوا أغلبية ذات سلطة داخل الشركة، فيكون الإلغاء ضرراً بمصالحهم.

ونعتقد أن هذا الشرط على الرغم مما يحققه من فائدة لأقليات وصغار المساهمين إلا أنه قد يكون حجر عثرة في سبيل تحقيق الشركة مصالحها إذا كان ذلك مرتبطاً بتخصيص الاككتاب ومع ذلك تم إيقافه بسبب فشل اكتمال التصويت المطلوب، فكان من الأخرى إحاطة هذا الحق بمزيد من الحماية لكلا الطرفين كأن لا يشترط موافقة جميع المساهمين بل نسبة عالية جدا منهم، أو اشتراط تبرير مقبول لمن يرفض التخصيص ولا يترك الأمر على إطلاقه.

فتقرير أولوية الاككتاب لا تحقق مصلحة للمساهمين والشركة في جميع الأحوال بل تكون المصلحة في إلغائها وتخصيص الأسهم لغير المساهمين، وهو ما يجب أن يكون بيد الجمعية العامة غير العادية دون عثرات قوية قد تكون متعمدة أو غير مدروسة في بعض الأحيان وبدون حرية مطلقة قد تفتح باباً للفساد داخل الشركة.

4- مراعاة حقوق مساهمي الأقلية.

على الرغم من وجود الشرط السابق يصب في مصلحة مساهمي الأقلية حيث يحرمهم من سيطرة الأغلبية بضرورة موافقتهم إلا أن مصلحة الأقليات قد تكون مهددة أو يكون تقرير الأولوية أو إلغاؤها ضاراً بمصلحته فمراعاة مصلحة مساهمي الأقلية لا يقصد به مجرد الموافقة المجردة فقط إنما التأكد من تحقق مصلحتهم أو تعويضهم في حالة الضرر، وكان أحرى بالمشرع أن ينص على هذا الشرط بطريقة مرنة لا تسمح بتعسف الأقليات وفي ذات الوقت تحمي مصالحهم كاشتراط أن يكون رفض تخصيص الاككتاب من عدد قليل في مواجهة عدد كبير مسبباً.

المطلب الثالث: إصدار أسهم بعلاوة إصدار كبديل لحق الأولوية

يجوز إصدار أسهم بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية وطرحها للاكتتاب العام، وهذا الفرق يسمى (علاوة إصدار)، ويكون ذلك بقصد تحقيق التوازن المالي بين المساهمين القدامى والجدد، فالقدامى هم من تحملوا مخاطر المشروع الأولي وكونوا أرصدة وموجودات الشركة والتي يكون للجدد فيها نصيب باعتبارهم شركاء، فيتم تسوية هذا الفرق عن طريق علاوة الإصدار وان كانت علاوة الإصدار تقتصر فقط على الجانب المالي دون جوانب أخرى كالتصويت وغيرها مما يعرف بالجانب الإداري.

ويعتبر جانب من الفقه علاوة الإصدار مكافأة للمساهمين القدامى وتكون كذلك كلما كانت زيادة رأس المال بهدف التوسع في نشاط الشركة لنجاح مشروعها⁽³¹⁾، كما لو كانت هذه الزيادة مقابلاً لاشتراك المساهمون الجدد في احتياطات الشركة التي لم يساهموا فيها من البداية.

وقد أشار المشرع المصري لعلاوة الإصدار في المادة 94 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981م، والتي نصت على أن لا يجوز لمجلس الإدارة في غير حالة تحويل المال الاحتياطي إلى أسهم أن يضيف إلى القيمة الاسمية علاوة إصدار تحدد بناء على تقرير يقدم من مراقب الحسابات وتضاف قيمة علاوة الإصدار إلى الاحتياطي القانوني للشركة حتى يبلغ ما يساوي نصف قيمة رأس المال المصدر أما ما يزيد على ذلك من مبالغ العلاوة فيتكون منها احتياطي خاص، وللجمعية العامة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال أن يقرروا في شأنه ما يرونه محققاً لصالح الشركة على ألا يتضمن ذلك توزيعه بصفة ربح.

وقد أحسن المشرع بعدم ربط إقرار علاوة الإصدار بما هو مقرر في النظام الأساسي للشركة، كذلك الجهة التي تقرر إصدار الأسهم بعلاوة إصدار هي ذاتها الجهة التي تلغى حق الأولوية، ولا يجوز توزيع مبالغ علاوة الإصدار باعتبار أنها أرباح وإنما يتم إضافتها للاحتياطي القانوني للشركة⁽³²⁾.

