

**إدارة صناديق الاستثمار عبر شركات الإدارة
المتخصصة وكيفية الرقابة عليها
(دراسة مقارنة)**

إعداد

د / أحمد مصطفى الدبوسى السيد
أستاذ القانون التجاري والبحرى المساعد
كلية القانون - الجامعة الأمريكية في الإمارات

مقدمة :

تطورت صناعة صناديق الاستثمار^(١)، حتى أصبحت تدار من قبل مديرين محترفين، لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة. ويرجع ذلك لأهمية هذه الصناديق، حيث أنها توفر للمستثمر ذي المدخرات المحددة فرص استثمارية جيدة في مجال الأوراق المالية هذا من جانب، ومن جانب آخر فهي توافر للمستثمر الخبرة والمعرفة اللازمتين لإدارة هذه الأوراق.

(١) عرفت المادة ١٤١ من قرار وزير الاستثمار ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ صندوق الاستثمار : وعاء استثماري مشترك، يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في الاستثمار في المجالات الواردة في هذه اللائحة، ويديره مدير استثمار مقابل أتعاب .

و صدر قرار وزير الاستثمار ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ من خلال ما يلي:-

<http://private.tashraat.com/lawimages/y2007/396/247497.pdf>

وتطورت صناعة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بصورة متسارعة خلال العقد الأخير من القرن الماضي، وتزايدت أعدادها، وتنوعت وظائفها، وبرز الأداء الجيد لها كدليل على تفوقها على غيرها من الأدوات والمجالات الاستثمارية الأخرى.

و تكمن أهمية صناديق الاستثمار في أنها توفر للمستثمر ذي المدخرات المحدودة فرصة استثمارية جيدة، وذلك لعدم إمكانية استثمارها في الأوراق المالية، نظراً لعدم كفاية مدخراته لشراء تشكيلة من تلك الأوراق، والتي من شأنها الإسهام في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها، وعليه يصعب على صغار المستثمرين تحقيقه.

وقد صدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق المال، والذي أسهم في تنمية ونمو سوق الأوراق المالية بوجه خاص والقطاع المالي بوجه عام، يمكن مراجعة نصوص القانون من خلال:

<http://private.tashraat.com/lawimages/y1992/020/168174.pdf>

تاريخ دخول الموقع ٢٠-١-٢٠١٦

فصناديق الاستثمار تعد من الأدوات الاستثمارية التي تمكن المستثمرين من تجميع أموالهم لإدارتها بواسطة أشخاص متخصصين يمتلكون الخبرة الكافية لتحقيق عوائد أعلى مما قد يحققه المستثمر لو قام باستثمارها منفرداً.

وتتنوع أصناف الصناديق الاستثمارية بتنوع أنشطتها وغاياتها، فمن هذه الصناديق ما يتخذ من الاستثمار في الأوراق المالية نشاطاً لها، ومنها ما يستثمر في نوع واحد أو أكثر من السلع أو المعادن أو موارد الطاقة أو العقارات، وأخرى مختلطة تجمع بين أكثر من نوع^(١).

وتعد عملية إدارة صناديق الاستثمار عملية مكلفة، وهذا يجعل حجم الأموال المتاحة للصندوق من العوامل الحاسمة لقيامه ونجاح صناديق الاستثمار.

ونظراً لأهمية صناديق الاستثمار فإنه يعهد بإدارتها كما سنرى لاحقاً إلى إدارة متخصصة في إدارة حافظة الأوراق المالية، حيث يستعين الكثير من الدول بشركات محترفة لإدارة هذه الصناديق.

وتضع القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار ضمانات هامة، لتكفل نجاحها والوصول للأهداف المرجوة منها، وعدم جنوحها عن أهدافها، حيث تلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً في تعبئة الموارد المالية، وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاقتصادية.

(١) د. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤، ص ١٢.

ولضمان التزام إدارة الصناديق الاستثمارية فإن القوانين المنظمة لها تخضع هؤلاء المديرين للرقابة.

ويجب أن تأخذ صناديق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي، وأن يكون أعضاء مجلس إدارتها من غير المساهمين فيها، أو المتعاملين معها، أو ممن تربطهم بها علاقة أو مصلحة، كما يجوز للمؤسسات المصرفية، بعد موافقة البنك المركزي المصري، أو شركات التأمين بعد موافقة الهيئة العامة للرقابة على التأمين- أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار^(١).

وعلى ذلك فصناديق الاستثمار تعد بنيانا قانونيا ثلاثي الأطراف، ينشأ بين المؤسس وأمين أو مدير الاستثمار والمدخرين بغرض تكوين وإدارة حافظة أوراق مالية، يشترك المدخرون في أرباحها وخسائرها، دون أن يكون لهم حق الاشتراك في إدارة الصندوق، وتمثل حقوقهم في الصكوك التي يصدرها، ويعتمد الصندوق في إدارته على مبدأ توزيع المخاطر، لتحقيق عائد آمن، ومرتزن، ومستقر^(٢).

أهداف البحث :

- ١- بيان أساليب إدارة صناديق الاستثمار.
- ٢- الشروط الواجب توافرها في شركة الإدارة المكلفة بإدارة صندوق الاستثمار، والسلطات الممنوحة لها.
- ٣- بيان واجبات شركة الإدارة التي يجب مراعاتها في إدارة صندوق الاستثمار.

(١) د. طارق عبد العال، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، مجموعة النيل العربية طباعة نشر توزيع، ٢٠٠٢، ص ٣١.

(٢) د. حسنى المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، الكويت، ١٩٩٥، ص ٢٨.

- ٤- بيان كيفية الإدارة المالية لصناديق الاستثمار على الجانب الفني والمالي.
- ٥- وضع خطط متكاملة للرقابة على هذه الأنشطة، ثم تترجم هذه الخطط إلى برامج مراجعة ورقابة يوضح فيها: النطاق، وحجم العينة، وأدلة الإثبات، وأساليب التدقيق، ونحو ذلك، لتكون الدليل للتنفيذ العملي.

إشكاليات البحث:

- ١- نص المشرع المصري على مجموعة من الشروط الواجب توافرها في الأشخاص المفوضين بإدارة صندوق الاستثمار، إلا أن هذه الشروط تعد غير كافية، ومن ثم يجب إضافة مجموعة من الشروط الأخرى لها.
- ٢- الخلط بين السلطات الممنوحة لشركة إدارة الصندوق وسلطات مجلس إدارة الصندوق، حيث اهتم المشرع المصري ببيان سلطات شركة الإدارة، دون بيان السلطات المخولة للشركة المنشأة للصندوق (مجلس إدارة الصندوق).
- ٣- عدم تحديد الأعمال التي يلتزم البنك المودع لديه بالقيام بها من تلقاء نفسه لحساب الصندوق، والأعمال التي يجب حصوله بشأنها على تعليمات من شركة الصندوق، أو شركة إدارة الصندوق.
- ٤- تفويت المشرع المصري الفرصة على صناديق الاستثمار للأخذ بمزايا نظام أمين الاستثمار، وهو ما اضطره للتوسع في سلطات الرقابة المعترف بها لهيئة العامة لسوق المال، وهي جهة خارجية عن الصندوق، حيث لا تتميز رقابتها بنفس الفعالية التي تحققها رقابة أمين الاستثمار.
- ٥- بيان نظم الرقابة الحديثة وأجهزتها، وتوضيح مدى فعاليتها على الرقابة على أعمال صناديق الاستثمار.

منهج البحث:

اتبعنا في هذا البحث المنهج الاستقرائي للنصوص القانونية، والمنهج التحليلي بتناول تلك النصوص والآراء الفقهية المختلفة بالتحليل المنهجي، وبيان ما بها من مميزات، وما قد يشوبها من عيوب وقصور، والمنهج المقارن بالعرض لبعض القوانين المنظمة لذات الموضوع في القوانين المقارنة.

خطة البحث :

الفصل الأول: إدارة صناديق الاستثمار:

المبحث الأول إدارة الشركات المتخصصة للصناديق الاستثمار.

المبحث الثاني: أمين الاستثمار، وإدارة صناديق الاستثمار .

الفصل الثاني : الإدارة المالية لصناديق الاستثمار :

المبحث الأول : الإدارة الفنية لصناديق الاستثمار.

المبحث الثاني : إدارة النشاط المالي لصناديق الاستثمار.

الفصل الثالث : الرقابة على صناديق الاستثمار:

المبحث الأول : الرقابة على شركة إدارة صندوق الاستثمار.

المبحث الثاني : النشر وسيلة للرقابة على صندوق الاستثمار.

الفصل الأول

إدارة صناديق الاستثمار

عرفت الفقرة رقم (٣٣) من المادة (٢١٤) من التوجيه الأوروبي الصادر عام ٢٠٠٩^(١) صناديق الاستثمار بأنها (مؤسسات استثمار جماعي تهدف إلى جمع رؤوس الأموال من المستثمرين لتوظيفها في المجالات الاستثمارية المحددة في نشرة اكتتابها).

أما على الجانب الفرنسي فلم يرد في تعريف محدد لصناديق الاستثمار، وإنما اهتمت التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار بتحديد طريقة تكوينها وآلية عملها وذلك دون أن تتطرق لتعريفها^(٢)، حيث تم وصفها على أنها مؤسسات استثمار جماعي تتخذ شكل الشركة المساهمة أو الوحدة التنظيمية المستقلة بداخل الجهة المنشئة لها - شركات مالية أو بنوك، وهي تعمل كوعاء مالي لجمع الأموال من المستثمرين مقابل وثائق

(1) Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

<http://eurlex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:02009L0065-20140917&from=EN>

(2) É. Forget, Les Fonds d'investissement Islamiques en Droit Français, Première partie : le régime juridique des fonds d'investissement islamiques, Les Cahiers de la Finance Islamique, Université de Strasbourg, N° 5, 2013, p. 64.

الاستثمار التي يحصلون عليها، ويتم استثمار هذه الأموال في مجموعة من الأصول تتماشى مع هدفهم الاستثماري، ويتولى إدارتها خبراء استثمار قادرين على تحقيق الأرباح وتقليل المخاطر وتوفير السيولة^(١).

ويمكننا تعريف صناديق الاستثمار بأنها عبارة عن مؤسسات استثمار جماعي تتخذ شكل الشركة المساهمة بغرض تجميع مدخرات الأشخاص الطبيعيين والمعنويين في شكل صكوك استثمارية تمثل مشاركتهم في رأس مال الصندوق، وتلتزم إدارتها المحترفة بتوفير السيولة اللازمة لاسترداد الوحدات الاستثمارية في حال طلب ردها من قبل مالكيها، وتوزيع الأرباح والخسائر على المساهمين وفقاً لمبدأ المشاركة.

وتسند غالبية القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار إدارة هذه الصندوق إلى شركة الإدارة أو أمين الاستثمار؛ فهما الطرفان الإيجابيان في هذا البناء القانوني، بينما يعد الشركاء طرفاً سلبياً يقتصر دوره على طلب الأرباح، دون أن يشترك في عملية الإدارة، فمجلس إدارة لشركة الصندوق يقرر سياسة الشركة بناء على قانون تأسيسها، ويشرف على محافظ الاستثمار، ويختار المديرون التنفيذيون لها.

أما بالنسبة للسلطة المركزية لصناديق الاستثمار، فعادة ما تكون في يد الكفيل الذي أسسها، وقد يكون الكفيل بنكير استثمار (Investment Banker) وهو مؤسسة تتولى شؤون إصدار الأوراق المالية للمنشآت، كما قد يكون بيت للمشورة في شؤون الاستثمار، وهي بيوت متخصصة في بيع خدمة البحث والمشورة للغير، أو بيت

(١) صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ٢٠١٢، ص ١٩١.

للمسكرة (Brokerage Home) يتعامل في الأوراق المالية بيعة وشراء، كما قد يكون الكفيل شركة تأمين يتوافر لديها كم هائل من الموارد المالية التي تسعى إلى استثمارها^(١).

أما بالنسبة للقرارات النهائية الخاصة بسياسات الاستثمارات فتقع ضمن مسؤولية مدير الاستثمار بالصندوق.

ولذا يمكننا أن نتناول عملية إدارة صندوق الاستثمار من خلال التقسيم الآتي :

المبحث الأول: إدارة الشركات المتخصصة للصناديق الاستثمار.

المبحث الثاني: أمين الاستثمار وإدارة صندوق الاستثمار .

(١) د. منير إبراهيم هندی، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٤٧.

المبحث الأول

إدارة الشركات المتخصصة لصناديق الاستثمار

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية، حتى أصبحت تدار من قبل مديرين محترفين، لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزاً^(١).

(١) خبرة مدير الاستثمار ومهارته تعد عامل كبير في التعامل في أصول الصندوق للحصول على أفضل ربحية في الوقت المناسب، وشراء الأصول وبيعها وإعادة شرائها في الوقت المناسب، وإجادة قراءة الأسواق، والقدرة على توقع أسعار الفائدة، وتذبذب العملات.

فمدير الاستثمار يعمل على تحقيق أهداف الصندوق وتحقيق أهداف المدخرين، وهذا يتطلب مدى واسعاً من العمليات المعقدة التي تتطلب خبرة واسعة في إدارة محافظ الأوراق المالية والقدرة على فهم الأسواق، والقدرة على تحقيق التوازن بين العائد ودرجة المخاطر المحققة، ويجب أن يكون مدير الاستثمار لديه خبرة التعامل مع البورصات وبيوت السمسرة والأساليب التكنولوجية الحديثة التي يدار بها العمل، ويجب على فريق الخبراء الذين يعملون في الشركة مدير الاستثمار أو ما يسمى بشركة الإدارة الدارية والمعرفة التامة والخبرة العملية في التعامل في أدوات السوق النقدية وسوق رأس المال على السواء.

فإذا كان مدير الاستثمار سيئ الأداء، وليس لديه الخبرة الكافية لإدارة الاستثمارات واتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب في ظل أسواق قوية ونشطة ومباشرة، فإن ذلك سوف ينعكس بالفشل على أداء صندوق الاستثمار وضياع مدخرات الأفراد.

تحتاج شركة الإدارة التي تقوم على إدارة صناديق الاستثمار إلى فريق عمل متخصص يضم خبراء في أسواق الأسهم والسندات والعملات الرئيسية والمعادن والعقود الآجلة وأدوات سوق النقد وغيرها من الخبرات الفنية التي تتعلق بإدارة الأسواق، ويمكن أن تحدد بعض الخبرات الأساسية الواجب توافرها لدى العاملين بشركة الإدارة كما يلي:-

خبير اقتصادي، خبير في التخطيط، محلل فني للأوراق المالية وأسعار الفائدة وحركة الأسواق، خبير في إدارة شبكات الاتصال، خبير في التسويق .

- راجع في ذلك، د. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، ١٩٩٥، ص ٧٥، ٧٦.

فصندوق الاستثمار ينشأ بتكوين وتشكيلة محفظة من أوراق مالية من النوع الذي يسهل تسويقه، ويتولى شئون إدارة المحفظة وباقي المهام شركة إدارة منفصلة يتم استئجارها لهذا الغرض، وذلك بقرار من مجلس إدارة شركة الاستثمار، هذا هو الوصف القانون لإدارة شركة الاستثمار^(١).

ويلزم قانون سوق المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الشركات التي تؤسس صناديق الاستثمار بأن توكل مهمة إدارة صناديق التي تنشئها إلى شركة الإدارة أو ما يسمى " مدير الاستثمار " حيث نصت المادة (٣٥) من القانون على أن (على الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى أحد الجهات المتخصصة وفقا لما تحدده اللائحة).

