

# حق الأولوية في الاكتتاب وحق الأولوية في الشراء : تميز قانوني يجنب أخطاء الصياغة في اتفاقيات المساهمين



تُعد اتفاقيات المساهمين (Shareholders' Agreements) من أهم الأدوات القانونية التي تنظم العلاقة بين الشركاء داخل الشركات، إذ تحدد حقوقهم والتزاماتهم، وآليات إدارة الشركة، وتنظم انتقال الأسهم، كما توفر إطاراً تعاقدياً يحد من النزاعات المحتملة ويحافظ على استقرار هيكل الملكية. ومن بين البنود الأكثر أهمية في هذه الاتفاقيات تلك المتعلقة بالقيود المفروضة على تداول الأسهم وحقوق الأولوية المقررة للمساهمين.

ورغم شيوع استخدام مصطلحي **حق الأولوية في الاكتتاب (Pre-Emption Rights)** و**حق الأولوية في الشراء (Right of First Refusal - ROFR)** في اتفاقيات المساهمين والعقود التجارية، إلا أنهما كثيراً ما يُستخدمان على نحو يوهي بأنهما مترادفان، في حين أن لكل منهما نطاقاً قانونياً مختلفاً وأهدافاً متميزة وآثاراً عملية تختلف باختلاف الواقعة التي تؤدي إلى نشوء الحق.

ولا يقتصر هذا الخلط على الجانب الاصطلاحي أو اللغوي، بل يمتد إلى التطبيق العملي، لاسيما في المعاملات العابرة للحدود التي تجمع بين تقاليد **القانون العام (Common Law)** و**القانون المدني (Civil Law)**، حيث قد يُستخدم مصطلح *Pre-Emption Rights* في بعض الأنظمة للإشارة إلى حق يتعلق بانتقال الأسهم القائمة، بينما يقصد به في أنظمة أخرى حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة. ويؤدي هذا الاختلاف في المفهوم إلى مخاطر قانونية قد تنعكس على تفسير الاتفاقية، أو على حقوق المساهمين، أو حتى على صحة تنفيذ الصفقة.

ومن ثم، فإن التمييز بين هذين الحقين لا ينبغي أن يستند إلى عنوان البند أو التسمية المستخدمة في الاتفاقية، وإنما إلى **الواقعة القانونية التي تؤدي إلى تفعيل الحق (Trigger Event)**. فإذا كان الحق ينشأ عند إصدار الشركة لأسهم جديدة، فإنه يكون حقاً في الأولوية بالاكتتاب (Pre-Emption Right)، أما إذا كان ينشأ عند رغبة أحد المساهمين في بيع أسهمه بعد تلقي عرض من طرف ثالث، فإنه يكون حقاً في الأولوية بالشراء (Right of First Refusal)، مهما اختلفت التسمية الواردة في العقد.

## أولاً: حق الأولوية في الشراء (Right of First Refusal - ROFR)

### 1. مفهوم حق الأولوية في الشراء

حق الأولوية في الشراء (Right of First Refusal - ROFR) هو حق تعاقدي يمنح أحد المساهمين أو مجموعة من المساهمين أولوية شراء أسهم يرغب مساهم آخر في التصرف فيها، وذلك قبل انتقالها إلى شخص من خارج الشركة. ويهدف هذا الحق إلى تمكين أصحابه من الحلول محل المشتري الخارجي، بشرط قبولهم شراء الأسهم بذات الشروط والأحكام التي عرضها ذلك المشتري.

ويتميز هذا الحق بطبيعته "التفاعلية" (Reactive Right)، إذ لا ينشأ بمجرد رغبة المساهم في البيع، وإنما يتوقف على وجود عرض جدي وحقيقي مقدم من طرف ثالث، ورغبة المساهم في قبول هذا العرض.

### 2. الطبيعة القانونية للحق

يعد حق الأولوية في الشراء حقًا تعاقديًا بحثًا، فلا ينشأ بقوة القانون في الأصل، وإنما يستمد وجوده من اتفاق الأطراف، سواء ورد في اتفاقية المساهمين أو في النظام الأساسي للشركة أو في أي اتفاق ملزم بينهم. ولذلك فإن نطاق هذا الحق وإجراءاته ومدته وآثار مخالفته تخضع لما يتفق عليه الأطراف في العقد.