كما يعتبر البعض علاوة الإصدار ربحاً باعتبار أن الاشتراك في الاحتياطي النقدي للشركة والحصول على جزء منه عند توزيعه هو ربح، وهذا القول غير دقيق فالاحتياطي النقدي لا يتم تكوينه من الأرباح دائماً، فالاحتياطات من عناصر الذمة المالية ولا تعتبر أرباحاً، والأقرب إلى الصواب اعتبار ذلك رسماً للاشتراك في الشركة بهدف إقامة المساواة بين المساهمين القدامى والجدد فيتم اعتماد علاوة الإصدار كبديل عن تقرير أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال⁽³³⁾.

ونعتقد أن إصدار الأسهم بعلاوة إصدار لتعويض المساهمين القدامى في الشركة هو الطريقة الأمثل إذا كان هدف تقرير حق الأولوية هو تحقيق التوازن المالي فقط.

ويتم إتباع هذا الطريق لتعويض المساهمين مالياً بضوابط معينة منها ما يتعلق بقدر علاوة الإصدار حتى لا يكون مبالغ فيها ولا تعبر عن الفوارق الحقيقية وتصل إلى حد الاحتيال والغش، فان كانت علاوة الإصدار تفتح الطريق لكافة الراغبين في شراء الأسهم، إلا أن المبالغة في قيمتها قد تكون سبب إحجام المستثمرين، على عكس حقوق الأولوية التي تعبر بطريقة عادلة عن قيمتها طبقاً لقواعد العرض والطلب في سوق الأوراق المالية.

(31)- د. حسين الماحي - الشركات التجارية- دار أم القرى للنشر - الطبعة الثانية 1993 - ص 347.

(32)- فإذا زاد عن نصف قيمة رأس المال المصدر يتم تكوين احتياطي خاص، وهذا القول يؤيد ما ذهب إليه محكمة النقض الفرنسية حيث اعتبرت أن علاوة الإصدار حصة إضافية لا تدخل في رأس مال الشركة، وإنما تضاف إلى الحساب الاحتياطي، والشركة حرة في التصرف في الاحتياطي، ولكنها ليست كذلك فيما يتعلق برأس المال.

- Cass. Com.9 Juillet 1952, cite par,- Ripert Georges, et,roblot rene , op cit, 620 -

(33)- د. مصطفى كمال طه - مرجع سابق - ص 378.

المطلب الرابع: التصرف في حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة
أولوية الاكتتاب قيمة مالية مرتبطة بالسهم وهي حق يخول لمالكة مكنة الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال وهذه الأولوية يجوز التصرف فيها سواء بتداولها في سوق الأوراق المالية، أو التنازل عنها والذي قد يكون بعد إقرارها تنازلاً بصفة فردية ممن له الحق فيها سواء بعوض أو بغير عوض أو عن طريق عدم الاستخدام، وقد يكون ذلك التصرف منفصلاً أو بالتبعية للسهم الأصلي، كما قد يتم التصرف فيها كلها أو في جزء منها، وذلك بكافة الطرق التي تتداول بها الأسهم، وذلك ما نتناوله في الفروع التالية:

الفرع الأول: التصرف في الأولوية عن طريق التداول

تداول أولوية الاكتتاب قد يكون بالتبعية للسهم الأصلي أو منفصلاً عنه ولا يثير الأمر مشكلة بالنسبة للتصرف في الأسهم المحملة بحقوق أولوية فلا تعدو أن تكون أولوية لاكتتاب إلا حقاً مالياً تابعاً للسهم فيتم التصرف فيها بالتبعية إلى جانب كل حق يخوله السهم للمساهم،
أما أولوية الاكتتاب منفصلة فتعتبر حقاً منقولاً منفصلاً عن السهم الأصلي وبذلك يكون قابلاً للتداول⁽³⁴⁾ كورقة مالية في سوق الأوراق المالية وينطبق عليها ما ينطبق على الأسهم من حيث قابليتها للانتقال بالقيود في الحساب أو بالحيازة، وهي تعطى حقوقاً مماثلة لأصحابها⁽³⁵⁾
فالأولوية مرتبطة بالسهم وتخضع لمبدأ حرية التداول وذلك بالنظر إلى طبيعة شركات المساهمة⁽³⁶⁾، فالمساهم له حرية التنازل عن أسهمه بكل سهولة في أي وقت⁽³⁷⁾، ولا يعيقه عن ذلك كون السهم محملاً بحقوق أولوية من عدمه.