يذهب جانب من الفقه^(٢) إلى أن العلاقة التي تجمع ما بين مجلس إدارة صندوق الاستثمار وشركة إدارة الصندوق ما هي إلامضاربة تتجسد في عقد يُبرم بين الشركاء الذين يُقدمون المال ومدير الاستثمار الذي يبذل جهده ليتقاسما بالنتيجة الربح المتحصل.

إلا أننا نذهب مع جانب آخر من الفقه^(٣) إلى تكييفها على أنها وكالة بأجر يُوكل فيها المستثمرون إدارة الصندوق باستثمار أموالهم نيابة عنهم

(١) د. منير إبراهيم هندی، صناديق الاستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٨٤.

(٢) د. وليد عوجان، صناديق الاستثمار – دراسة وتحليل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون – جامعة الإمارات العربية المتحدة، العين، ٢٠٠٥، ص ٣٤.

(٣) د. حسن آل دانلة، زكاة الصناديق الاستثمارية، مايو ٢٠١٠، ص ١٢، متاح على :

http://www.islamtoday.net/media_bank/pdf/2010/5/29/7_2010529_12551.pdf

pdf

تاريخ دخول الموقع ٢٠١٦ / ٣ / ١

لقاء أجر محدد، فالمدير ينوب عن المستثمرين في إدارة أموالهم والتصرف فيها بما يحقق الربح، ويتقاضى مقابل ذلك أجراً محدد لقاء إدارته، وهذا هو شرط الوكالة بالأجر.

وقد يكون مدير الاستثمار مديراً خارجياً مستقلاً عن إدارة الصندوق كشركات إدارة المحافظ المالية، وذلك في حال تشكيل الصندوق على هيئة وحدة تنظيمية داخل الجهة المنشئة له، وقد يتولى مجلس إدارة شركة الصندوق أو إدارتها العامة مهمة إدارة استثمارات الصندوق، وذلك في الصناديق التي تنشأ على شكل شركة مساهمة تتمتع بالشخصية المعنوية، فتأخذ إدارتها بذلك صفة مدير الاستثمار ويقع على عاتقها الوفاء بمتطلبات عمله وتأدية التزاماته^(١).

ومدير الاستثمار أو شركة الإدارة هي جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار، سواء كانت شركة مساهمة مصرية أم جهة أجنبية متخصصة كأحد البنوك الأجنبية أو شركات الإدارة الأجنبية المتخصصة في إدارة الصناديق التي يتعاقد معها صندوق الاستثمار لإدارة نشاطه بالكامل، ويعهد إليها بكل ما يخص نشاط الصندوق^(٢)، حيث تتولى شركة الإدارة مسؤولية إدارة صناديق الاستثمار، باعتبارها طرفاً متخصصاً وخبيراً بالأمر المتعلقة بتكوين وإدارة حافظة الصندوق من صكوك وأوراق مالية، حيث تعد هذه الشركة هي المدير التي يتولى إدارة صندوق الاستثمار.

(1) M. Storck, Transposition de la directive AIFM : présentation générale, Revue de Droit bancaire et financier, N° 5, Septembre 2013, comm. 173, p2.

(٢) د. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، ١٩٩٥، ص ٧٣.

ولقد اعترف قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ولانحته التنفيذية، لشركة الإدارة- بالسلطات التي تمكنها من مباشرة مهمتها، كما نص أيضا على مسنولية شركة، الإدارة سواء تجاه الشركاء أو تجاه الغير.

وبناء عليه، سوف نقسم هذا المبحث إلى مطلبين، هما:

المطلب الأول: سلطات شركة الإدارة وحقوقها .

المطلب الثاني: مسنولية شركة الإدارة .

المطلب الأول

سلطات شركة الإدارة وحقوقها

شركة إدارة أموال صناديق الاستثمار هي شخص معنوي مختص بإدارة المحافظ المالية والمخاطر لصندوق استثمار، يتم تعيينه في عقد أو بناء على تعليمات تأسيس الصندوق والذي يجب إعلام المستثمرين باسمها بواسطة نشرة الإصدار^(١).

وجهة الإدارة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق يجب عليها أن تحتفظ باستقلالية تامة في إدارتها لاستثماراته عن باقي الاستثمارات الخاصة بها، أو الخاصة بإدارتها لاستثمارات صناديق أخرى، وذلك كما جاء في رأي سلطة الأسواق المالية رقم ١٩ لسنة ٢٠٠٧ الصادر بتاريخ

(1) M. Storck, Transposition de la directive AIFM, op. cit, p 2.

٢٠١٧ / ٦ / ٢٠٠٧ والخاص بإدارة استثمارات الصناديق الإسلامية^(١)، ومن ثم فمدير الاستثمار يتمتع باستقلالية تامة في إدارة صندوق عن طريق مجموعة من السلطات تساعده على ممارسة الأعمال المكلف بها.

ويمكننا توضيح السلطات الممنوحة لشركة الإدارة وحقوقها ذلك من خلال

التقسيم الآتي:

الفرع الأول : سلطة الانفراد بإدارة حافظة الأوراق المالية .

الفرع الثاني: سلطة شركة الإدارة في ممارسة حق التصويت .

الفرع الثالث : سلطة تمثيل صندوق الاستثمار أمام الغير .

الفرع الرابع : حق أعضاء شركة الإدارة في المكافأة .

الفرع الأول

سلطة الانفراد بإدارة حافظة الأوراق المالية

السلطات الممنوحة لشركة الإدارة تفرضها طبيعة عملها كجهة متخصصة، تعمل على التحليل والدراسة، والتوقعات المستقبلية للأسعار الأوراق المالية، وظروف الأسواق المالية؛ فشركة الإدارة هي التي تحدد أسلوب نشاطها الذي تنتهجه كالسياسات

(1) - AMF, position n° 2007-19, Critères extra financiers de sélection de titres : cas des OP- CVM se déclarant conformes à la loi islamique, Rev. AMF 2007, n° 38, p. 75.

- I. Riassetto, Fonds islamiques – Le guide de bonnes pratiques de l'Association luxembourgeoise des fonds d'investissement (ALFI), Journal des tribunaux Luxem- bourg, n° 26, 5 avr. 2014, p. 33

الاستثمارية النشطة في إدارة الحافظة أو الساكنة^(١)، وبناء على ذلك فـ شركة الإدارة يكون لها سلطات مطلقة في مباشرة نشاطها، ولا يحد من سلطاتها إلا قاعدة قانونية، أو اتفاقية تمنعها من تفعيل هذه السلطة.

ونصت الفقرة (٤) من المادة (٣٥) من قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أنه (ويجب أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة برأس مال نقدي وان تكون أغلبية الأعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه المتعاملين معه ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة، وعلى الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى إحدى الجهات المتخصصة وفقا لما تحدده اللائحة التنفيذية)، والجهة المقصودة في نص هذه المادة هي شركة الإدارة^(٢).

وهذا ما يتضح لنا من نص المادة (١٦٦) من قرار وزير الاستثمار ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والتي نصت على أنه (يجب على الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار، ويطلق على هذه الجهة مدير الاستثمار).

ونصت المادة (١٦٦) من اللائحة سالفة الذكر، على الشروط الواجب توافرها في شركة الإدارة حيث نصت على أن (يشترط في مدير الاستثمار ما يأتي: ١- أن يكون

(١) د. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية، مرجع سابق، ص ٢٦٣.

(٢) عرفت المادة (١٤١) من قرار وزير الاستثمار ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مدير الاستثمار بأنه (الشركة المسنولة عن إدارة أصول والتزامات الصندوق).

- قرار وزير الاستثمار ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ من خلال ما يلي:-

<http://private.tashreaat.com/lawimages/y2007/396/247497.pdf>

شركة مساهمة مصرية، لا يقل المدفوع نقدًا من رأسمالها عن خمسة ملايين جنيه، أو جهة أجنبية ذات خبرة في إدارة الاستثمار، وفقًا لما يحدده مجلس إدارة الهيئة. ٢- أن تتوافر في القائمين على مباشرة النشاط، والمسئولين عن إدارة محفظة الصندوق- المؤهلات، والخبرة، والكفاءة اللازمة، وفقًا للقواعد والشروط الصادر بها قرار مجلس إدارة الهيئة بشأن الترخيص للعاملين. ٣- ألا يكون قد سبق لأعضاء مجلس إدارة الشركة، ومديرها، والعاملين لديها، أو المدير ممثل مدير الاستثمار الأجنبي، وأعضاء الجهاز العامل لديه- فصلهم تأديبيا من الخدمة، أو منعهم تأديبيا من مزولة مهنة السمسرة، أو أية مهنة حرة، أو حكم أحدهم بعقوبة جنائية، أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف، أو الأمانة، أو بعقوبة مقيدة للحرية في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات، أو التجارة، أو سوق رأس المال، أو حكم بإشهار إفلاسه. ٤- أداء تأمين يحدد قيمته، والقواعد والإجراءات المنظمة للخصم منه، واستكمالها وإدارة حصيلته، وكيفية رده قرار من مجلس إدارة الهيئة).

إلا أننا نرى أن هذا النص يحتاج لإجراء بعض التعديلات عليه، وذلك لما يأتي:

١- مخاطر وجود شركة إدارة (مدير استثمار) أجنبي بدون شريك مصري.

حيث نصت الفقرة الأولى من نص المادة سالفة الذكر، على أن تكون شركة الإدارة شركة مساهمة مصرية، لا يقل المدفوع نقدًا من رأسمالها عن خمسة ملايين جنيه، أو جهة أجنبية ذات خبرة في إدارة الاستثمار.

وبذلك يكون المشرع المصري قد حدد القيمة التي يجب أن تدفعها الشركات المصرية، دون أن يحدد القيمة التي يجب أن تدفعها الجهة الأجنبية كرأس مال مدفوع، وهذا الأمر قد يؤدي إلى نتائج من أهمها: ترك الحرية الكاملة للجهة الأجنبية لتقوم بدور مدير الاستثمار دون شريك مصري، وهذا قد يؤدي إلى عدم نمو الخبرات الوطنية

المصرية الكافية في هذا المجال، ومن ثم تعاظم دور الجهات الأجنبية وانفرادها في مجال إدارة صناديق الاستثمار والتي تتعامل مع محافظ لأوراق مالية لمؤسسات مصرفية مصرية، ومن ثم وجود شبه تواطؤ بين الجهة مدير الاستثمار الأجنبي من جهة، وبين أي جهة أخرى، لتحقيق مصالح ما، تخدم مصلحتها الشخصية، وليس مصالح الاقتصاد المصري.

ومن ثم نرى ضرورة تدخل المشرع المصري، بإجراء تعديل على هذا النص، حتى يصبح أكثر وضوحاً، وذلك بالنص على أن تقوم جهة الأجنبية بالاشتراك مع جهة مصرية بإدارة صناديق الاستثمار، وذلك للاستفادة من عملية نقل الخبرة التي تحتاج إليها مصر من جانب، ومن جانب آخر لحماية الاقتصاد الوطني من قيام مدير استثمار أجنبي بالتلاعب بسوق المال الأجنبي في مصر.

٢- عدم تمكين أشخاص تربطهم مصالح أو صلة بالبنك المودع لديه أموال الصندوق-

من أحكام قبضتهم على سلطات الإدارة.

حيث نرى ضرورة تدخل المشرع المصري لإضافة شرط إلى الشروط الواجب توافرها في القائمين على شركة الإدارة (مدير الاستثمار)، وهو اشتراط ألا يكون أحد هؤلاء القائمين على إدارة شركة الإدارة من الأشخاص الذين تربطهم مصالح أو صلة بالبنك المودع لديه أموال الصندوق، حيث من الملاحظ أنه عادة عندما يتم اختيار الأشخاص المفوضين بالإدارة، أو أعضاء مجلس إدارة شركة الإدارة (مدير الاستثمار)، فإن الاختيار يكون من بين مديري ومستشاري المؤسسات المالية والمصرفية، مما يخشى معه عدم استقلالهم في مباشرة إدارة الأعمال الخاصة بالصناديق عن هذه المؤسسات.

لذا نناشد المشرع بأن يضيف إلي الشروط المنصوص عليها في المادة سالفة الذكر- شرط عدم جواز أن يكون أحد أعضاء شركة الإدارة (مدير الاستثمار) من الأشخاص الذين يتولون إحدى الوظائف المالية أو الفنية في البنك المودع لديه متى كان من شأنه تمكين هؤلاء الأشخاص من إحكام قبضتهم على سلطات الإدارة.

أما فيما يتعلق بالترخيص لشركة الإدارة بمباشرة عملها:

فحتى يتم قيد شركة الإدارة أو مدير الاستثمار لدى هيئة سوق المال ليأخذ ترخيص مباشرة عمله في إدارة صندوق الاستثمار أن يقدم بياناً معتمداً بالأنشطة السابقة له، ويجب أن يتضمن أنه قام بإدارة نشاط يتفق ونشاط إدارة صناديق الاستثمار ومدى خبرته حتى تطمئن الجهات الرسمية على حسن إدارة صندوق الاستثمار ولا تترك الفرصة لأي مغامرين بدخول المهنة^(١).

ووضعت المادة (١٦٧) من اللائحة المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على عدة إجراءات حتى يمكن لشركة الإدارة ممارسة نشاطها، حيث نصت المادة سالفة الذكر على أنه (لا يجوز لمدير الاستثمار مزاولة نشاط إدارة الصناديق قبل القيد في السجل المعد لذلك بالهيئة، ويقدم طلب القيد على النموذج الذي تعده الهيئة مرفقاً به ما يأتي:-

١- عقد الشركة ونظامها الأساسي، أو ما يحدده مجلس إدارة الهيئة بالنسبة إلى مدير الاستثمار الأجنبي بحسب الأحوال. ٢- بيان بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين وخبراتهم وعناوينهم. ٣- بيان سابقة أعمال الشركة التي تتفق ونشاط إدارة صناديق

(١) د.منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سابق، ص ٧٥.

الاستثمار. ٤- الإيصال الدال على سداد الرسم المقرر. ٥- أية مستندات أخرى تطلبها الهيئة).

ولا يجوز لشركة الإدارة مزاوله هذا النشاط قبل القيد على النموذج المعد لذلك من قبل هيئة سوق المال مرفقاً به ما ورد في نص المادة من بيانات.

كما يحق لهيئة سوق المال أن ترفض منح الترخيص إذا لم تقتنع بمصادقية المستندات المقدمة وعدم كفايتها، كأن يكون بيان خبرة مدير الاستثمار غير موضع به أنه قام بإدارة نشاط مشابه لنشاط صناديق الاستثمار، أو إدارة محافظ الأوراق المالية، وذلك تجنباً لأي هدر يحدث في أموال المدخرين المستثمرة في صندوق الاستثمار^(١).

وقد منح القانون لشركة الإدارة (مدير الاستثمار) الحق في التظلم في حالة منع قيده، أو شطب القيد، فنصت الفقرة (٣) من المادة (١٦٧)، من وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢- على الآتي: (لمدير الاستثمار التظلم من قرار الهيئة بالامتناع عن القيد، أو رفضه، أو شطبه، أو وقفه وفقاً لأحكام المادتين (٥٠، ٥١) من قانون سوق رأس المال)، ووفقاً لأحكام المادة (٥١)^(٢) من قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، يكون

(١) المرجع السابق، ص ٧٥.

(٢) نص المادة (٥١) من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أن تختص اللجنة المنصوص عليها في المادة السابقة بنظر التظلمات التي يقدمها أصحاب الشأن من القرارات الإدارية التي تصدر من الوزير أو الهيئة، طبقاً لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له. وفيما لم يرد به نص خاص في هذا القانون، يكون ميعاد التظلم من القرار ثلاثين يوماً من تاريخ الإخطار أو العلم به، وتبين اللائحة التنفيذية إجراءات نظر التظلم والبت فيه، ويكون قرار اللجنة بالبت في التظلم نهائياً ونافذاً، ولا تقبل الدعوى بطلب إلغاء تلك القرارات قبل التظلم منها).