### 3. متى ينشأ الحق؟

ينشأ حق الأولوية في الشراء عندما يتلقى أحد المساهمين عرضًا جديًا من طرف ثالث لشراء أسهمه، ويكون راغبًا في قبول هذا العرض. ففي هذه الحالة لا يجوز له إتمام عملية البيع مباشرة، وإنما يلتزم أولاً بعرض الأسهم على أصحاب حق الأولوية بالشروط ذاتها الواردة في عرض الطرف الثالث.

ومن ثم، فإن وجود عرض خارجي حقيقي يمثل الشرط الجوهرى لتفعيل هذا الحق، إذ لا ينشأ الالتزام بعرض الأسهم على أصحاب الأولوية في غياب هذا العرض.

#### 4. آلية ممارسة الحق

تبدأ إجراءات ممارسة حق الأولوية في الشراء بقيام المساهم البائع بإخطار أصحاب الحق برغبته في البيع، مع بيان جميع الشروط الجوهرية التي تضمنها عرض الطرف الثالث، وعلى رأسها عدد الأسهم، وسعر البيع، وآلية السداد، وسائر الشروط ذات الصلة.

ويمنح أصحاب الحق مهلة محددة لممارسة حقهم في شراء الأسهم بالشروط نفسها. فإذا أعلنوا رغبتهم في الشراء خلال هذه المهلة، التزم البائع بإتمام البيع لصالحهم. أما إذا انقضت المهلة دون ممارسة الحق، أو أعلن أصحابه صراحة عدم رغبتهم في الشراء، جاز للمساهم البائع إتمام البيع للطرف الثالث وفقاً للشروط التي سبق عرضها.

#### 5. الغاية من حق الأولوية في الشراء

يهدف حق الأولوية في الشراء إلى تحقيق مجموعة من الأهداف العملية، من أهمها المحافظة على استقرار هيكل المساهمين، والحد من دخول مساهمين جدد قد لا تتوافق مصالحهم مع مصالح الشركاء الحاليين، فضلاً عن تمكين المساهمين القائمين من الاحتفاظ بالسيطرة على تركيبة الشركة وإدارة العلاقة فيما بينهم. ولذلك يعد هذا الحق أحد أهم وسائل تنظيم انتقال الأسهم في الشركات المغلقة والشركات الناشئة واتفاقيات الاستثمار.

### ثانياً: حق الأولوية في الاكتتاب (Pre-Emption Rights)

#### 1. مفهوم حق الأولوية في الاكتتاب

يقصد بحق الأولوية في الاكتتاب (Pre-Emption Rights) حق المساهمين الحاليين في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة قبل طرحها على الغير، وذلك بنسبة تتناسب مع نسبة مساهمة كل منهم في رأس المال، بما يضمن الحفاظ على نسبة ملكيتهم وحقوقهم التصويتية داخل الشركة.

ويختلف هذا الحق جوهرياً عن حق الأولوية في الشراء، إذ يتعلق بإصدار أسهم جديدة من قبل الشركة، وليس بانتقال ملكية أسهم قائمة بين المساهمين.

## **2. الطبيعة القانونية للحق**

في العديد من الأنظمة القانونية، يعد حق الأولوية في الاكتتاب من الحقوق التي يقرها قانون الشركات حمايةً للمساهمين، ويكون مقررًا بقوة القانون ما لم يتم استبعاده أو تقييده وفقاً للإجراءات التي يسمح بها التشريع الواجب التطبيق. كما قد تعتمد الشركات إلى تنظيم تفاصيل ممارسة هذا الحق في نظامها الأساسي أو في اتفاقيات المساهمين بما يتفق مع أحكام القانون.

## **3. متى ينشأ الحق؟**

ينشأ حق الأولوية في الاكتتاب عند اتخاذ الشركة قرارًا بإصدار أسهم جديدة أو زيادة رأس المال، حيث يلتزم مصدر الأسهم بعرضها أولاً على المساهمين الحاليين قبل إتاحتها للمستثمرين الجدد.

ومن ثم، فإن الواقعة المنشئة لهذا الحق ليست تصرف أحد المساهمين في أسهمه، وإنما إصدار الشركة لأسهم جديدة.