أما تداول أولوية الاكتتاب فإن صلاحية محددة بمدة الاكتتاب وتفقد قيمتها بعد مضي هذه المدة ما لم يتم استعمال الأولوية للاكتتاب في الأسهم المطروحة.

وقد نصت المادة (30) من قانون سوق رأس المال المستبدلة بقرار وزير الاستثمار رقم 95 لسنة 2016م على أن " يتم خلال فترة الاكتتاب في زيادة رأس المال تداول حق الأولوية في الاكتتاب منفصلاً عن الأسهم الأصلية..."⁽³⁸⁾
ويتم تداول حق الأولوية في فترة الاكتتاب من قبل المساهم الذي آل إليه الحق لكونه مساهماً في الشركة، وكذلك وبذات الكيفية لكل من آل إليه حق أولوية الاكتتاب منفصلاً عن السهم الأصلي، أيضاً المادة (160) من قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 م، وهو ذات المبدأ الذي يتبناه المشرع الفرنسي في المادة (132-125 L) من المجلة التجارية الصادرة في سنة 2004م⁽³⁹⁾.

(34) - MERLE Philippe- op.cit.- p,566.

(35) - وهذا القول يتماشى مع ما نصت عليه المادة الأولى من قانون التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الفرنسي رقم 1211/88 والصادر في 23 ديسمبر 1988م، حيث يقبل حق أولوية الاكتتاب الانتقال بكافة الطرق التي تنتقل بها الأسهم.

V. Philippe Merle, Droit commercial, sociétés commerciales, 13e, édition Dalloz, Paris 2009, p.305 -

(36) - G.RIPERT et R.ROBLLOT, Traité de droit commercial , T.1- VOL.2,Les sociétés commerciales, L.GD.J , 18^{ème} éd, par M.GERMAIN,2002- P 594.

(37) - M.salah,les valeurs mobilières émises par les sociétés- op.cit – p.42.

(38) - كانت المادة 30 من قانون سوق رأس المال مصري قبل تعديلها تنص على ذات الحكم بالنسبة لحقوق أولوية الاكتتاب سواء كانت بالتبعية أو منفصلة ونعتقد أن التعديل قد حذف عبارة بالتبعية فلا داعي لذكرها فالأسهم المحملة بالأولوية يكون ذلك من تبعات الأسهم وليس حقاً جديداً وأبقى النص على تداول حقوق الأولوية المنفصلة ووضع لها حد زمنياً وهو فترة الاكتتاب.

(39) - Article L225- 132- Order No. 2004- 604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004

والعلة من ذلك أن حق الأولوية له قيمة مالية، فيباع ويشتري وهذه القيمة ما تقررت للمساهم إلا نظير اشتراكه في شركة ناجحة ومستقرة⁽⁴⁰⁾، فضلاً عن قيمة الاحتياطي الذي يصبح المساهم الجديد شريكاً فيه بمجرد انضمامه للشركة.

والتداول الوارد على حق الأولوية يرتبط بقيمة الأسهم، فلو ارتفعت القيمة الاسمية للسهم زادت قيمة الحق بقدر ما يجوز للمساهم الاكتتاب فيه أو نسبة الحقوق للأسهم الأساسية، أما إذا انخفضت قيمة السهم الأصلي بالتعبئة تنخفض قيمة حق الأولوية، وهو ما يجعل تداول حقوق الأولوية محاطاً بمخاطر كبيرة، فانخفاض قيمة حقوق الأولوية يفوق انخفاض قيمة الأسهم، وقد تصبح قيمته صفراً، فالسعر الإرشادي لحق الأولوية يكون بقيمة الفرق بين القيمة السوقية للسهم خلال فترة التداول وسعر الطرح.