ميعاد التظلم (٣٠) يوما من تاريخ الإخطار أو العلم به، ويقدم التظلم للجنة التظلمات المشكلة من وزير الاستثمار برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة.

هذا ما يخص (شركة الإدارة) من شروط، حتى تستطيع أن تمارس عملها في الإدارة، وفي سبيل قيامها بعملها تمنح شركة الإدارة جميع السلطات الكاملة في تكوين وإدارة واستثمار أموال الصندوق.

أما فيما يتعلق بالمحاذير والضمانات التي تضمن أداء شركة الإدارة (مدير الاستثمار):

فقد حرص المشرع المصري على حماية أموال المدخرين بكافة الأساليب، نظراً للمخاوف التي تصاحب عملية إدارة أموال صناديق الاستثمار من خلال شركة الإدارة المتخصصة، حتى لا تتعرض تجربة الاستثمار في هذه الصناديق للتلاعب والغش، مما قد يؤدي إلى ضياع أموال المدخرين.

ونصت المادة (١٦٨) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية على مجموعة من القيود على عمل شركة الإدارة (مدير الاستثمار)، حيث نصت المادة سالفه الذكر على أن (يحظر على مدير الاستثمار القيام بالعمليات الآتية: ١- جميع الأعمال المحظورة على الصندوق الذي يديره القيام بها. ٢- استخدام أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة (فيما عدا صناديق الملكية الخاصة)، أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية، أو في حالة إفلاس. ٣- البدء في استثمار أموال الصندوق قبل غلق باب الاكتتاب في وثائقه، فيما عدا عوائد الإيداعات البنكية عن فترة من تاريخ بداية الاكتتاب حتى غلقه. ٤- الحصول له، أو لمديره، أو للعاملين لديه على كسب أو مزية من العمليات التي يجريها. ٥- أن تكون له مصلحة من أي نوع في الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره. ٦- أن يقترض من الغير في غير الغرض المنصوص عليه في

المادة رقم (١٥١) من هذه اللائحة. ٧- أن يشتري أسهما غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية في مصر، أو في الخارج أو مقيدة في بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية مماثلة للهيئة. ٨ - استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته ما لم يكن صندوق استثمار أسواق النقد. ٩- نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة، أو غير كاملة، أو حجب معلومات، أو بيانات هامة، ١٠- إجراء أو اختلاق عمليات بهدف زيادة عمولات السمسرة، أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب).

ويتضح لنا من المادة سالفة الذكر أن شركة الإدارة يحظر عليها ممارسة بعض الأعمال، والتي من أهمها:

١- يحظر عليها القيام بكافة الأعمال المحظور على صندوق الاستثمار القيام بها، كالعلاقات الخاصة بالمضاربة في العملات؛ حيث تتمتع هذه العمليات بمخاطر عالية في السوق المصرية، ويضاف إلى ذلك أن الشريحة الكبيرة من عملاء صندوق الاستثمار تتكون من فئة صغار المدخرين، التي ليس لها القدرة على أن تتحمل مدخراتها الصغيرة هذا النوع من المخاطر^(١).

٢- يحظر عليها الحصول لأحد العاملين لديها على أى مكسب أو مزية من العمليات التي يجريها، أو أن تكون له مصلحة من الشركات التي يتعامل مع أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره، وذلك حتى لا يؤدي ذلك لتعارض مصالح شركة الإدارة مع مصالح المدخرين.

٣- يحظر عليها استخدام أموال الصندوق في شراء أوراق مالية في شركات قابلة للإفلاس، أو تأسيس شركات جديدة.

(١) د . صلاح الدين شريط ، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص ٢٦٢.

٤- يحظر عليها نشر معلومات غير صحيحة، أو حجب معلومات، أو بيانات هامة.

أما في غير ما ورد في هذه المادة من قيود، فهو مطلق السلطات ابتداء من ضم الصكوك، ووضع السياسة الاستثمارية، ووقت التدخل بالبيع أو الشراء لمكونات المحافظة.

وتحتاج شركة الإدارة (مدير الاستثمار) في سبيل القيام بعملها إلى فريق عمل متخصص، يضم خبراء في أسواق الأسهم، والسندات، والعملات الرئيسية، والعقود الآجلة، وأدوات سوق النقد، وغيرها من الخبرات الفنية التي تتعلق بإدارة الأسواق.

ومن هذه الخبرات التي يجب أن تتوافر للعاملين بشركة الإدارة، خبير اقتصادي، متخصص في التخطيط الاستراتيجي، ومحلل في الأوراق المالية، وأسعار الفائدة، وحركة السوق، وخبير فني لإدارة شبكات وأجهزة الكمبيوتر، وشبكات الاتصال، وخبير في التسويق^(١).

ويجب على مدير الاستثمار البحث عن أفضل فرص الاستثمار بغرض إدارتها والقيام بكافة الإجراءات اللازمة لحفظ ممتلكات الصندوق، كما يقع على عاتقه شراء الأوراق المالية والسلع، ويحق له طلب قروضاً بنكية في الحدود المسموح بها لتمويل استثماراته، وفي جميع الأحوال يجب عليه إحاطة المستثمرين علماً بأية أمور جوهرية ومؤثرة على سير عمل الصندوق وأنشطته^(٢).

(١) د. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سابق، ص ٧٩ .

(2) I. Riassetto, Sociétés de gestion de portefeuille et dépositaires d'OPC, Revue de Droit bancaire et financier, N° 1, Janvier 2012, comm. 28, p. 5.

وقد وضع المشرع المصري للشركة الإدارة (مدير الاستثمار) معياراً عاماً، يحدد النطاق الذي تباشر فيه شركة الإدارة نشاطها إذ نصت المادة (١٦٩) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ - على أنه (يجب على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء، وعلى الأخص:

- ١- إجراء التصرفات على نحو يتصف بالشفافية والعدالة، بغية تحقيق مصالحهم، والمحافظة على تكامل السوق. ٢- التزود بما يلزم من موارد وإجراءات لتأمين ممارسة أفضل لنشاطه. ٣- التحري عن الموقف المالي للشركات المصدرة للأوراق التي يستثمر الصندوق أمواله فيها. ٤- تأمين منهج ملائم لإيصال المعلومات ذات الفائدة لحملة الوثائق. ٥- وضع القواعد اللازمة لتنظيم عمليات شراء وبيع موظفي مدير الاستثمار والعاملين لديه لوثائق الاستثمار الصادرة عن الصناديق التي يتولى إدارتها، وعلى أن يتم اعتماد هذه القواعد من الهيئة. ٦- الالتزام بكافة القواعد التي تحكم النشاط، وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما. ٧- يلتزم مدير الاستثمار بإبرام عقد إدارة مع شركة الصندوق، ويتم إخطار الهيئة بصورة من هذا العقد قبل تنفيذه، للتحقق من اتفاق أحكامه مع القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له، وعلى الهيئة إبلاغ الصندوق برأيها في العقد خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ الإخطار).

ويتضح لنا من نص المادة سالفة الذكر- أنه يلزم أن تتصرف تصرفات شركة الإدارة (مدير الاستثمار) بالشفافية، وأن تهدف إلى تحقيق مصالح الصندوق، وأن يتحرى عن الموقف المالي للشركات المصدرة للأوراق التي يستثمر فيها الصندوق،

كما يلتزم بأن يخطر هيئة سوق المال بأية عقود يبرمها مع شركة الصندوق، وأن يخطر الهيئة بصورة من هذا العقد.

فالمشرع المصري، كما ذهب جانب من الفقه^(١)، أوجب على شركة الإدارة أن تبذل في إدارتها لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص، وأن تعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء، بما في ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق، وتنوع أوجه الاستثمار، وتجنب المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين في الصندوق والمتعاملين معه.

فشركة الإدارة تعمل جاهدة لتحقيق هدفين: الأول هو تعظيم العائد على الاستثمار، الثاني: تقليل مخاطر الاستثمار في سوق المال، والأول يحتاج إلى مجهودات كبيرة لتحقيق عوائد المستثمرين وحملة الوثائق، أما الثاني فيهدف أيضا إلى الحفاظ على أموال المستثمرين من التآكل وقت الأزمات، وتراجع السوق لأي سبب من الأسباب، لأن صندوق الاستثمار ما هو إلا وكيل عن المستثمرين في إدارة أموالهم، والبحث عن أفضل الفرص الاستثمارية في السوق^(٢).

أما على الجانب الفرنسي، فقد نصت المادة (٣) من القانون الفرنسي صناديق الاستثمار الصادر عام ١٩٥٧^(٣) -على أن يتولى إدارة الصندوق شركة تعمل

(١) د . حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، مرجع سابق ، ص ٤١٠ .

(٢) د . صلاح الدين شريط ، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٥٨ .

(3) Loi n° 56-1327 du 29 décembre 1956 fonds d'investissement pour le développement économique et social

https://www.legifrance.gouv.fr/jo_pdf.do?id=JORFTEXT000000504194

لحساب الملاك المشتاعين، وتمثلهم أمام الغير في جميع الأعمال والتصرفات التي يكون من شأنها اكتساب الصندوق حقا، أو تحميله بالتزام).

وبناء على هذا النص تتمتع شركة الإدارة بحرية كبيرة في مباشرة عملها كوكيل عن الشركاء في الصندوق^(١)، ويجب الإشارة إلى أن هذا النص يسري على جميع أنواع صناديق الاستثمار سواء كانت العادية أم كانت ذات المشاركة العمالية.

وقد ذهب جانب من الفقه الفرنسي^(٢) إلى أن شركة الإدارة تلعب دوراً هاماً في إنجاح نشاط الصندوق، لذا يعد تدعيم سلطاتها شرطاً لتحقيق هذا النجاح، كما يذهب جانب آخر في الفقه الفرنسي^(٣) إلى أن شركة الإدارة تعد في مركز يفوق المركز الذي يشغله الوكيل؛ فشركة الإدارة تملك سلطة مباشرة في إدارة عمل الصندوق، دون تدخل من جانب الشركاء فيه، بل وذهب جانب آخر من الفقه الفرنسي^(٤) إلى أكثر من ذلك، حيث ذهب إلى أن شركة الإدارة تظهر بمظهر المالك الحقيقي لحافضة الصندوق.

إلا أنه وبعد صدور التوجيه الأوروبي حول صناديق الاستثمار البديل في ٢٠١١م وتطبيقه في فرنسا بواسطة التعليمات الصادرة بتاريخ

(1) Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières dans le Marché commun et en Suisse , thèse , Paris , 1974, p102 .

(2) Paul Cheminai, Des sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères, Thèses, Université de Paris Faculté de droit, Jouve, 1927, P 261 .

(3) Yves DURAND , le projet de loi adopté par L'assemblée nationale, Rélatif aux fonds communs de placement , senat no260 , seconde session ordinaire de 1978 – 1979, P.7.

(4) Paul Cheminai, Des sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères, op. cit, P 277 .

٢٠١٣/٧/٢٧ والتشريعات التنظيمية المكملة له تم إلزام الأشخاص الراغبين بمزاولة مهنة إدارة استثمار صناديق الاستثمار بالحصول على ترخيص خاص بذلك من سلطة الأسواق المالية وذلك بعد استيفائهم لكافة المتطلبات القانونية للترخيص^(١).

وقد أدخل التوجيه الأوروبي العديد من التعديلات على المركز القانوني لمديري الاستثمار من حيث شروط منحهم الرخصة اللازمة لمزاولة عملهم وآلية مزاولة عملهم له^(٢). حيث تم وضع معايير جديدة لاحتساب أتعابهم وألقيت العديد من الالتزامات على عاتقهم تعزيزاً لحماية المستثمرين، كما تم تقييد سلطتهم في إنابة غيرهم مزاولة أعمال الإدارة بدلاً عنهم، وتم كذلك استبعاد أي تنازع للمصالح بين مصالح الإدارة والمصلحة العامة للصندوق^(٣).

(١) لتفعيل أداء شركات إدارة صناديق الاستثمار قامت سلطة الأسواق المالية في عام ٢٠١٢ بعمل دليل إرشادي خاص بشركات الإدارة تضمن شرحاً عملياً لكافة التعديلات التي أوردتها التوجيه الأوروبي لعام ٢٠١١، وبين تأثير التوجيه على آلية مزاولة عملهم، راجع فى ذلك :

-M. Storck, Transposition de la directive AIFM ,op.cit , p 1 .

(2) P. E. Dupont, La directive AIFM sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatives, Revue de Droit bancaire et financier, N° 5, Septembre 2011, étude n° 29.

(3) Riassetto, L'obligation de due diligence du gestionnaire individuel de portefeuille dans la sélection des investissements, Revue de Droit bancaire et financier, N° 2, Mars 2013, comm. 72 , p. 2.

الفرع الثاني

سلطة شركة الإدارة في ممارسة حق التصويت

ويقصد بسلطة التصويت، في مجال صناديق الاستثمار، حق أصحاب الأسهم في عرض آرائهم في الجمعيات العمومية للشركات مصدرة الصكوك، ومن المعلوم أن شركة الإدارة تقوم بإدارة حافظة أوراق مالية لشركات أموال، وأن الغالبية العظمى من مكونات هذه الحافظة من الأسهم، وأن المساهمين أصحاب هذه الأسهم الذين يختارون مجلس الإدارة، ومن ثم القائمين على إدارة الشركة^(١).

وإذا كانت صناديق الاستثمار تمتلك مصالح كبيرة في الشركات التي تتكون حافظتها من أسهمها، وهي مصالح تفوق بكثير تلك المصالح التي يتمتع بها صغار المساهمين في نفس الشركات، لذا تعد سلبية صغار المساهمين في هذه الشركات أمراً متوقفاً إلا أنها ليست كذلك في مجال صناديق الاستثمار، حيث تقوم لديها مبررات قوية تدفعها إلى الدفاع عن مصالحها في الشركات التي تحوز أسهمها^(٢).

لذا وجب على صندوق الاستثمار، متى أراد، تجنب الخسائر في الشركات التي يحوز أسهمها بسبب سوء الإدارة- أن يتدخل لتصحيح مسارها، وذلك باستخدام حق

(١) د. خالد عبد السلام عبد الفتاح، إدارة صناديق الاستثمار والمسئولية الناتجة عنها، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس ٢٠١٢، ص ٢٦٨.

(2) Jean-Claude Faffa, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, Volume 5 of Connaissances économiques, Éditions Cujas, 1963, P 288 .

التصويت الذي يتمتع به داخل الجمعيات العمومية لهذه الشركات، وذلك للدفاع عن مصالح الشركاء في الصندوق، وعدم تعريض مدخراتهم في الصندوق للضياع^(١).

فتصدي صندوق الاستثمار لسوء الإدارة، والتدخل لتصحيحها، يعتبر واجبا معنويا تفرضه طبيعة نشاط الصندوق^(٢)؛ حيث يعد صندوق الاستثمار في هذه الحالة وسيطا بين المساهمين والشركات التي يحوز أسهمها، وتعد مسؤولية صندوق الاستثمار في هذه الحالة مسؤولية قانونية تفرض عليه العمل لمصلحة المساهمين ماليا، وحماية أموالهم^(٣).

ونصت المادة (١٦٩) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢-على أنه (يجوز لمدير الاستثمار تمثيل الصندوق في مجالس الإدارات والجمعيات العامة للشركات المصدرة للأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها، وممارسة حق الاكتتاب من عدمه عند زيادة رءوس أموال هذه الشركات لرأس مالها).