## **4. الهدف من الحق**

يهدف حق الأولوية في الاكتتاب إلى حماية المساهمين الحاليين من تخفيض نسبة ملكيتهم (Anti-Dilution) نتيجة إصدار أسهم جديدة، بما يحافظ على نسب مساهمتهم في رأس المال، وعلى حقوقهم الاقتصادية وحقوق التصويت داخل الشركة، ويحول دون انتقال السيطرة أو التأثير في قرارات الشركة نتيجة دخول مستثمرين جدد دون منح المساهمين الحاليين فرصة المحافظة على مراكزهم القانونية.

## **5. كيفية ممارسة الحق**

تمارس الأولوية في الاكتتاب من خلال قيام الشركة بعرض الأسهم الجديدة على المساهمين الحاليين بنسبة تتناسب مع نسبة مساهمة كل منهم في رأس المال، مع تحديد مدة معينة لممارسة هذا الحق. فإذا اختار المساهم الاكتتاب، احتفظ بالنسبة



التي كان يتمتع بها قبل زيادة رأس المال، أما إذا امتنع عن ممارسة حقه أو انقضت المهلة المحددة دون اكتتاب، جاز للشركة طرح الأسهم المتبقية على مستثمرين آخرين وفقاً للإجراءات المقررة قانوناً أو اتفاقاً.

### ثالثاً: لماذا يحدث الخلط بين الحقين؟

على الرغم من الاختلاف الجوهرى بين حق الأولوية في الشراء - (Right of First Refusal - ROFR) وحق الأولوية في الاكتتاب (Pre-Emption Rights)، فإن الممارسة العملية تكشف عن تكرار الخلط بينهما في اتفاقيات المساهمين والعقود التجارية، سواء من جانب الممارسين أو حتى في بعض النماذج العقدية الدولية. ولا يرجع هذا الخلط إلى تشابه المصطلحين فحسب، وإنما إلى عوامل قانونية وصياغية متعددة، من أبرزها اختلاف المدارس القانونية، وتباين الاصطلاحات المستخدمة في العقود الدولية، فضلاً عن أثر القانون الواجب التطبيق على تفسير هذه الحقوق.

#### أولاً: اختلاف المدارس القانونية

يرجع أحد أهم أسباب الخلط إلى اختلاف المفاهيم القانونية بين أنظمة القانون العام (Common Law) وأنظمة القانون المدني (Civil Law).

ففي أنظمة القانون العام، يُستخدم مصطلح **Right of First Refusal (ROFR)** للدلالة على الحق الذي ينشأ عند رغبة أحد المساهمين في بيع أسهمه بعد تلقيه عرضاً جاداً من طرف ثالث، بينما يقتصر مصطلح **Pre-Emption Rights** على الحق الذي يتمتع به المساهمون الحاليون في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة حفاظاً على نسب ملكيتهم.

أما في بعض أنظمة القانون المدني، فقد يستخدم مصطلح **Pre-Emption Right** للإشارة أيضاً إلى حق الأولوية في شراء الأسهم القائمة عند انتقالها إلى الغير، وهو ما يؤدي إلى استخدام المصطلح ذاته للدلالة على حقين مختلفين بحسب النظام القانوني الذي يحكم العلاقة.

ومن ثم، فإن مجرد ورود مصطلح *Pre-Emption* في الاتفاقية لا يكفي لتحديد طبيعة الحق، وإنما يجب الرجوع إلى مضمون البند والواقعة التي تؤدي إلى تفعيله.

### ثانيًا: الترجمة والصياغة الدولية

أسهمت العقود الدولية واتفاقيات المساهمين المعدة وفق نماذج أجنبية في زيادة هذا الخلط، إذ تُترجم بعض البنود أو تُنقل من نظام قانوني إلى آخر دون مراعاة الاختلاف في المدلول القانوني للمصطلحات.

ففي بعض الاتفاقيات، يُستخدم عنوان **Pre-Emption Rights** بينما يكون مضمون البند متعلقًا بانتقال الأسهم القائمة بين المساهمين، وهو ما يتوافق في حقيقته مع **Right of First Refusal** وفقًا للمفهوم المستقر في القانون العام. كما قد يحدث العكس، فتستخدم الاتفاقية مصطلح **ROFR** بينما تنظم حقًا يتعلق بالاككتاب في أسهم جديدة.