ولم يفرق أي من التشريعات المقارنة في حرية تداول حق أولوية الاكتتاب بين المساهمين أو غيرهم ممن آلت لهم أولوية اكتتاب منفصلة وذلك تماشياً مع الهدف من إقرارها كتعويض للمساهمين القدامى عن دخول مساهمين جدد، وليس قصر الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال عليهم، وإلا كان من الأحرى أن يكون الاكتتاب مغلقاً، ويكفي لإمكانية الاكتتاب في الأسهم المطروحة لزيادة رأس المال أن يثبت مالك حق الأولوية صفته كصاحب حق ومن ثم يمارس ما هو مخول له.

إضافة إلى ذلك يقدم تداول حقوق الأولوية فائدة خاصة للراغبين في الانضمام لشركة تطرح أسهم زيادة رأس المال للاكتتاب العام، فعلى الرغم مما يكتنف هذه الحقوق من مخاطر إلا أنها لا تكون بذات سعر السهم وتكون قيمتها منخفضة نسبياً، وهو ما يمنح المستثمر فرصة التروي في شراء الأسهم خاصة إذا كان تداول حقوق الاكتتاب يتم في فترات محددة، فيكون أمام المستثمر خيار إما شراء الأسهم أو بيع ما لديه من حقوق أولوية، وذلك باعتبار أن حق الاكتتاب أداة مالية مشتقة من السهم الأصلي ولها فترة صلاحية محددة مسبقاً.

ولا يشترط أن تكون حقوق الأولوية محددة بنسب معينة للأسهم فقد يكون لكل سهم حق أولوية في شراء سهم واحد أو لكل سهمين حق شراء سهم واحد حسب نسبة زيادة رأس المال.

وقد لا يكون التداول وارداً على حقوق الأولوية فقط بل قد يكون وارداً على السهم الأصلي المحمل بحقوق أولوية الاكتتاب، وهو ما يسمح للمشتري الجديد بالاستفادة من حقوق الأولوية المرتبطة بالسهم الأصلي، أو حتى التصرف فيها وبيعها مرة أخرى متصلة أو منفصلة عن السهم.

فإذا تصرف المساهم في حقوق الأولوية الخاصة به ببيعها فقط دون السهم الأصلي يعرض ما فاتته من عدم الاكتتاب في الأسهم الجديدة، ويحقق التوازن من خلال عائدها النقدي مع المساهمين الجدد بما يفي بالغرض من تقريرها⁽⁴¹⁾.

الفرع الثاني: التنازل الفردي عن حقوق أولوية الاكتتاب

يعتبر حق أولوية الاكتتاب حقاً ممنوحاً للمساهم وليس واجباً عليه، فبإمكانه التوقف عن ممارسته بمحض إرادته المنفردة، فإذا ما تقاعس المساهم عن استخدام هذا الحق خلال فترة الاكتتاب حتى سقط يعتبر متنازلاً عن حقه كذلك إذا قام بالتصرف فيه بدون عوض وذلك على عكس التداول في سوق الأوراق المالية.

(40)- د. جاسم فاروق إبراهيم - حقوق المساهم في الشركة المساهمة - منشورات الحلبي الحقوقية - 2008م - ص 151.

RIPERT Georges et ROB LOT RENE- op.cit - p625. -

(41)- قابلية تداول حقوق أولوية الاكتتاب يحل مشكلة تجزئة الأسهم فيمكن لأحد المساهمين أو بعضهم التنازل بعوض أو بغير عوض لأحد الشركاء عن حق أولوية الاكتتاب أو بيعه وبذلك يتم تخطي هذه المشكلة، كما سبق أشرنا له.

أما عدم استعمال حقوق الأولوية لأي سبب كان يعتبر تنازلاً فردياً عما هو مقرر له من حقوق ولا يجوز حرمان المساهم من ذلك الحق كما لا يجوز إجباره على ممارسة هذا الحق.

وكان من الأفضل وضع إطار قانوني لتنازل المساهمين عن حقوق الأولوية المقررة لهم سواء تم تحديد المستفيد أو لم يتم⁽⁴²⁾، أو على الأقل وضع إطار زمني وبيان للحالات التي تمثل تنازلاً فردياً عن حق أولوية الاكتتاب للمساهم حتى لا يختلط الأمر على المساهمين فيما يعتبر تنازلاً من عدمه.