وبناء على هذا النص يجوز لشركة الإدارة (مدير الاستثمار) استخدام حق التصويت، سواء في مجال إدارة الشركات التي يحوز الصندوق أسهمها، أو في الجمعيات العمومية لهذه الشركات، ويكون المشرع المصري بذلك قد نص على حق شركة الإدارة في التصويت صراحة.

(1) Jean-Claude Faffa, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, op. cit, p 289 .

(2) op. cit, p 289

(3) Raymond L. Larcier, Introduction aux fonds de placement (investment trusts), Éditions de la Librairie encyclopédique, Indiana University, 1953, P 214 .

ولا شك أن هذا النص يعد أفضل من النص الموجود في اللائحة التنفيذية السابقة الخاصة بصناديق الاستثمار والتي ألغيت بصدور اللائحة الجديدة؛ حيث نصت المادة (١٦٧) من اللائحة التنفيذية السابقة على أنه (يجب أن يتضمن عقد إدارة الصندوق بصفة خاصة البيانات الآتية، تحديد من يمثل الصندوق في مجالس الإدارة والجمعيات، حق التصويت بما لا يتعارض مع مصالحهم العامة للشركات التي يستثمر الصندوق أمواله في شراء بعض أسهمها).

فهذه الصيغة لنص هذه المادة قد تفتح المجال إلى إمكانية حرمان شركة الإدارة من حق التصويت إذا لم تحدد في عقد إدارة الصندوق، وقد تؤدي إلى توزيع حق التصويت بين شركة الإدارة ومجلس إدارة الصندوق، بحيث يتضمن نظام الإدارة إسناد حقوق التصويت في مجال إدارة هذه الشركات لمجلس إدارة الصندوق، وإسناد حق التصويت في الجمعيات العمومية لهذه الشركات لشركة الإدارة^(١).

أما وفقا لنص اللائحة الجديدة سالفه الذكر، فالمشرع قد منح مدير الاستثمار (شركة الإدارة) صراحة الحق في التصويت.

ويرى جانب من الفقه^(٢) أنه يجوز لجماعة الشركاء إصدار التوجيهات لشركة الصندوق، أو لشركة الإدارة لمباشرة، حق التصويت بما لا يتعارض مع مصالحهم.

(١) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ٤٢١

(٢) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ٤٢١

أما على الجانب الفرنسي، فقد نصت المادة (٥) من قانون صناديق الاستثمار الصادر عام ١٩٥٧ على أن (تضع شركة الإدارة بالاتفاق مع أمين الاستثمار نظام الإدارة).

ويذهب جانب من الفقه إلى أنه من المتصور اشتغال هذا النظام على نصوص تتعلق بكيفية رقابة أمين الاستثمار أو الشركاء، على شركة الإدارة في مباشرتها لحقوق التصويت.

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار ذات المشاركة العمالية الخاضعة للقانون الصادر عام ١٩٦٨، فقد نصت المادة (١٤) على أنه (يجوز تكوين لجنة رقابة، تمثل العاملين في الدفاع عن مصالحهم في الشركات التي يحوز الصندوق أسهمها عن طريق وكيل أو أكثر تعينه اللجنة لمباشرة حق التصويت في هذه الشركات).

ويعد هذا النص استثناء على القاعدة العامة، الذي بموجبه تتمتع شركة الإدارة بسلطة التصويت^(١)، ويجد هذا الاستثناء تبريره في أن العاملين الذين يختارون ممثلهم في الرقابة يعرف بعضهم البعض، ومن ثم يمكنهم أن يكونوا معاً مجموعة تقوم على التجانس ومن ثم يمكنهم اتخاذ قرارات تساعد على الدفاع عن مصالحهم في الشركات التي يحوز الصندوق أسهمها، لذا منح المشرع الفرنسي للجنة الرقابة المنصوص عليها في المادة سالفة الذكر سلطة الحق في التصويت في هذه الشركات، وذلك من أجل تمكينهم من الدفاع عن مصالحهم^(٢).

(1) Marie-José Orsini, Les formes collectives de l'épargne, op.cit, p11.

(2) Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit , P 105 .

الفرع الثالث

سلطة تمثيل الصندوق أمام الغير

لم ينص قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على نصوص تشير إلى قيام شركة الإدارة بتمثيل المساهمين في الصندوق أمام الغير، وبالرجوع إلى القواعد العامة المتعلقة بهذا الشأن نجد أن شركة الإدارة مفوضة في إدارة حافظة الأوراق المالية فقط، ولا تتعداها لتمثيل أصحاب رعوس الأموال، إلا إذا نص على ذلك في العقد المبرم بين شركة الإدارة ومجلس إدارة الصندوق، وعلى ذلك فأصحاب حافظة الصندوق هم من يمثلونها أمام الغير، وهو ما يعتبر نيابة ناقصة^(١).

لذا فإننا نرى مع جانب من الفقه^(٢) أن شركة الإدارة لا تتمتع بسلطة تمثيل صندوق الاستثمار تجاه الغير، وإنما يتمتع بها أمين الاستثمار، وذلك باعتباره صاحب الملكية القانونية لأموال الصندوق، فهو الشخص الذي يتمتع بسلطة الإدارة المادية للصكوك.

أما على الجانب الفرنسي فنجد أن شركة الإدارة يحق لها تمثيل الصندوق أمام الغير، حيث نصت المادة (٣) من قانون صناديق الاستثمار الفرنسي الصادر في ١٩٥٧-على أن (تتولى شركة الإدارة تمثيل أصحاب الحصص أمام الغير)، كما نصت المادة (٦) من مشروع القانون رقم ٣٧٩ لسنة ١٩٧٨ على أن (تتولى شركة الإدارة تمثيل الملاك المشتاعين أمام القضاء والغير بالنسبة لجميع الأعمال المرتبطة بالصكوك

(١) د. سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، دار النهضة العربية، ١٩٨٢، ص ١٠٤.

(2) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, Volume 7 of Bibliothèque de droit privé, Libr. Génér. de droit et de jurisprudence, 1958, P 236 .

التي تتكون منها حافظة الصندوق، والتي يكون من شأنها اكتساب الغير حق أو تحميله بالتزام).

الفرع الرابع

حق أعضاء شركة الإدارة في المكافأة

لم يعد عمل شركة الإدارة عملا من أعمال المجاملة كما كان في الماضي عند بداية ظهور صناديق الاستثمار، حيث كان يتولى إدارة الصندوق أحد الأقارب، أو المعارف، أو الأصدقاء، وقت ما كان عدد الشركاء قليلا ورأس مال الصندوق متواضعا، وتكاليف الإدارة لا تذكر^(١).

حيث أصبحت شركة الإدارة الآن تعد تاجرا فنيا محترفا، ومن ثم فإن أهم حقوقها هو الحصول على أجر مقابل إدارة الحافظة^(٢)، ونصت المادة (١٦٩) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أنه (يجب أن يتضمن عقد إدارة الصندوق بصفة خاصة البيانات الآتية: أ- حقوق والتزامات طرفي العقد. ب - مقابل الإدارة الذي يتقاضاه مدير الاستثمار).

وبذلك يكون المشرع المصري قد أوجب اشتغال عقد الإدارة الذي يبرمه مجلس إدارة الصندوق مع شركة الإدارة -على بيان مقابل الإدارة الذي يتقاضاه مدير الاستثمار (شركة الإدارة).

(1) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op.c it , P 237.

(٢) د. هاني محمد دويدار، العقود التجارية والعمليات المصرفية، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، ٢٠٠٨، ص ٣٥.

وحرص المشرع أيضا على تقرير حق شركة الإدارة في مكافأة، أو مقابل للإدارة يضمن لشركة الإدارة تحقيق أرباح ضخمة، لاسيما مع تعاظم رءوس أموال صناديق الاستثمار وحجم استثماراتها، إذ غالبا ما تحدد هذه المكافأة أو المقابل بنسبة مئوية من حجم هذه الاستثمارات^(١).

ويرى جانب من الفقه^(٢) أنه يشترط لاستحقاق شركة الإدارة لمكافأة، أو مقابل الإدارة، أن تكون شركة الإدارة قد قامت بتنفيذ التزاماتها بشأن إدارة الصندوق تنفيذاً صحيحاً موافقاً للقانون، وألا تكون قد أخلت بواجباتها، أو تجاوزت سلطاتها، باعتبارها وكيلة عن الصندوق في مباشرة نشاطه، لاسيما وأن تجاوز الوكيل لسلطاته يستتبع تعطيل أحكام الوكالة.

أما على الجانب الفرنسي، فقد نصت المادة (٣) من قانون صناديق الاستثمار الصادر عام ١٩٥٧، على أن (تحدد المكافآت التي يجوز دفعها إلى شركة الإدارة في نظام إدارة الصندوق، وتحديد سلطة الإشراف، ويتولى المجلس الوطني للانتماء تحديد شروط هذه المكافآت).

وبذلك يكون المشرع الفرنسي قد حدد الجهة المسئولة عن تحديد المقابل الذي تتقاضاه شركة الإدارة، وهي المجلس الوطني للانتماء، وكذلك فهي المسئولة عن تحديد شروط تقاضي هذا المقابل.

(١) د. حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، مرجع سابق ، ص ٤٢٥ .

(٢) راجع في ذلك :

- د. حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، مرجع سابق ، ص ٤٢٥ .

- د. عبد الباسط جميعي ، الوكالة الظاهرة، مجلة العلوم القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، العدد الثاني، السنة الخامسة، ١٩٦٢، ص ٢٧٦ .

فالقانون الفرنسي لم يتضمن نصاً آخر يجعل الشركاء في صندوق الاستثمار مسؤولين عن المكافآت المستحقة لشركة الإدارة، مما يعنى وجوب اقتطاعها من أموال الصندوق قبل توزيع الأرباح على الشركاء^(١).

المطلب الثاني

مسئولية شركة الإدارة

شركة الإدارة هي التي تختص دون غيرها بإدارة صندوق الاستثمار، دون اشتراك المساهمين في الإدارة، ونظرا لأهمية هذا الأمر وخطورته فقد حرصت القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار على فرض مسؤوليات على شركة الإدارة التي تقوم بإدارة صندوق الاستثمار وذلك لحماية رأس المال المدخر، وما فيه من عبث القائمين على إدارته.

وبالنظر إلى دور شركة الإدارة في إدارة صندوق الاستثمار، والسلطات الممنوحة لها، والالتزامات التي تقع على عاتقها، والتي يكون من شأنها تكريس وقتها وجهدها لإدارة الصندوق، واستخدام حق التصويت في إطار مصلحة الشركاء، حيث يعد هذا الأمر التزاما على شركة الإدارة بأن يكون نشاطها موجها لحساب الشركاء في الصندوق، وأن ينحصر في نطاق مصلحتهم^(٢)، فإن ذلك الأمر يجعل من مسؤولية شركة الإدارة تجاه الشركاء مسؤولية تشبه مسؤولية مديري الثروة^(٣).

(١) د. حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والمقارن ، مرجع سابق ، ص ٤٢٣ .

(2) Muiler (m),L' epergne des menages et la certificate d'investissement trast en suisse, Thèse, paris, 1964, p 243.

(3) Olivier Senard,Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit , p 108.

ووفقا لقواعد مسئولية مديري الثروة، يعتبر التزام شركة الإدارة بإدارة صندوق الاستثمار التزاما ببذل عناية، أو التزاما بوسيلة، تتمثل في إدارة حافظة الأوراق المالية الخاصة بالصندوق، وفقا لمبدأ توزيع المخاطر، لتحقيق عائد آمن ومستقر^(١).

ويذهب جانب من الفقه^(٢) إلى أنه لا يمكن اعتبار التزام شركة الإدارة بإدارة الصندوق التزاما بنتيجة، بل يعتبر التزاما ببذل عناية، أو التزاما بوسيلة، ويرجع ذلك إلى اعتبارات خارجية، كالحالة الاقتصادية في الدولة، وعوامل العرض والطلب المحيطة بالأوراق المالية المكونة للصندوق، ومدى الرواج الذي تحققه الأوراق المالية.

ويتضح لنا من ذلك، أن مسئولية شركة الإدارة تقوم على مبدأ محدد، وهو إدارة الصندوق، دون تحملها المسئولية عن الخسائر، حتى ولو نتجت هذه الخسائر عن طريق خطأ في الإدارة، مادام قامت بالأعمال اللازمة لإدارة الصندوق، وفقا للقواعد المحددة في القانون ونظام الإدارة.

ونصت المادة (١٦٩) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ - بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه (يجب على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء).

(1) op.cit , p 108.

(2) Muiler (m), L' epergne des menages et la certificate d'investissement trast en, op. cit , p 244 .

فإذا كان مدير الاستثمار يتمتع باستقلالية تامة في إدارة صندوق الاستثمار فإنه يتحمل بالتالي ما قد ينشأ عن أعماله المستقلة من مسؤولية^(١)

إلا أننا نرى أن معيار الرجل الحريص، والذي اعتمد عليه المشرع المصري، يجعل شركة الإدارة مسئولة مسئولية كاملة عن الخسائر، متى كان هذا الخطأ عمدياً، أو إذا كان هذا الخطأ يعد خروجاً على القواعد والسلطات المحددة لشركة الإدارة في القانون المنظم لصناديق الاستثمار، أو نظام الإدارة المتفق عليه مع مجلس إدارة الصندوق، حيث تتشابه مسئولية شركة الإدارة هنا بمسئولية مجلس الإدارة في الشركات المساهمة.

(١) د. أحمد قاسم فرح ، صناديق الاستثمار الجماعي العقاري الإسلامي ، مجلة جامعة الشارقة، المجلد ١٢ ، العدد ٢، ديسمبر ٢٠١٥، ص ٢١٥.

المبحث الثالث

أمين الاستثمار وإدارة صناديق الاستثمار

كان للتوجيه الأوروبي الخاص بصناديق الاستثمار والتشريعات الفرنسية الخاصة بتطبيقه أثراً مباشراً في تحديد المركز القانوني لأمين الاستثمار وضبط آلية عمله ونطاق مسؤوليته في إطار حفظه استثمارات الصناديق^(١).

وذهب جانب من الفقه^(٢) إلى أن صناديق يمثلها أمين الاستثمار الذي تثبت له الملكية القانونية لأموال الصندوق، ومن ثم تكون له السيطرة على إدارته دون مزاحمة الشركاء

وأمين الاستثمار هو البنك المودع لديه الأموال الخاصة بصندوق الاستثمار، وهو يعد طرفاً رئيساً في صندوق الاستثمار إلى جانب الإدارة والشركاء، وهو يحوز أموال الصندوق حيازة مادية وقانونية، ويتولى تنفيذ تعليمات وأوامر شركة الإدارة بشأن إدارة هذه الأموال، كما يتولى الرقابة على أعمال هذه الشركة، للتحقق من

(1) R. Durand, La directive AIFM et son impact sur les fonds de private equity, Revue de Droit bancaire et financier, N° 3, Mai 2014, étude 12, p.1.

(2) David Berkeley Parker Anthony R. Mellows, Modern Law of Trusts, Edition 3, Sweet and Maxwell, 1975, p6

موافقتها لأحكام القانون ونظام الإدارة^(١)، ولا يتوقف وجود أمين الاستثمار على اختيار شركة الإدارة، بل أصبح يتعين عليها تعيينه عند إنشاء الصندوق.