وتبرز هذه الإشكالية بصورة خاصة في المعاملات العابرة للحدود، حيث تتلاقى نماذج الصياغة الإنجليزية مع تطبيقات القانون المدني في العديد من دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، الأمر الذي يجعل الاعتماد على عنوان البند وحده أمرًا غير كافٍ لتحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عنه.

### ثالثًا: أثر القانون الواجب التطبيق (Governing Law)

يلعب القانون الواجب التطبيق دورًا محوريًا في تفسير بنود اتفاقيات المساهمين، إذ قد يحمل المصطلح الواحد مدلولًا مختلفًا باختلاف النظام القانوني المختار لحكم العقد.

فالعقد الخاضع للقانون الإنجليزي، على سبيل المثال، سيُفسر عادةً مصطلح **Pre-Emption Rights** باعتباره متعلقًا بالأولوية في الاككتاب عند إصدار أسهم جديدة، بينما قد يختلف التفسير في بعض الأنظمة القانونية الأخرى التي تستخدم المصطلح ذاته للدلالة على أولوية شراء الأسهم القائمة.

ولذلك، فإن الصياغة الدقيقة تقتضي عدم الاكتفاء باستخدام المصطلحات القانونية، وإنما تعريفها صراحة داخل الاتفاقية، مع بيان نطاق كل حق والواقعة التي تؤدي إلى نشوئه، بما يحد من احتمالات الاختلاف في التفسير أو نشوء النزاعات مستقبلاً.

## رابعًا: المعيار الصحيح للتمييز بين الحقين

بدلًا من الانشغال بالعنوان الذي يحمله البند، ينبغي التركيز على سؤال قانوني واحد، وهو:

### ما هي الواقعة القانونية التي تؤدي إلى تفعيل الحق (Trigger Event) ؟

فإذا كان الحق ينشأ نتيجة إصدار الشركة لأسهم جديدة أو زيادة رأس المال، فإننا نكون بصدد **حق الأولوية في الاكتتاب (Pre-Emption Rights)**، باعتباره وسيلة لحماية المساهمين من تخفيض نسبة ملكيتهم.

أما إذا كان الحق لا ينشأ إلا عندما يرغب أحد المساهمين في بيع أسهمه بعد تلقيه عرضًا جادًا من طرف ثالث، فإن الحق يكون **حق الأولوية في الشراء (Right of First Refusal - ROFR)**، بغض النظر عن التسمية التي يحملها البند في الاتفاقية.

وعليه، فإن الواقعة المنشئة للحق (Trigger Event) تمثل المعيار الحقيقي للتمييز بين النظامين، وليس المصطلح المستخدم في عنوان البند.

| معيار المقارنة       | حق الأولوية في الشراء (ROFR)                             | حق الأولوية في الاكتتاب (Pre-Emption Rights)          |
|----------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| مصدر الحق            | حق تعاقدى ينشأ باتفاق الأطراف                            | غالبًا حق قانوني، وقد ينظم تعاقدًا                    |
| الواقعة المنشئة للحق | رغبة أحد المساهمين في بيع أسهمه بعد تلقي عرض من طرف ثالث | إصدار الشركة أسهمًا جديدة أو زيادة رأس المال          |
| وجود طرف ثالث        | شرط أساسي لتفعيل الحق                                    | ليس شرطًا لقيام الحق                                  |
| الهدف                | تنظيم انتقال الأسهم والتحكم في دخول مساهمين جدد          | حماية المساهمين من تخفيض نسبة ملكيتهم (Anti-Dilution) |
| محل الحق             | الأسهم القائمة                                           | الأسهم الجديدة                                        |



## خامسًا: الآثار القانونية والعملية للتمييز

لا يقتصر التمييز بين حق الأولوية في الشراء (Right of First Refusal - ROFR) وحق الأولوية في الاكتتاب (Pre-Emption Rights) على الجانب النظري أو الاصطلاحي، وإنما تترتب عليه آثار قانونية وتجارية مباشرة تمس هيكل ملكية الشركة، وحقوق المساهمين، وجاذبية الشركة للاستثمار، وآليات التخارج. ومن أبرز هذه الآثار ما يأتي:

### أولًا: السيطرة على هيكل المساهمين

يمثل حق الأولوية في الشراء إحدى أهم الوسائل التعاقدية التي تُمكن المساهمين من التحكم في انتقال الأسهم، إذ يمنحهم الأولوية في شراء الأسهم المعروضة للبيع قبل انتقالها إلى الغير. وبهذا يساهم في الحد من دخول مساهمين جدد قد لا تتوافق مصالحهم مع رؤية الشركة أو مع مصالح المساهمين الحاليين، الأمر الذي يعزز استقرار هيكل الملكية ويحد من النزاعات المستقبلية.

أما حق الأولوية في الاكتتاب فلا يهدف إلى تنظيم انتقال الأسهم بين المساهمين، وإنما ينصرف إلى المحافظة على نسب مساهمتهم عند إصدار الشركة أسهمًا جديدة.

### ثانيًا: حماية المساهمين من التخفيف (Dilution)

يعد حق الأولوية في الاكتتاب من أهم الآليات القانونية لحماية المساهمين من التخفيف (Dilution)، إذ يمنحهم الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة بما يتناسب مع نسبة مساهمتهم القائمة، وهو ما يتيح لهم المحافظة على نسبة ملكيتهم وحقوقهم الاقتصادية وحقوق التصويت داخل الشركة.

وفي المقابل، فإن حق الأولوية في الشراء لا يوفر حماية من التخفيف، لأنه لا يرتبط بزيادة رأس المال أو إصدار أسهم جديدة، وإنما يقتصر أثره على تنظيم انتقال الأسهم القائمة بين المساهمين.

### ثالثًا: تأثير كل حق على جولات الاستثمار

يمارس كل من الحقين تأثيرًا مختلفًا على عمليات الاستثمار وتمويل الشركات.

ففي جولات الاستثمار التي تعتمد على زيادة رأس المال، يمثل حق الأولوية في الاكتتاب عنصرًا أساسيًا يجب مراعاته قبل إصدار أسهم جديدة للمستثمرين، إذ قد يترتب على ممارسته تعديل هيكل الصفقة أو حجم الاستثمار أو نسبة مشاركة المستثمر الجديد.

أما حق الأولوية في الشراء، فيظهر أثره بصورة أكبر في الصفقات التي تتم من خلال شراء الأسهم القائمة (Secondary Sales)، حيث قد يؤدي إلى منح المساهمين الحاليين أولوية الاستحواذ على الأسهم قبل انتقالها إلى المستثمر الجديد، بما قد يؤثر على هيكل الصفقة أو الجدول الزمني لإتمامها.

#### **رابعًا: أثره على صفقات التخرج (Exit)**

عند رغبة أحد المساهمين في التخرج من الشركة، يؤدي حق الأولوية في الشراء دورًا محوريًا في تنظيم عملية انتقال الأسهم، إذ يضمن منح المساهمين الحاليين فرصة الاحتفاظ بتركيب الملكية قبل دخول مستثمر جديد.

أما حق الأولوية في الاكتتاب، فلا يرتبط بطبيعة الحال بعمليات التخرج، وإنما يظل مرتبطًا بقرارات الشركة الخاصة بزيادة رأس المال وإصدار أسهم جديدة، ومن ثم فإن أثره يظهر في جولات التمويل أكثر من ظهوره في صفقات البيع والتخرج.

#### **خامسًا: مخاطر الصياغة غير الدقيقة**

قد يؤدي استخدام المصطلحين على نحو مترادف، أو الاعتماد على عنوان البند دون تحديد مضمونه، إلى نتائج قانونية غير مقصودة، من بينها نشوء خلاف حول مدى انطباق الحق، أو تعطيل تنفيذ صفقات الاستثمار أو التخرج، أو تفسير الاتفاقية على نحو يخالف إرادة الأطراف.

ولهذا، فإن أفضل ممارسات الصياغة تقتضي تعريف كل حق تعريفًا مستقلًا داخل الاتفاقية، وتحديد الواقعة المنشئة له، وبيان إجراءات ممارسته وآثاره القانونية بصورة واضحة، مع مراعاة النظام القانوني الذي يحكم الاتفاقية.