والأفضل للمساهم إلا يتنازل عن أولوية الاكتتاب فهذا الحق يحى مركزه المالي في الشركة بعد إقرار زيادة رأس المال والاكتتاب من قبل مساهمين جدد، حيث يتأثر مركزه المالي بإضعاف نسبة ملكيته في الشركة، ولا يوجد أي مانع قانوني أن يشتري المساهم حقوق أولوية إضافية أو يبيع ما لديه من حقوق⁽⁴³⁾، كما يجوز أن يكون التنازل عن حقوق الأولوية وارداً عليها كلها أو علي جزء منها.

كم يحق للمساهم أن يطالب باسترداد حقه في أولوية الاكتتاب إذا ما قام بتسديد المبالغ المستحقة عليه للشركة لأسهم مملوكة قبل قرار زيادة رأس المال⁽⁴⁴⁾ طالما لم تنقضي المدة المقررة للاكتتاب بالأولوية.

وعلى الرغم من الحرية المقررة لحامل حق الأولوية في التنازل إلا أن المشرع قيد هذه الحرية بمدّة معينة يتم خلالها التنازل وإلا فقد الحق قيمته مطلقاً وهي فترة الاكتتاب، وحتى وإن تم التنازل خلال الوقت المحدد بعوض أو بدون عوض فإن أولوية الحق للغير لا يعنى أنه أصبح مساهماً، هذا ما لم يكن هناك استثناءات في بعض الحالات يتم الاتفاق عليها في عقد الاكتتاب يكون الهدف منها إلزام مالك حق الأولوية في الاكتتاب في عدد معين من الأسهم وإلا تحمل كافة النتائج المترتبة على الإخلال بذلك.

الخاتمة:

تناول البحث النظام القانوني لأولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة في ضوء قانون رأس المال المصري وتعديلاته، وخلصنا أنها حقوق مالية تقرر لقدامى المساهمين بمناسبة زيادة رأس المال وطرح أسهم جديدة للاكتتاب العام، وهو ما يترتب عليه دخول مساهمين جدد يشاركون في أرباح واحتياطيات وموجودات الشركة، وهذه الحقوق قد يتم تقريرها بمقتضى النصوص التشريعية الأمر، وقد يكون ذلك وارداً في نظام الشركة الأساسي، وفي كل الأحوال يجوز إيقاف العمل بها بناء على قرار من الجمعية العامة غير العادية للشركة، فإذا ما تم إقرار هذه الحقوق جاز لصاحبها أن يكتتب بمقتضاها فيما يطرح من أسهم جديدة أو يتصرف فيها بكل حرية، أو حتى يتنازل عنها بصفة فردية.

ومن خلال الدراسة تم التوصل إلى عدد من التوصيات والمقترحات؛ ويمكن إجمالها فيما يلي:

أولاً: أن المشرع المصري قد وضع حداً أقصى لممارسة حق الاكتتاب بالأولوية وهو 30 يوماً، ونعتقد أنه من الأخرى أن يتم تحديد حداً أدنى وأقصى قصير يتناسب مع المتغيرات الاقتصادية في العصر الراهن.

(42) - «... Les actionnaires peuvent renoncer à titre individuel à leur droit preferential...»

Article L225- 132- Modifié par ORDONNANCE n°2014- 863 du 31 juillet 2014- art. 13. -

(43) - أنظر الفقرات الأولى والثانية من المادة (45) من الدليل الاسترشادي للضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذاً لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة.

(44) - (44) - M.SALAH, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par les sociés par actions , EDIK, éd – 2001- p 26.

ثانياً: لم يحدد المشرع المصري النتائج المترتبة على إلغاء أولوية الاكتتاب إذا كانت غير مبررة أو كانت مضرة بمصلحة أقلية المساهمين أو إلغائها بناء على تقارير غير صحيحة، وكان من الضروري النص على ذلك وتقرير بطلان زيادة رأس المال والاكتتاب تبعاً لذلك وعدم ترك الوضع للقواعد العامة وتقرير تنظيم قانوني خاص بحالات بطلان تقرير حقوق أولوية الاكتتاب، والعمل على حماية حقوق كافة المساهمين في هذه الحالات.

ثالثاً: لم يتناول المشرع المصري حالة استخدام حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال وعدم الوفاء بقيمة الأسهم، فكل سهم يتم شراؤه لا قد لا يسدد فوراً ويتم ذلك على أقساط وكان من الأحرى تقرير جواز بيعه بالمزاد العلني بعد الإعلان لمالك السهم.