ولم ينص المشرع المصري على نظام أمين الاستثمار، واكتفى بما أوجبه على مجلس إدارة الصندوق وشركة الإدارة من إيداع أموال الصندوق لدى أحد البنوك الخاضعة لرقابة البنك المركزي المصري، حيث نصت المادة (٣٨) من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أن (يحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أموالاً فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي، على ألا يكون هذا البنك مالكا، أو مساهما في الشركة المالكة للصندوق، أو الشركة التي تتولي إدارة نشاطه، وعلى أن يقدم الصندوق إلى الهيئة بيانا عن تلك الأوراق معتمداً من البنك على النموذج الذي يضعه مجلس إدارة الهيئة).

وقد حرصت القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار على بيان الوظائف التي يلعبها أمين الاستثمار في إدارة صندوق الاستثمار، وبيان سلطاته وحقوقه، ويمكننا أن نتناول ذلك الأمر من خلال التقسيم الآتي:

المطلب الأول : حيازة أموال الصندوق بغرض حفظها .

المطلب الثاني : الإدارة المادية لأموال صندوق الاستثمار .

المطلب الثالث : الرقابة على أعمال شركة الإدارة .

المطلب الرابع : الدفاع عن مصالح المساهمين في صندوق الاستثمار. المطلب

الخامس : حقوق أمين الاستثمار في المكافأة .

(١) د. حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والمقارن ، مرجع سابق ، ص ٤٤٠.

المطلب الأول

حيازة أموال الصندوق بغرض حفظها

نصت الفقرة (٣) من الفقرة (٢٤) من المادة (٢١٤) من القانون النقدي والمالي الفرنسي على أنه (يتولى مهمة حفظ أموال واستثمارات صناديق الاستثمار أمناء استثمار مستقلون في أدايم عملهم عن مديري الاستثمار)، ونصت كذلك ذات المادة على أن (يلتزم أمناء الاستثمار بأداء عملهم بنزاهة تامة وبمهنية عالية بما يُحقق المصلحة المثلى لمساهمي ومشتري الصندوق).

وتتمثل الوظيفة الأولى لأمين الاستثمار في حفظ أموال صندوق الاستثمار، وهي وظيفة أسندت، في بداية ظهور صناديق الاستثمار، إلى شخص يعرف (بالحارس الأمين)، وهو نوع من البنوك التي كانت تقتصر وظيفتها على حراسة الأموال المودعة لديها وحفظها على سبيل الأمانة، دون أن تضطلع بإدارتها المادية^(١)، ثم تطور الأمر وأصبحت هذه البنوك ليست بنوك ودائع، بل تجاوز ذلك إلى تمتعها بسلطة الإدارة المادية لهذه الأموال، وإن كانت تباشر هذه السلطة وفقا لتوجيهات شركة الإدارة^(٢).

(1) Harith Suleiman Faruqi, Faruqi's law dictionary , English Arabic , Edition, 2nd revised ed , Published, Beirut , Librairie du Liban 1970,P 189.

(2) Muiler (m), L' epergne des menages et la certificate d'investissement trast en, op. cit , p 169.

وتقوم هذه القاعدة على مبدأ يتأسس على أساس أن تكون الأموال الخاصة بالصندوق بعيدة عن يد شركة الإدارة، وذلك حماية لها من عبث المديرين^(١).

لذا وجب إسناد مهمة حفظ الأموال الخاصة بالصندوق إلى شخص مستقل عن شركة الإدارة، ليكون أميناً عليها، وهذا الشخص هو أمين الاستثمار، وهو يعد طرفاً أساسياً في الصندوق.

ولقد ذكرنا أن قانون سوق المال المصري ٩٥ لسنة ١٩٩٢، لم يأخذ بنظام أمين الاستثمار، إلا أنه وضع شرطاً على مدير الاستثمار في المادة (١٦١) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وهو حفظ الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى أمين حفظ.

وأمين الحفظ، وفقاً لهذه المادة، قد يكون بنكاً أو شركة مرخصاً لها بممارسة هذا النشاط، حيث نصت المادة سالفه الذكر على أن يحتفظ مدير الاستثمار بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى إحدى شركات أمناء الحفظ من البنوك، أو الشركات المرخص لها بممارسة هذا النشاط، على ألا يكون أمين الحفظ مساهماً في الصندوق، أو مدير الاستثمار، أو أي من الشركات المرتبطة بهما وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة، وعلى أمين الحفظ أن يقدم للهيئة بياناً دورياً عن هذه الأوراق المالية).

وعلى الرغم من أن هذه المادة قد أوجبت على شركة الإدارة إيداع أموال الصندوق لدى أحد البنوك، أو الشركة المرخص لها بالعمل المصرفي بعيداً عن أيدي

(١) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والمقارن، مرجع سابق، ص ٤٤١.

شركة الصندوق، أو شركة الإدارة، إلا أنها لم تعترف للبنك المودع لديه بالسلطات المقررة لأمناء الاستثمار.

أما على الجانب الفرنسي، فبالرغم من نص القانون الفرنسي على ضرورة الاحتفاظ بهذه الأموال لدى بنك يسمي بالبنك المودع لديه، إلا أن القانون الفرنسي لم ينص على قواعد محددة تبين مدى التزام البنك بقيد أموال الصندوق في حساب مستقل، ولعل ما يفسر ذلك- كما ذهب جانب من الفقه^(١)- هو الصعوبة التي تثور بشأن قيد أموال الصندوق في دفاتر البنك المودع لديه، إذ لا يجوز قيدها باسم شركة الإدارة أو باسم البنك المودع لديه نفسه كأمين استثمار، لأن ملكيتها لا تثبت لأى منهما، وإنما تثبت لجميع المساهمين المشتاعين، كما أنه لا يجوز قيدها في دفاتر البنك باسم هؤلاء المساهمين، لأن كلا منهم يتمتع بحق الانسحاب من الصندوق في كل وقت، مما يقتضي تغيير القيد، لاسيما مع كثرة المساهمين، وهو أمر متعذر عملا.

المطلب الثاني

الإدارة المادية لأموال صندوق الاستثمار

حفظ أموال واستثمارات صندوق الاستثمار يتم بحيازتها المادية من قبل الأمين أو إيداعها في حساب خاص تابع له^(٢).

(1) - Faouzi Rassi, "Investment trusts": gestion et fiscalité, Volume 3 of (Bibliothèque de science financière), Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1964, Digitized 25 Jun 2009. p 98 .

- Jean Degand, Les sociétés d'investissement mobilières et immobilières: Les S.I.C.A.V, Dunod, 1969, Digitized 10 Oct 2006, p112.

(2) I. Riasseto, OPCI Islamiques, préc, op.cit p60.

ولا يقتصر دور أمين الاستثمار على حفظ أموال الصندوق أو دراستها، وإنما يتجاوز ذلك إلى إدارة حافظة الصندوق من الأوراق المالية وفقا لتوجيهات شركة الإدارة^(١)، كما يتولى أيضا الإدارة المالية لأموال الصندوق، مثال ذلك تقديم الخدمات المصرفية لصندوق الاستثمار، وتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بينه وبين الشركاء، أو بينه وبين الغير^(٢).

وتنص القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار على السلطات المعترف بها لأمين الاستثمار للنهوض بهذه الوظيفة، وكيفية مباشرته لها، إلا أنها تختلف فيما بينها في بيان هذه السلطات.

وعلى الرغم من أن المشرع المصري لم ينص على نظام أمين الاستثمار، إلا أنه كما أشرنا أوجب إيداع أموال صندوق الاستثمار لدى أحد البنوك الخاضعة لرقابة البنك المركزي المصري، ويلتزم البنك المودع لديه بتنفيذ تعليمات المودع بشأن حركة الوديعة النقدية، وذلك تطبيقا للقواعد العامة.

ونذهب مع جانب من الفقه^(٣) إلى أنه لا يوجد في القانون نصوص توضح ما إذا كانت الإدارة المادية لأموال صندوق الاستثمار تتم بناءً على أوامر شركة الصندوق، أو شركة الإدارة (مدير الاستثمار)، يضاف إلى ذلك أن القانون لم يبين الأعمال التي يقوم

(1) Christian De Wulf, The Trust and Corresponding Institutions in the Civil Law, Centre Interuniversitaire de Droit Comparé Établissements Émile Bruylant, 1965, P 183 .

(2) Marie-José Orsini ,Les formes collectives de l'épargne, thèse, op.cit, P14.

(٣) د. علي جمال الدين عوض ، عمليات البنوك من الوجهة القانونية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، الطبعة الثالثة ، ٢٠٠٠ ، ص ٤٠٥ .

بها البنك المودع لديه من تلقاء نفسه لحساب الصندوق، والأعمال التي يجب حصوله بشأنها على تعليمات من شركة الصندوق أو شركة الإدارة، لأن هذه المسائل تعد محل خلاف في مصر.

أما على الجانب الفرنسي، فقد نصت المادة (٤) من قانون صناديق الاستثمار الصادر عام ١٩٥٧، على أن (يتلقى البنك المودع لديه الاكتتابات في الشهادات الصادرة من صندوق الاستثمار، ويلتزم بتسليم هذه الشهادات للمكتتبين، وإعادة شرائها من الشركاء الراغبين في الانسحاب من الصندوق ويلتزم أيضا البنك المودع لديه بتنفيذ أوامر شركة الإدارة ببيع وشراء الأوراق المالية المكونة لحافضة الصندوق ومباشرة الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركات بمناسبة زيادة رأس المال).

ويجب الإشارة إلى أن قيام البنك المودع لديه بالإدارة المادية لأموال الصندوق يوفر ضماناً هاماً للمساهمين في الصندوق، لأنه يبعتها من الناحية المادية، عن أيدي مديري شركة الإدارة، ويحصر عن يد شركة الإدارة، بحيث يحصر وظيفة شركة الإدارة في اتخاذ القرارات الفنية المتعلقة باستثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية.

لذا نوصى المشرع المصري بأن يسلك مسلك المشرع الفرنسي، وذلك بإجراء تعديل تشريعي على قانون سوق رأس المال المصري ٩٢ لسنة ١٩٩٥ ولائحته التنفيذية، يجعل فيه الإدارة المادية لأموال صندوق الاستثمار للبنك المودع لديه الاكتتابات، وذلك لتوفير مزيد من الحماية للمساهمين في الصندوق.

المطلب الثالث

الرقابة على أعمال شركة الإدارة

نصت النقطة (٨) من الفقرة (٢٤) من المادة (٢١٤) من القانون النقدي والمالي الفرنسي^(١)، على أن (أمين الاستثمار مكلف كقاعدة عامة بتنفيذ تعليمات مدير الاستثمار، وله الحق في مراقبة مدى توافق قرارات مدير الاستثمار مع القوانين والتعليمات النافذة ومع عقد تأسيس الصندوق ونشرة إصداره). لذا ذهب جانب من الفقه^(٢) إلى أنه من حق أمين الاستثمار الامتناع عن تنفيذ أي قرار مخالف لعقد تأسيس صندوق الاستثمار ونشرة إصدار.

فأمين الاستثمار يمارس نوعاً من الرقابة على الأعمال التي تقوم بها شركة الإدارة، وهذه الرقابة تتعلق بتنفيذ قرارات شركة الإدارة وتعد هذه الرقابة ضماناً لاحترام الأحكام الخاصة بصناديق الاستثمار، سواء كانت اللائحة التنفيذية، ونظام الإدارة، وأي قرارات تصدر من سلطة الإشراف حماية لأموال الصندوق، وحفظاً لحقوق المساهمين في الصندوق، فرقابة أمين الاستثمار على أعمال شركة الإدارة تعتبر أداة جوهرية لتحقيق الأمن لأموال المساهمين في صندوق الاستثمار^(٣).

(1) Code monétaire et financier, Version consolidée au 1 juillet 2017:

http://www.ejoint.com/doc/17_01/GAkk0eOo13M_CMF2017.pdf

(2) I. Riassetto, Dépositaires d'OPCVM, Revue de Droit bancaire et financier, N° 4, Juill 2009, com. 143, p.3.

(3) Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit , P 108 .

وتعد رقابة أمين الاستثمار رقابة مؤثرة وفعالة، ويرجع ذلك إلى أن هذه الرقابة تعد رقابة مستمرة وداخلية، يباشرها أمين الاستثمار على شركة الإدارة باعتباره طرفاً رئيساً في الصندوق^(١)، هذا من جانب، ومن جانب آخر تؤكد هذه الرقابة على سلامة تكوين حافظة الصندوق من الأوراق المالية، والوقوف على قيمتها الحقيقية التي تتخذ أساساً لتحديد قيمة الصكوك الممثلة لحصص المساهمين في صندوق الاستثمار^(٢).

ويجب الإشارة إلى أنه يُمتنع على أمين الاستثمار إنابة غيره في أداء مهامه الرقابية، فالإنابة تكون صحيحة وفقاً لنص الفقرة (٨) من الفقرة (٢٤) من المادة (٢١٤) من القانون النقدي والمالي (في حدود الحفظ المادي لأموال واستثمارات الصندوق، ويكون الأمين مسؤولاً عن تنفيذ النائب لالتزاماته القانونية والاتفاقية).

ولم ينص المشرع المصري في قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على تنظيم سلطات أمين الاستثمار، كما أشرنا من قبل، ومن ثم لم يمنح البنك الذي تودع فيه أموال الصندوق أية سلطات تجعل له رقابة على أعمال شركة الإدارة، وبذلك فلم يوجد رقابة على مجلس إدارة الصندوق وشركة الإدارة، إلا الرقابة المنصوص عليها في نص المادة (١٦٤) من قرار وزير الاستثمار ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والتي تنص على أن (للهيئة الإشراف على نشاط الصندوق، والاطلاع، وطلب البيانات، والمستندات، وغيرها من المعلومات

(١) د. حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، مرجع سابق ، ص ٤٥٦ .

(2) Muller (M) L'epargne des menes et le certificat d'investissement trust en Suisse , op.cit , P 172.

اللازمة للتحقق من التزام الصندوق بأحكام القانون، ولائحته، والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما).

ويجب على كل من مجلس إدارة الصندوق والمراقب الداخلي لمدير الاستثمار- موافاة الهيئة بتقارير نصف سنوية عن نشاط الصندوق، ونتائج أعماله على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي للصندوق، وأن تكون معتمدة من مراقبي حسابات الصندوق).

وبذلك يكون المشرع المصري بعدم النص على نظام أمين الاستثمار، في قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢- قد فوت على المتعاملين في نظام صناديق الاستثمار، الانتفاع بالمزايا التي تترتب على الأخذ بنظام أمين الاستثمار، ومما جعل المشرع المصري يتوسع في سلطات الرقابة الممنوحة لهيئة سوق المال، وهي نوع من الرقابة لا يتميز بالفعالية التي تحققها رقابة أمين الاستثمار.

لذا نناشد المشرع المصري بالتدخل بالتعديل على قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الباب الخاص بصناديق الاستثمار ولائحته التنفيذية، والنص على وجود أمين الاستثمار، وذلك لم يحققه وجود أمين الاستثمار من مزايا على الجانب الفني، والعملية، والرقابي. تجعله أداة جوهرية لتحقيق الأمن لأموال المساهمين في صندوق الاستثمار.

المطلب الرابع

الدفاع عن مصالح المساهمين في صندوق الاستثمار

تعترف بعض القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار لأمين الاستثمار بالحق في استخدام عدة وسائل للدفاع عن مصالح المساهمين في صندوق الاستثمار، مثال ذلك

حق أمين الاستثمار في التصويت، وحقه في تغيير شركة الإدارة، أو تمثيل المساهمين في صندوق الاستثمار أمام القضاء.