## سادسًا: موقف القانون المصري

يفرق القانون المصري بين الحقوق التي يقرها التشريع مباشرة والحقوق التي يجوز للأطراف الاتفاق عليها تعاقدًا.

ففيما يتعلق بحق الأولوية في الاكتتاب، نظم قانون الشركات ولائحته التنفيذية حق المساهمين في الأولوية عند زيادة رأس المال بإصدار أسهم نقدية جديدة، باعتباره وسيلة لحماية المساهمين من انخفاض نسبة مساهمتهم، مع بيان الحالات والإجراءات التي يجوز فيها الحد من هذا الحق أو استبعاده وفقًا للأحكام القانونية المنظمة لذلك.

أما حق الأولوية في الشراء (ROFR)، فلا يرد تنظيمه بوصفه حقًا قانونيًا عامًا في قانون الشركات، وإنما يعد حقًا تعاقدًا يجوز الاتفاق عليه في اتفاقيات المساهمين أو في النظام الأساسي للشركة، شريطة ألا يخالف القواعد الآمرة أو النظام العام، وأن تكون آلية ممارسته محددة بصورة واضحة.

ومن ثم، فإن البيئة القانونية المصرية تعرف كلا النظامين، إلا أن مصدر كل منهما يختلف؛ فحق الأولوية في الاكتتاب يستند في الأصل إلى التنظيم التشريعي، بينما يستمد حق الأولوية في الشراء وجوده من اتفاق الأطراف، وهو ما يقتضي مراعاة هذا التمييز عند صياغة اتفاقيات المساهمين.

## سابعًا: توصيات للممارسين القانونيين

في ضوء ما تقدم، يمكن استخلاص عدد من التوصيات العملية التي تسهم في تجنب النزاعات وتحقيق الدقة في صياغة اتفاقيات المساهمين، أهمها:

- عدم الاكتفاء بعنوان البند أو المصطلح المستخدم لتحديد طبيعة الحق.
- تعريف كل من حق الأولوية في الشراء وحق الأولوية في الاكتتاب تعريفًا صريحًا داخل الاتفاقية.

- تحديد الواقعة القانونية المنشئة للحق (Trigger Event) باعتبارها المعيار الحاسم في التمييز بينهما.
- التمييز بوضوح بين انتقال الأسهم القائمة وإصدار أسهم جديدة، وعدم الجمع بينهما في بند واحد دون بيان نطاق كل حق.
- مراجعة توافق الصياغة مع القانون الواجب التطبيق، ولا سيما في الاتفاقيات ذات العنصر الأجنبي.
- تجنب الترجمة الحرفية للمصطلحات القانونية، والحرص على استخدام المصطلح الذي يعبر عن المضمون القانوني للبند، وليس مجرد مقابله اللغوي.

## خاتمة

قد يبدو الفارق بين **حق الأولوية في الاكتتاب (Pre-Emption Rights)** و**حق الأولوية في الشراء (Right of First Refusal - ROFR)** للوهلة الأولى مجرد اختلاف في المصطلحات، إلا أن الواقع العملي يثبت أن لكل منهما وظيفة قانونية مستقلة وآثارًا مختلفة على هيكل الملكية، وحقوق المساهمين، وجولات الاستثمار، وصفقات التخارج.

فحق الأولوية في الاكتتاب يهدف إلى حماية المساهمين من انخفاض نسبة ملكيتهم عند إصدار أسهم جديدة، بينما يهدف حق الأولوية في الشراء إلى تنظيم انتقال الأسهم القائمة ومنح المساهمين الحاليين فرصة الأولوية قبل دخول مساهمين جدد.

ومن ثم، فإن الصياغة القانونية السليمة لا تتحقق بالاعتماد على عنوان البند، وإنما بفهم الواقعة القانونية التي تؤدي إلى نشوء الحق، وتحديد نطاقه وآلية ممارسته وآثاره بصورة دقيقة. وفي اتفاقيات المساهمين، قد يكون هذا التمييز البسيط في ظاهره هو العامل الحاسم بين اتفاقية تحقق الاستقرار القانوني للأطراف، وأخرى تفتح الباب لنزاعات كان بالإمكان تجنبها منذ مرحلة الصياغة.