رابعاً: لم يتناول المشرع المصري بالتنظيم الدقيق الحالة التي يتم فيها إصدار أسهم بعلاوة إصدار كبديل عن أولوية الاكتتاب وذلك بالنسبة لمسألة التوازن الإداري وحقوق التصويت ومدى تناسب علاوة الإصدار مع ما يعود على المساهم من جراء دخوله في الشركة وكان من الأحرى أن يتم تناول هذه المسألة بصورة دقيقة، حتى لا تكون طريقاً للتحويل وتحصيل مبالغ من المساهمين الجديد لا تعبر بطريقة واقعية عن قيمة الاشتراك في الشركة.

خامساً: كان من الأحرى أن يؤكد المشرع المصري على طريقة فعالة يمكن من خلالها مراعاة مصالح أقليات المساهمين في حالة تخصيص الاكتتاب.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- د. حسين المحامي - الشركات التجارية - دار أم القرى للنشر - الطبعة الثانية 1993 م.
- د. سميحة القليوبي - الشركات التجارية - الجزء الثاني - بدون دار نشر - 1993 م.
- د. سميحة القليوبي - الشركات التجارية - دار النهضة العربية - مصر - ط 5 - 2011 م - ص 985.
- د. سميحة القليوبي - الشركات التجارية - دار النهضة العربية - 2001 م.
- د. علي البارودي، ود. محمد فريد العربي - القانون التجاري - دار المطبوعات الجامعية
- مصطفى كمال طه - الشركات التجارية - دار الفكر العربي - مصر - ط 2007 م.
- د. مصطفى كمال طه - القانون التجاري، الشركات التجارية - دار الجامعة الجديدة - 1996 م.
- د. مصطفى كمال طه - القانون التجاري - دار الجامعة الجديدة للنشر - 1990 م.
- د. محمد فريد العربي - شركات الأموال - دار المطبوعات الجامعية - 2001 م
- د. محمد فريد العربي - الشركات التجارية - دار الجامعة الجديدة للنشر - 2003 م.
- د. هاني دويدار التنظيم القانوني للتجارة - بدون دار نشر - 1977 م.

المراجع الأجنبية:

أولاً/ باللغة الفرنسية:

- G.RIPERT et R.ROBLOT, Traité de droit commercial, T.1- VOL.2, Les sociétés commerciales, L.G.D.J, 18éme éd, par, M.GERMAIN, 2002.
- Georges Hubrecht, Alain Couret, Jean-jacques Barbieri, Droit Commercial, 10é édition Sirey 1986.
- JAUFFRET -Droit commercial, L.G.D.J 19éMéd, par J.MESTRE 1989.

- -Juris-Classeur, banque-crédit bourse 2001- société traité- Fasc 1790, Florence Lagrange, les Actions, droit et obligations attachés a l'Action.
- Jean Hemard. La suppression, du, droit, preferential de souscription aux augmentation de capital dans les societies anonyms, Malanges JAUFFRET, 1975.
- J. BONNARD, Droit des sociétés, HACHETTE, 5^{ème} é -2008-2009.
- MESTRE Jacques et PANCRAZI Marie-Eve, Droit commercial, 25^e edition, LGDJ, paris 2001.
- MERLE Philippe, Droit commercial, DALLOZ- paris -1996.
- M.SALAH, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par les sociés par actions, EDIK, éd – 2001.
- M.SALAH -Les valeurs mobilières émises par les sociétés.
- Philippe Merle, Droit commercial, sociétés commerciales, 13^e, édition Dalloz, Paris 2009.
- Recueil – DOLLOZ - SOCIétés commerciales- valeurs - 30Avril – 1989.
- -RIPERT Georges, et, ROBLOT rene – Traite de Doit commercai LGDJ Paris, 2002.

ثانيا: باللغة الانجليزية:

- Deniss Kinann – campany low – Kenneth smith 1987.

Preferred Rights The subscription of the shares of the capital increase of the shareholding companies and their disposal in the Egyptian Capital Law and its amendments

Abstract: The priority right of subscription is the equity rights of the joint stock companies. The companies contributing to the determination of these rights resort to a financial and administrative balance. This was optional for the General Assembly, but successive amendments in Egyptian legislation have become binding in some cases to decide that each owner of the right of subscription may act in it or renounce it as he wishes.

Keywords: Subscription - Priority - Capital Increase - Joint Stock Companies