ومن أمثلة هذه القوانين، القانون الأنجلو أمريكي حيث يباشر فيها أمين الاستثمار سلطة التصويت، وذلك باعتباره أميناً تثبت له صيغة المالك القانوني لهذه الحقوق^(١)، كما يتمتع أمين الاستثمار بسلطة تغيير شركة الإدارة، حيث جرى العمل في القانون الأنجلو أمريكي على اشمال العقود المنشأة لصناديق الاستثمار على نص يسند سلطة تغيير شركة الإدارة إلى أمين الاستثمار متى اقتضت مصلحة المساهمين في صندوق الاستثمار ذلك^(٢).

المطلب الخامس

حقوق أمين الاستثمار في المكافأة

مع تطور تجربة صناديق الاستثمار ووصولها إلى هذه المكانة التي تحتلها الآن، ومع تعاظم الأموال المستثمرة- لم يعد عمل أمين الاستثمار عملاً مجانيًا، حيث اعترفت غالبية القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار بحق أمين الاستثمار في الحصول على مكافأة نظير عمله الذي يبذله لحساب الصندوق^(٣).

(1) Christian De Wulf, The Trust and Corresponding Institutions in the Civil Law ,op.cit, P 183.

(2)Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit,P 133.

(3) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op.cit , P 237.

وإذا كان القانون المصري لم ينص على الأخذ بنظام أمين الاستثمار واكتفى بحفظ أموال الصندوق لدى بنك أو شركة مرخص لها بالعمل في المجال المصرفي، فلا يثور الحديث عن مكافأة أمين الاستثمار، وإنما يثور التساؤل حول أجر البنك أو الشركة المودع لديه عن الخدمات التي يودعها للصندوق، بمناسبة الإدارة المادية لحافضة الأوراق المالية، وهي مسألة تخضع للقواعد العامة في القانون المنظمة للعمليات المصرفية^(١).

أما على الجانب الفرنسي، فيستحق أمين الاستثمار مكافأة يحددها نظام الإدارة^(٢)، وهي مكافأة تغطي جميع مصاريف الإدارة، بما فيها أجر البنك المودع لديه.

(١) د. حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، مرجع سابق ، ص ١٤٨ ، ١٤٩

(2) Georges Ripert, René Roblot ,Traité élémentaire de droit commercial, Volume 1, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1980, P 821 .

الفصل الثاني

الإدارة المالية لصناديق الاستثمار

ترتبط عملية إدارة صناديق الاستثمار بالسياسية المالية التي تضعها شركة الإدارة التي تدير صندوق الاستثمار، حيث تختلف عملية إدارة الصناديق من شركة إدارة (مدير استثمار) لأخرى وفقاً للسياسة الاستثمارية للصندوق، وعادة تقوم شركة إدارة الصندوق بالاتفاق على السياسة المقبولة الممكن تنفيذها لتحقيق أهداف الصندوق وأهداف جمهور العملاء.

فالسياسة الاستثمارية تتسم بالتحفظ تجاه المخاطر الاستثمارية، ومخاطر تقلبات الأسعار، والسوق بوجه عام للحصول على دخل منتظم في المدى الطويل، وهذا سوف ينعكس بلا شك على أسلوب إدارة الصناديق، أما إذا كانت السياسة المتبعة تهدف إلى تحقيق ربح رأسمالي من فروق أسعار بيع وشراء الأسهم نتيجة تقلبات الأسعار فإن ذلك يحمل في طياته قدرًا عاليًا من المخاطر، وبالطبع فإنه ينعكس على أسلوب إدارة الصناديق، وهناك الكثير من المستثمرين الذين يرغبون في هذا النوع من لمخاطر لتحقيق عوائد مرتفعة عن العوائد التي تحققها كافة أنواع الاستثمارات الموجودة بالسوق^(١).

وسوف نتعرض في هذا الفصل لسياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار، وهي تنقسم إلى قسمين: سياسة استثمارية تقوم على الجانب الفني، وسياسة استثمارية تقوم على الجانب المالي، وسوف نتعرض لهذا الأمر من خلال التقسيم الآتي: -

المبحث الأول: الإدارة الفنية لصناديق الاستثمار.

المبحث الثاني: إدارة النشاط المالي لصناديق الاستثمار.

(١) د. منير إبراهيم هندی، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٩١.

المبحث الأول

الإدارة الفنية لصناديق الاستثمار

تقوم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار المتعلقة بالجانب الفني على ثلاثة أمور هامة، الأول: الغرض من صندوق الاستثمار، الثاني: توزيع مخاطر صندوق الاستثمار، الثالث إدارة أموال صندوق الاستثمار.

حيث قد تضع صناديق استثمار سياسية استثمارية نشطة مؤداها إجراء تغييرات مستمرة في مكونات التشكيلة، سعياً وراء استغلال فرص وجود أوراق مالية تباع بسعر أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية، وعلى النقيض من ذلك قد تفضل بعض الصناديق الأخرى البعد عن ذلك، خشية أن يترتب على عمليات البيع والشراء تغيير في السمات المميزة لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق، بشكل قد لا يناسب المستثمرين فيه.

ويمكننا توضيح ذلك من خلال التقسيم الآتي:-

المطلب الأول : تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية.

المطلب الثاني : قواعد إدارة أموال صندوق الاستثمار.

المطلب الأول

تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية

ينشأ صندوق الاستثمار بغرض تكوين وإدارة حافظة أوراق مالية وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر^(١)، وتوضيح ذلك الأمر يستلزم تقسيم هذا المطلب ثلاثة فروع هم:-

الفرع الأول : التقييد بالهدف الأساسي من إنشاء صندوق الاستثمار.

الفرع الثاني : تكوين حوافظ الأوراق المالية .

الفرع الثالث : إدارة حوافظ الأوراق المالية .

الفرع الأول

التقييد بالهدف الأساسي من إنشاء صندوق الاستثمار

يعد الغرض الأساسي الذي تنشأ من أجله صناديق الاستثمار هو تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية، إذ تعد هي المصلحة الأساسية التي يهدف الشركاء في الصندوق إلى الوصول إليها، وتحقيق عائد متزن ومستقر من خلالها، لذا لا يجوز لشركة إدارة صندوق الاستثمار أن تتجاوز هذا الغرض^(٢).

وتكشف تجارب صناديق الاستثمار في كثير من الدول كالولايات المتحدة الأمريكية، عن أن عدم التزام مدير الصندوق بالغرض المحدد للصندوق أدى إلى فضائح وخسائر مالية باهظة للصندوق؛ حيث ارتكب مديرو بعض الصناديق كثيراً من

(١) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ٤٨٠.

(2) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op.cit , p 93.

التجاوزات المالية، والتي تمثل تجاوزًا للغرض من إنشاء الصندوق، مما عرضه للكثير من المخاطر التي ما كانت لتحدث لو تم التقييد بالغرض من إنشاء الصندوق^(١).

وبناء عليه، فإن الغرض من إنشاء صناديق الاستثمار إذن هو تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية، وذهب جانب من الفقه^(٢) إلى توضيح هذا الغرض من صناديق الاستثمار، بالقول بأنه: هو تكوين الحافظة، حيث تقوم شركة إدارة الصندوق بجمع الصكوك وتحليلها بصفقتها خبير محترف، ثم إدارة هذه الصكوك بتحريكها أو الإبقاء عليها، بيعًا أو شراءً وفقًا لظروف السوق، بالإضافة إلى متابعة الحافظة بقياس أدائها من وقت لآخر، مستخدمة المقارنات والتوقعات المستقبلية لبناء حافظة نموذجية.

وتكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية يعد هو الغرض من إنشاء صناديق الاستثمار واحدًا في مختلف دول العالم، حيث تتفق صناديق الاستثمار في هذه الدول على هذا الغرض، وهو الأمر الذي يفسر وحدة المبادئ التي تقوم عليها إدارة هذه الصناديق في غالبية القوانين المنظمة لها، وبالأخص فيما يتعلق بمباشرة نشاطها^(٣).

إلا أن المشرع المصري قد خالف ذلك المبدأ في قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في المادة (٣٥)، حيث نص على أنه (يجوز إنشاء صناديق استثمار تهدف إلى استثمار المدخرات في الأوراق المالية، في الحدود، ووفقًا للأوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية. ولمجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية أن يرخص للصندوق بالتعامل في

(1) Fain (G) , Investment trusts, investment companies et sociétés d'investissements », Banque, déc. 1948 ; janv.-févr.-mars 1949, p 756.

(٢) د. نصر على أحمد طاحون ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ ، ص ٣٤٨.

(3)Fain (G) , Investment trusts, investment companies et sociétés d'investissements », op . cit , p 756.

القيم المالية المنقولة الأخرى، أو في غيرها من مجالات الاستثمار، طبقاً للقواعد والشروط التي تحددها اللائحة التنفيذية).

ويتضح لنا من هذا النص أن المشرع المصري لم يجعل الغرض من صندوق الاستثمار متمثلاً في تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية فقط بل أجاز استثمار الأموال في مجالات أخرى.

ويؤكد ذلك أيضاً ما ورد في المادة (١٤١) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، من تعريف لصندوق الاستثمار بالنص بأنه (وعاء استثماري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرص للمستثمرين فيه، بالمشاركة جماعياً في الاستثمار في المجالات الواردة في هذه اللائحة).

وقد أوضحت الفقرات (٤،٣) من المادة (١٤٩) من اللائحة التنفيذية المعدلة سائلة الذكر، النسب التي يمكن لصندوق الاستثمار استثمار أمواله في الأوراق المالية في حدودها، حيث نصت على (٣- ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على (١٠%) من أموال الصندوق، وبما لا يتجاوز (١٥%) من أوراق تلك الشركة، ٤- يجوز للصندوق استثمار أمواله في شراء وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى، بنسبة لا تزيد على (٢٠%) من إجمالي صافي قيمة أصوله في صندوق واحد، وبما لا يتجاوز (٥%) من قيمة الصندوق المستثمر فيه).

إلا أننا نرى أن تكوين وإدارة حوافظ الأوراق المالية يعد هو الهدف الأساسي لصناديق الاستثمار، أما الاستثمار في المجالات الأخرى سواء كانت مالية أو عقارية، فلا يكون إلا على سبيل الاستثناء، ويؤكد ذلك ما يلي: -

١- ما نصت عليه المادة (١٦٧) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية المعدلة للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، من أنه (إذا رخص لصندوق الاستثمار بممارسة نشاط آخر في غير الاستثمار في الأوراق المالية، فعلى مدير الاستثمار بعد موافقة الهيئة أن يعهد بإدارة هذا النشاط إلى جهة متخصصة ويظل مدير الاستثمار مسئولاً عن هذه الجهة)، وهذا يوضح لنا أن النشاط الأساسي لصندوق الاستثمار هو الاستثمار في الأوراق المالية، إلا أنه يجوز استثناء مباشرة نشاط آخر إلى جانب النشاط الأصلي، ويكون بذلك بشروط محددة، وهي شروط تميل إلى التشدد في تطبيقها.

٢- أن تقنين الهدف الأساسي لصناديق الاستثمار في تكوين وإدارة حوافظ الأوراق المالية- يعد ضماناً هامة للمساهمين الراغبين في الاشتراك في الصندوق، وذلك كما ذهب جانب من الفقه^(١) حتى لا تختلط صناديق الاستثمار بغيرها من التنظيمات المالية المشابهة التي تتعامل في القيم المنقولة من جهة، وحتى يتقيد مدير صندوق الاستثمار بهذا الغرض من جهة أخرى.

أما على الجانب الفرنسي، فقد نصت المادة الأولى من القانون الفرنسي الصادر عام ١٩٤٥، بشأن شركات الاستثمار على أن (تنشأ شركة الاستثمار لهدف وحيد، يتمثل في تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية)، كما نصت المادة الأولى من القانون الفرنسي الصادر عام ١٩٥٧ بشأن صناديق الاستثمار على أن (ينشأ صندوق الاستثمار لتوظيف حصص الشركاء في الأوراق المالية التي تصبح مملوكة لهم ملكية شائعة).

(1) René Roblot, Le régime des sociétés financières en droit français, Rev. intern. dr. comparé, 1955, p 624.

لذا ذهب جانب من الفقه إلى أنه إذا كان الغرض من إنشاء صناديق الاستثمار هو تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية، فإن ذلك يفرض على صناديق الاستثمار أمرين، الأول:

ونرى أنه إذا كان الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار هو إنشاء صكوك استثمارية تمثل مشاركة المساهمين في رأس مال الصندوق، وتلتزم إدارتها محترفة بإدارة تلك الصكوك، فإن ذلك الهدف يفترض توافر أمرين في صناديق الاستثمار، هما كما ذهب جانب من الفقه^(١) الأمر الأول: تكوين وإدارة حافظة أوراق مالية، الثاني: الامتناع عن الأعمال التي تحتوى على التمويل، أو المضاربة بأموال صندوق الاستثمار .

الفرع الثاني

تكوين حوافظ الأوراق المالية

يقوم تكوين حوافظ الأوراق المالية وإدارتها على مزيج من البدائل والفرص الاستثمارية، وذلك من أجل تخفيض مخاطر الاستثمار لأدنى درجة ممكنة، ويكون ذلك من خلال تنوع البدائل الاستثمارية، مع الوضع في الاعتبار ظروف السوق المالية واتجاهات الأسعار، ومعدل التضخم، والوضع الاقتصادي.

وتعرف محفظة الأوراق المالية^(٢) بأنها مجموعة من الصكوك الفردية أو المرتبطة ببعضها البعض، وتكون ذات عوائد مستقلة وترتكز على درجات متفاوتة من

(1) Georges Ripert, René Roblot, Traité élémentaire de droit commercial, op.cit, p 623.

(٢) د. خالد عبد السلام عبد الفتاح ، إدارة صناديق الاستثمار والمسئولية الناتجة عنها، مرجع سابق ، ص ٣٠٥ .

الخطر، وبناء عليه فالتكوين يتمثل في كيفية اختيار هذه الصكوك التي تتكون منها هذه الحافظة.

فعملية تكوين حافظة الأوراق المالية وإدارتها، هي عملية توفيق بين عنصري العائد والمخاطر، وهو ما يطلق عليه الإدارة المتوازنة؛ فبعد عملية التحليل الأولية تبدأ عملية توزيع المبلغ المتاح للاستثمار بنسب معينة على مجموعة من الاستثمارات المتنوعة في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، لذا فيمكن وضع تعريف مختصر لعملية تكوين محافظ الأوراق بأنها عملية انتقاء النسب المثلى من الصكوك المتداولة^(١).

وتنقسم حوافظ الأوراق المالية من حيث التكوين إلى ثلاثة أنواع، ومن حيث محتوياتها إلى نوعين، فمن حيث التكوين تنقسم إلى:-

١- المحافظ ذات التكوين الثابت:

يقصد بها تلك التي يخضع تكوينها لقواعد ثابتة أو جامدة، تتمثل في وضع قائمة محددة للأوراق المالية، التي يتعين على الصندوق حصر الاستثمار فيها، ومن ثم لا يجوز استثمار أموال الصندوق في أوراق مالية أخرى غير المنصوص عليها في هذه القائمة، كما لا يجوز تعديل هذه القائمة إلا وفقا لإجراءات محددة لتعديل نظام الإدارة^(٢)، فهي قائمة توضع عند تأسيس صندوق الاستثمار، ويتم النص عليها في نظام إدارة الصندوق، والذي يقبله الشركاء باكتتابهم في الصكوك المطروحة من الصندوق.

(١) نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، مرجع سابق، ص ٣٢٥.

(2) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, étude juridique, économique et financière: formes classiques, applications modernes, Librairie du Recueil Sirey, 1959, p20.

يعيب هذا النوع من الحوافظ أمر هام، وهو أنه لا يترك لمدير صندوق الاستثمار أية حرية في تكوين حافظة الأوراق المالية أو في إدارتها^(١)، مما قد يعرض صندوق الاستثمار إلى عواقب مالية خطيرة.

فهذا النوع من الحوافظ المالية يعتبر حجر عثرة في سبيل وجود نظام إدارة محترف في تكوين وإدارة الأوراق المالية، حيث لن يكون بوسع مدير الاستثمار إضافة أوراق مالية جديدة إلى حافظة الصندوق بشرائها أو بالاكتتاب فيها، مادام لم تكن من بين الأوراق المالية المحددة في القائمة المشار إليها^(٢)، حيث لا يسمح هذا النظام لمدير الاستثمار بضم صكوك جديدة تبشر بعائد مرتفع ومريح للصندوق في المستقبل، لأنه غير موجود في القائمة، كما يمنع التخلص من صكوك يوحى مستقبلها بعدم تحقيق عوائد أو تحقيق عوائد قليلة في حالة انهيار المركز المالي للشركة مصدرة الصكوك.

٢- المحافظ ذات التكوين شبه الثابت:

هي المحافظ التي يخضع تكوينها لقواعد أقل ثباتاً من تلك التي يخضع لها تكوين المحافظ ذات التكوين الثابت^(٣)، ويكون ذلك في حالتين:-

الحالة الأولى: تحديد نظام إدارة الصندوق لبعض الحالات التي يجوز فيها لمدير الاستثمار استبعاد بعض الصكوك ببيعها في حالة انخفاض عائدها إلى مستوى أدنى على سبيل المثال، وقد يسمح نظام إدارة صندوق الاستثمار لمدير الاستثمار بإضافة

(1) Jean-Claude Faffa, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, op.cit, P27.

(٢) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ٤٨٥، ٤٨٦.

(3) Fain (G), investment companies et sociétés d'investissements, op. cit, p 757.

بعض الصكوك والأوراق المالية إلى المحفظة، مادام يتوقع تحقيقها مستقبلا لعائد جيد، إلا أن هذه الحالة تكون محددة بشكل حصري في نظام إدارة الصندوق.

إلا أننا نرى مع جانب من الفقه^(١) يرى أن في هذه الحالة تقييد حرية مدير الاستثمار في إدارة الحافظة بالشكل المناسب، وفي الوقت المناسب، وذلك على الرغم من الحرية الأكثر نسبيًا التي يتمتع بها مدير الاستثمار في هذا النوع من الحوافظ، عن حالة الحوافظ ذات التكوين الثابت.

أما الحالة الثانية: ففيها يخول صندوق الاستثمار لمدير الاستثمار الحرية بوضع قائمة ينص عليها نظام الإدارة، على أن تتضمن هذه القائمة مجموعة من الصكوك والأوراق المالية، التي يمكن من خلالها تكوين الحافظة، وبذلك يتوافر لهم قدر من حرية اختيار الأوراق المالية المكونة للحافظة، ويكون بوسعهم استبعاد جزء من الأوراق بالحافظة وذلك ببيعها وإدخال غيرها، طالما تمت هذه العملية فيما بين الأوراق المالية المحددة في القائمة^(٢).

إلا أن من سلبيات هذا النوع أنه يلزم مدير صندوق الاستثمار باستخدام المبالغ المتحصلة من بيع الأوراق المالية في شراء أوراق مالية جديدة، وذلك خلال فترة زمنية محددة، مما قد يجبرهم على إبرام عمليات البيع والشراء دون أن يتوافر لهم وقت كافٍ

(1) Fain (G), investment companies et sociétés d'investissements, op . cit , p 757.

(2) - Jean-Claude Faffa, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, op.cit.P164.

- Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, op, cit, p 135.

لاختيار أوراق مالية ذات جودة عالية^(١). وهذا الأمر، بلا شك، قد يجعل مدير الاستثمار يحدد عن الصواب في اختيار الصكوك الجديدة.

٣- الحافظ ذات التكوين المرن :

هي الحواظ التي يخضع تكوينها لقواعد مرنة؛ حيث يكون لمدير الاستثمار - في هذا النوع حرية اختيار الصكوك والأوراق المالية المكونة لحافظة الأوراق المالية من بين قائمة أصلية، تشمل الأوراق المالية التي يجوز للصندوق استثمار أمواله فيها، وتقوم إلى جانب هذه القائمة، قائمة أخرى احتياطية، تشمل الصكوك التي يجوز إدخالها في القائمة الأصلية بشروط معينة.

وهذا النوع يؤدي إلى توفير مرونة لمدير الاستثمار في تكوين حافظة الصندوق المالية؛ حيث يسمح لمدير الاستثمار بإجراء تعديلات في الأوراق المالية، واستبعاد الأنواع الرديئة منها، وإضافة أنواع أخرى جيدة مما يتيح للمديرين أسلوب إدارة محترفًا يسهل اقتناص الفرص المناسبة لعمليات البيع والشراء^(٢).

ذلك بالنسبة لأنواع حواظ الأوراق المالية من حيث التكوين، أما بالنسبة لأنواعها من حيث محتوياتها فتتقسم إلي نوعين، هما:-

(1) Fain (G), Investment trusts, investment companies et sociétés d'investissements, op . cit, p 757.

(2) -Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, op, cit, p21.

-Jean-Claude Faffa, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, op.cit,P28.

١- المحافظ الشاملة: هي التي تحتوي على أوراق مالية متعددة ولا تقتصر على نوع محدد من الأسهم، أو السندات، أو الصكوك^(١)، وتعد شاملة أيضا من حيث التنوع الجغرافي أو الاقتصادي، كما أنها شاملة، لأنها لا تقتصر على نشاط اقتصادي واحد فقط، بل تشمل أسهما للشركات العقارية، وأسهما لشركات السياحة، وأسهما للشركات الزراعية.

ويحقق هذا النوع من الحوافظ نوعاً من الأمن والطمأنينة للمساهمين فيه؛ وذلك نظراً لانخفاض درجة الخطر^(٢)، إلا أنه يعيب هذا النظام أن تكلفة الاعتماد عليه عالية، حيث تتطلب توافر مجموعة من الخبراء، وذلك للحصول على معلومات عن كل أنواع الأسهم، حيث لا يمكن الاعتماد في هذا النوع على خبير واحد، نظراً لكثرة تنوع الأسهم.

٢- المحافظ المتخصصة: هي نوع من الحوافظ يكون مقصور على الأسهم فقط، أو السندات فقط، أو أسهم شركات صناعية معينة، أو أسهم شركات تعمل في نطاق جغرافي محدد^(٣).

وهذا النوع من الحوافظ يعد أقل تكلفة؛ حيث لا يحتاج إلى توافر عدد كبير من الخبراء، ولا للعمالة المدربة، حيث يتخصص في نوع واحد من الأسهم أو السندات، إلا أنه يعيبه أنه أكثر عرضة للمخاطر.

(١) د . نصر طاحون ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص ٣٤٧.

(٢) المرجع السابق ، ص ٣٤٨.

(٣) د. خالد عبد السلام عبد الفتاح ، إدارة صناديق الاستثمار والمسئولية الناتجة عنها ، مرجع سابق، ص ٣٠٥.

أما عن الأسس التي تقوم عليه عملية تكوين حوافظ الأوراق المالية فهما مبدآن، الأول هو تنوع الصكوك، والثاني هو كيفية وحسن اختيار الصكوك وهو ما سنوضح فيما يلي: -

أولاً: تنوع الصكوك :

يعد تنوع الصكوك هو الهدف الأساسي لشركة إدارة صندوق الاستثمار، وذلك لتقليل المخاطر التي يتعرض لها الصندوق بقدر الإمكان؛ فتكوين حافظة أوراق مالية متنوعة من حيث الاستثمارات، ومختلفة العائد، ومختلفة في معدل المخاطر- يساعد على تقليل المخاطر التي يتعرض لها الصندوق.

حيث تختلف شركات الاستثمار فيما بينها في شأن سياسات الاستثمار، ويأتي في مقدمة هذه السياسات سياسة تنوع المحفظة أي سياسة تنوع مكونات صندوق الاستثمار، فهناك صناديق تفترض أن المستثمر يوجه كل مخصصات الاستثمار لشراء أسهمها، بما يعنى أنه ليس له محفظة أوراق مالية خاصة به، في ظل هذا التصور يصبح من المتوقع أن يتضمن الصندوق تشكيلة من الأوراق المالية على درجة عالية من التنوع^(١).

وعلى النقيض من ذلك هناك صناديق تفترض أن المستثمر يمتلك محفظة خاصة به، وأن أسهمها ليست سوى واحدة من مكونات تلك المحفظة، ومن ثم فإنها لا تستهدف بلوغ مستو عالي عن التنوع، ولكل سياسة مؤيدها الذين يفضلونها على

(١) د. منير إبراهيم هندی، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٤٩، ٥٠.

السياسة الأخرى هذا وقد لا تقتصر سياسات الاستثمار على مستوى أو درجة التنوع في مكونات صناديق الاستثمار^(١).

وتنوع الصكوك يكون عن طريق توزيع المخاطر على ثلاث اتجاهات:

الاتجاه الأول : تنوع الصكوك من الناحية القانونية :

يقصد بالتوزيع القانوني للمخاطر توزيع أموال صندوق الاستثمار على أوراق مالية متنوعة من الناحية القانونية، وهو تنوع يعتمد على اختلاف الطبيعة القانونية لهذه الأوراق، والطريقة القانونية التي طرحت بها تلك الأوراق في سوق المال^(٢).

ويعد أساس ذلك الاتجاه فكرة مؤداها أنه من الخطأ تركيز استثمار أموال صندوق الاستثمار على الأوراق المالية ذات العائد الثابت وحدها أو على الأوراق المالية ذات العائد المتغير وحدها^(٣).

ووفقا لهذا الاتجاه يجب عدم الاكتفاء بنوع واحد من الصكوك، كالاكتفاء على الأسهم فقط، أو السندات فقط، بل الجمع بينهما، فوفقا لهذا الاتجاه يتم تكوين حافظة الأوراق المالية من مجموعة من الصكوك ذات العائد المتغير، وصكوك أخرى ذات عائد

(١) د. منير إبراهيم هندی، صناديق الاستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٥٠.

(2) Herbert Leparigneur, Les Sociétés Commerciales Aux États-Unis D'Amérique: Leur Régime Juridique, Publications de l'Institut des sciences juridiques et financières appliquées aux affaires de la Faculté de droit de Paris, Dalloz, 1951, p 9.

(3) Estival (M.), les sociétés d'investissement á capital variable, Rév, de P.T.T ,de France 28 année, no,5, 1975, p8.

ثابت، ويجب الإشارة إلى أن هذا التشكيل لا يستلزم أن يتم وفق نسب محددة ومتساوية بين الصكوك، وإنما يتم بناء على تشكيل بنسب مختلفة.

الاتجاه الثاني : التنوع الاقتصادي للصكوك :

يقصد بتنوع الصكوك الاقتصادي، توزيع صندوق الاستثمار أمواله على مجموعة من فروع النشاط الاقتصادي، سواء كان هذا النشاط صناعياً أو تجارياً أو مالياً أو عقارياً، وذلك لتفادي الصندوق النتائج السلبية والخطيرة المترتبة على تركيز الاستثمار في فرع واحد من هذه الفروع^(١).

ووفقاً لهذا الاتجاه يتم توزيع الصكوك، التي تتكون منها حافظة الأوراق المالية، من مختلف القطاعات الاقتصادية بهدف التغلب على المخاطر التي قد يتعرض لها الصندوق نتيجة الاعتماد على قطاع اقتصادي واحد، فليس من الحكمة تركيز استثمارات صندوق الاستثمار في قطاع اقتصادي واحد ولو كان هذا القطاع أكثر عائداً للصندوق من القطاعات الاقتصادية الأخرى في وقت معين.

وهذا التنوع الاقتصادي لا يشترط أن يكون متساوياً في كافة القطاعات الاقتصادية، وإنما يختلف وفقاً للسياسة الاستثمارية التي يتبعها مدير الاستثمار، والتي تكون بناء على دراسات سابقة، ووفقاً لقدرتها على حسن اختيار الصكوك.

الاتجاه الثالث : التنوع الجغرافي للصكوك :

يقصد بتنوع الصكوك الجغرافي، توزيع استثمارات صندوق الاستثمار على الأوراق المالية الصادرة من شركات متعددة المجالات في عدة مناطق جغرافية مختلفة

(1) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, op, cit, p 95.

سواء داخل الدولة أو خارجها^(١)، ويقتضى تنوع الصكوك الجغرافي معرفة مدير استثمار الصندوق بالدولة التي يكون فيها الاستثمار بعيداً عن المخاطر السياسية^(٢). ووفقاً لهذا الاتجاه لا يتم الاعتماد في تكوين حافظة الأوراق المالية على صكوك في منطقة جغرافية محددة، سواء كانت هذه المنطقة داخل الدولة أم خارجها.

فهناك مستثمرون يرغبون في استثمار أموالهم في صناديق استثمار تستثمر أصولها في أسواق جغرافية معينة، كصناديق الاستثمار في أسواق الدولة النامية بهدف توفير فرص استثمار ممتازة للمستثمرين لتنمية رءوس أموالهم على المدى المتوسط والطويل في محفظة استثمارية متوازنة ومتنوعة، كالصندوق الذي يطرحه البنك السعودي الفرنسي والذي يطرح فرص الاستثمار في أسواق (٢٥) دولة موزعة على (٤) قارات^(٣).

ويحقق هذا التنوع الجغرافي، عدة فوائد، منها:-

- ١- تقليل آثار المخاطر الناشئة عن الاستثمارات في الصكوك في منطقة واحدة .
- ٢- تحقيق عائد كبير نتيجة تداول بعض الصكوك في البورصات العالمية، حيث يساعد هذا الاتجاه على الهروب من المجال المحلي إلى المجال العالمي، في حالة وجود أزمات مالية قد تتعرض لها الدولة المنشأ فيها صندوق الاستثمار.

(1) Fain (G), Investment trusts, investment companies et sociétés d'investissements, op.cit, p7.

(2) Faouzi Rassi, "Investment trusts": gestion et fiscalité, op.cit , p 46.

(٣) د. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سابق، ص ٨٦، ٨٧.

ثانياً: حسن اختيار الصكوك :

يعد مدير الاستثمار هو صاحب الحق في اختيار الصكوك التي تتكون منها حافظة الأوراق المالية؛ حيث يعد هو الشخص صاحب الخبرة في هذا المجال، كما أنه هو الذي يقوم بعملية التحليل للصكوك قبل ضمها للصندوق، ومفاد ذلك أن على مدير الاستثمار تكوين حافظة الأوراق المالية من صكوك جيدة النوع، والبعد عن الصكوك ذات العائد الضعيف^(١).

وإذا كان مدير الاستثمار هو صاحب الحق في اختيار هذه الصكوك، إلا أن هناك بعض القوانين قد وضعت قيوداً على هذا الأمر من أجل حماية مصالح المساهمين في الصندوق؛ فقد نصت المادة (١٦٨) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على مجموعة من القيود المفروضة على مدير الاستثمار في حالة اختيار الصكوك التي تتكون منها حافظة الأوراق المالية، ومن هذه القيود ما ورد في الفقرة (٥) والتي نصت على أن يحظر على مدير الاستثمار أن (تكون له مصلحة من أي نوع في الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره)، وما ورد في الفقرة (٧) من أنه يحظر على مدير الاستثمار أن (يشترى أسهما غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية في مصر أو في الخارج أو مقيدة في بورصة خاضعة لإشراف سلطة رقابية مماثلة للهيئة)، وما ورد في الفقرة (٨) من أنه يحظر على مدير الاستثمار (استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته، ما لم يكن صندوق استثمار أسواق النقد).

وتعد هذه القيود بمثابة ضمانات لصالح المساهمين في الصندوق ضد سوء اختيار مدير الصندوق للصكوك، وسواء كان ذلك الاختيار عن عناد أو نتيجة الإهمال.

(1) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement , op. cit , p 20.

الفرع الثالث

إدارة حوافظ الأوراق المالية

تعد مرحلة إدارة حوافظ الأوراق المالية هي المرحلة التالية لعملية تكوين صكوك الحافظة، وعملية إدارة حوافظ الأوراق المالية، بمفهومها البسيط، هي بيع أو شراء الصكوك المكونة للحافظة، أو الاحتفاظ بها لبعض الوقت، أو استبدالها بصكوك أخرى، بما يتحقق معه مبدأ تعظيم الثروة للحافظة^(١).

ولا شك أن عملية إدارة حافظة الأوراق المالية تستلزم متابعة مستمرة للصكوك وللأسواق المالية، والقيام بعملية تقييم للأوضاع المالية السائدة بصفة مستمرة.

وتستلزم عملية إدارة حافظة الأوراق المالية أن يتوافر لمدير الاستثمار، في أثناء قيامه بهذا العمل، أن تتوافر بشأنها صفة الإدارة، وأن ينصب هذا العمل على أوراق مالية وهو ما سنوضح فيما يلي: -

أولاً: توافر صفة الإدارة لعمل مدير الاستثمار المحرك للحافظة:

يذهب جانب من الفقه^(٢) إلى أن كلمة (الإدارة)، في مجال إدارة صناديق الاستثمار، تتسع لتشمل جميع العمليات التي تتم على الصكوك التي يريد مدير الاستثمار إدراجها في حافظة الأوراق المالية، أو المدرجة فيها بالفعل، سواء تمثل هذه العمليات في بيع، أو شراء، للصكوك، أو الاكتتاب فيها، وسواء كانت هذه العمليات

(١) د. خالد عبد السلام عبد الفتاح، إدارة صناديق الاستثمار والمسئولية الناتجة عنها، مرجع سابق، ص ٣٠٩.

(2) - Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement , op. cit, p 21.

-Jean-Claude Faffa, Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, op.cit, cit.P28.

آجلة، أو ناجزة إلا أن هناك شرطاً يجب أن يتوافر في العمليات الآجلة وهو أن تكون عمليات حقيقة، بأن ترد على صكوك يريد مدير الصندوق إدراجها فعلاً في حافظة الأوراق المالية، حيث لا يتحقق معنى إدارة الصكوك إلا في حالة، إذا وقعت عمليات الشراء والبيع لهذه الصكوك بالفعل وكانت أمراً باتاً.

وبناء على ذلك فلا يجوز لمدير الاستثمار القيام بالعمليات آجلة، سواء كانت شراء أو بيعاً، متى كان الغرض منها تحقيق أرباح من فروق الأسعار، حيث يتجاوز ذلك الأمر مفهوم الإدارة الحقيقة لحافظة الأوراق المالية، مما يعد انحرافاً عن الهدف من إنشاء صندوق الاستثمار^(١).

كذلك لا يجوز لمدير الاستثمار القيام بعمليات آجلة تسفر عن شراء أو بيع صكوك على المكشوف، كما لا يجوز لمدير الاستثمار أن يقوم بالشراء بالأجل لصكوك سبق بيعها نقداً، أو أن يبيع صكوكاً لم تكن مدرجة في حافظة الأوراق المالية وقت البيع، وذلك لأن هذه العمليات تتجاوز مفهوم إدارة حافظة الأوراق المالية^(٢).

كذلك لا يجوز لمدير الاستثمار الدخول بأموال صندوق الاستثمار كشريك متضامن في شركات التوصية البسيطة أو شركات التوصية بالأسهم، حيث يترتب على هذا الدخول تعريض الصندوق للمسئولية التضامنية التي يخضع لها الشركاء المتضامنون، ومن ثم يجاوز هذا العمل الهدف من إنشاء صندوق الاستثمار^(٣).

(1) Robert Rolland de Ravel ,Les sociétés d'investissement, op. cit , p 135.

(2) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op.cit, p 120.

(3) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op cit, p 121.

ثانياً : أن تنصب إدارة صندوق الاستثمار على الأوراق المالية :

يطلق تعبير الأوراق المالية على مجموعة الصكوك أو الأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهي الأسهم والسندات بصفة أساسية^(١)، ويضيف إليه جانب آخر من الفقه^(٢) الأذون وحصص التأسيس.

ويثور التساؤل حول صحة اعتبار حصص التأسيس والأذون من مكونات حافظة الأوراق المالية؟

ويمكننا الإجابة على هذا التساؤل من خلال ما يلي:-

أولاً: حصص التأسيس: هي الأسهم التي تصدرها الشركات إلى بعض الأشخاص الذين قدموا خدمات لها، في سبيل تأسيس الشركة ويطلق عليهم الأعضاء المؤسسون^(٣).

وبناء عليه، فهذه الحصص تمنح أصحابها الحق في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، وفقاً لنظام الشركة أو للقانون الواجب التطبيق.

وبذلك يعد اكتساب هذه الحصص بالشراء من قبل صندوق الاستثمار، جائزاً وليس ممنوعاً، وذلك لأن هذه الحصص تخول صندوق الاستثمار فقط الحق في الحصول على نسبة محددة من الأرباح، أما بالنسبة للأذون فهي قرض عام تطرحه

(1) Florin Aftalion, Claude Viallet, Théorie du portefeuille: analyse du risque et de la rentabilité, Section : Systemes de gestion, Presses universitaires de France, 1977, P.5.

(٢) د . أكثم أمين الخولي ، دروس في الأوراق التجارية ، مطبعة نهضة مصر ، القاهرة ، ١٩٥٨ ، ص ٧.

(٣) د. محمود سمير الشرقاوي، الشركات التجارية في القانون المصري ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٨٠ ، ص ٣٢٧.

الجهة المصدرة في اكتتاب عام، وقد تكون أذوناً طويلة الأجل، كأذون الدولة، وقد تكون متوسط أو قصيرة الأجل^(١).

والأذون لها ثلاثة أنواع، الأول: أذون الخزانة، والثاني: سندات الخزانة، أو سندات الدولة، والثالث: صكوك الاستثمار، وتصدره البنوك والمؤسسات المصرفية العامة والخاصة^(٢).

ونرى مع جانب من الفقه^(٣)، ضرورة توافر مجموعة من الشروط في الأذون حتى يمكن إدراجها في حافظة الأوراق المالية، وهذه الشروط هي:-

- ١- أن تكون الأذون قابلة للتداول بالطرق التجارية.
- ٢- أن تصدر الأذون مقابل مبلغ نقدي محدد.
- ٣- أن تصدر الأذون بقيمة متساوية تمثل في مجموعها مبلغ القرض العام .
- ٤- أن تكون الأذون قابلة للاسترداد في ميعاد محدد، يتجاوز المدة العادية للانتماء قصير الأجل.
- ٥- أن تكون الأذون مستحقة الاسترداد في تاريخ واحد، أو قابلة للاستهلاك بطريقة منظمة.

(1) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op cit, p 92.

(٢) د . إبراهيم محمد أبو العلا، بورصات الأوراق المالية والقطن ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، ١٩٦٦ ، ص ٦٣ .

(3) Joseph Hamel, Les Sociétés d'investissement, Issue 97 of Association Nationale des Sociétés par Actions: Association Nationale des Sociétés par Actions, A.N.S.A., 1953, p 20. 21.

وتطبيقاً لذلك يجوز إدراج حصص التأسيس، والأذون قصيرة، ومتوسطة الأجل في حافظة الأوراق المالية الخاصة بصندوق الاستثمار.

المطلب الثاني

قواعد إدارة أموال صندوق الاستثمار

يهدف نشاط صندوق الاستثمار إلى هدف أساسي، وهو تكوين وإدارة حوافظ الأوراق المالية، ويستلزم لصحة هذا النشاط أن تتوافر فيها عدة شروط، أهمها معيار الإدارة السليمة، الابتعاد عن الأعمال المحظورة على الصندوق ممارستها، ويمكننا توضيح ذلك من خلال الآتي:-

الفرع الأول: الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية .

الفرع الثاني: الأعمال المحظور على صندوق الاستثمار التعامل فيها.

الفرع الأول

الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية

يتمثل مضمون الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية في أنه يجب أن تكون إدارة حافظة الأوراق المالية كإدارة رب الأسرة الحريص على شئون أسرته^(١)، فيستلزم أن تتجاوز إدارة مدير الاستثمار لحافظة الأوراق المالية معيار الرجل العادي

(1) G. Lagarde, Les sociétés d'investissement et l'ordonnance du 2 novembre 1945, Droit social, 1946, p 135.

حتى تصل إلى معيار الرجل الحريص، الذي يتولى إدارة الأعمال بذكاء، وحرص، وإدراك، وبصيرة.

وقد نصت المادة (١٦٩) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أن (يجب على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء).

ويتضح لنا من نص هذه المادة أنها تلزم مدير الاستثمار بالقيام بعملين، الأول إيجابي، وهو حماية مصالح الصندوق، فيجب عليه أن يتقيد بالهدف الأساسي للصندوق، وأن تنحصر العمليات التي يقوم بها في حدود هذا الهدف، والثاني سلبي، بأن يمتنع عن كل عمل أو استخدام لأموال الصندوق فيما يمتنع على صندوق الاستثمار التعامل فيها، كأعمال التمويل، أو المضاربة، أو السيطرة.

وهذه العمليات هي التي تثير التساؤل، فهل تعد أعمال التمويل والمضاربة من الأعمال التي يمتنع على مدير الاستثمار التعامل فيها وفقا لمعيار الإدارة السليمة أم لا؟ ويمكننا الإجابة على هذا ذلك الأمر من خلال الآتي: -

١- أعمال التمويل:

ذهب جانب من الفقه^(١) إلى أن معيار الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية، يمنع مدير الاستثمار من استخدام أموال الصندوق في أي استثمار لا يرد على أوراق مالية، لأن في هذا الأمر تجاوز لمفهوم الإدارة العادية لصندوق الاستثمار، سواء تمثل هذا العمل في تقديم قروض أو اكتساب أذون، إلا أننا نميل إلى أنه ليس هناك ما يمنع

(1) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, op. cit, p 98.

من استخدام أموال صندوق الاستثمار الحرة في تقديم قروض بفوائد، بشرط أن تتوافر في هذا القرض الضمانات التي تكفل الوفاء بقيمة القرض، وكذلك الأمر بالنسبة للأذون طويلة الأجل، فلا يمتنع على مدير الاستثمار استخدام الأموال الحرة للصندوق فيها، طالما توافرت الضمانات الكافية فيها.

ويؤكد ذلك ما نص عليه المشرع المصري في المادة (١٥٠) من قرار وزير الاستثمار رقم (٢٠٩) لسنة ٢٠٠٧، بتعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، من أنه (يجب على الصندوق أن يحتفظ بجزء من أمواله في صورة سائلة للمحافظة على درجة المخاطر المرتبطة بمحففته، ويجوز للصندوق استثمار هذه الأموال في قنوات استثمارية منخفضة المخاطر وقابلة للتحويل إلى نقدية عند الطلب).

وكذلك نصت المادة (١٤٩) من اللائحة السابقة في الفقرة (٨)، من أنه (لا يجوز أن تزيد نسبة ما يتم استثماره في أدوات الدين، أو أوراق تجارية، أو غيرها من القيم المنقولة لشركة واحدة عن (٢٠%) من أموال الصندوق).

وكذلك نصت المادة (١٧٥) من ذات اللائحة، والتي تنص على أن (يجوز لصندوق الاستثمار في أوراق مالية طويلة الأجل بنسبة لا تزيد عن ١٠% من إجمالي محفظة، الصندوق على أن ألا يزيد المتوسط المرجح لمدة استحقاق محفظة الصندوق عن ١٣ شهر).

وبذلك يكون المشرع المصري قد سمح باستخدام أموال الصندوق باستثمارها في الأذون طويلة الأجل بنسبة معينة وفي خلال مدة معينة وذلك كنوع من الضمانات ومن ثم فإن كان يجوز للصندوق الاستثمار في الأذون طويلة الأجل، فإنه من باب أولي يكون له إمكانية الإقراض غير بفوائد في حدود النسبة المحددة، وفي حدود مدة محددة، وطالما كانت تحقق الأهداف الاستثمارية للصندوق.

٢- أعمال المضاربة :

يقصد بالمضاربة، سعي المضارب إلى تحقيق ربح من فروق الأسعار^(١)، والمضاربة نوعان: الأول مشروع، وهو ما يتفق مع معيار الإدارة السليمة لحافطة الأوراق المالية، وفيها يقوم مدير الاستثمار بشراء أوراق مالية بسعر محدد، ومن ثم إدراجها في حافطة الأوراق المالية للصندوق، ثم بيعها بعد ذلك بسعر أعلى.

أما النوع الثاني فهو المضاربة غير المشروعة، وفيها يسعى المضارب إلى تحقيق أكبر ربح ممكن، في أقل وقت ممكن، اعتماداً على ظروف يراها وفقاً لتقديره مناسبة لذلك، وهذا الأمر قد يعرض المضارب لمخاطر جسيمة، وذلك لأنه يضارب على أمواله، ومن ثم قد يعرضها للضياع^(٢)، وهذا الأمر- بلا شك- يتعارض مع مبدأ الإدارة السليمة لحافطة الأوراق المالية للصندوق.

والمضاربة غير المشروعة لا تقتصر على الأوراق المالية فقط، وإنما قد تشتمل أيضاً على عمليات الاقتراض التي تقوم بها صناديق الاستثمار، مقابل التزامها برد أصل القرض وفوائده^(٣)، ومن ثم يخرج هذا الأمر عن نطاق الإدارة السليمة لحافطة الأوراق المالية للصندوق وهذا ما ذهب إليه جانب من الفقه^(٤)، وبرر ذلك بأن المضاربة إذا كانت تتسم بالطابع الغير مشروع، وهو الطابع الذي يتحقق إذا كان الغرض من

(١) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ٥٠٨.

(2) Louis M. Servien, Les fonds de placement collectif en Suisse (investment trusts), op. cit p,55.

(3) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, op.cit, p 27.

(4) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op.cit. p119.

استخدامه اكتساب صكوك رديئة، أو إذا كان القرض بمبلغ ضخم، أو كان طويل الأجل، أو كان قصير الأجل وأراد الصندوق استخدامه في استثمار طويل الأجل، ففي هذه الحالة يكون اقتراض صناديق الاستثمار من الغير عملاً لا يتفق مع معيار الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية.

وبناء عليه تكون القروض قصيرة الأجل، التي يحصل عليها صندوق الاستثمار، بغرض توفير سيولة تمكنه من الاستفادة منها في سوق الأوراق المالية متفقة مع معيار الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية، حيث أنها قد تساعده في اكتساب أوراق مالية جديدة وجيدة، وتحقق له فوائد على المدى القصير.

وقد نظم المشرع المصري عملية اقتراض صناديق الاستثمار من الغير، فنص في المادة (١٦٨) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أن (يحظر على مدير الاستثمار أن يقترض من الغير في غير الغرض المنصوص عليه في المادة رقم (١٥١) من هذه اللائحة).

وقد نصت الفقرة (١) من المادة (١٥١) من هذه اللائحة، على أنه (لا يجوز للصندوق الاقتراض من الغير إلا لمواجهة طلبات الاسترداد، وبما لا يجاوز (١٠%) من قيمة وثائق الاستثمار القائمة، وبعد الحصول على موافقة مجلس إدارة الشركة، على ألا تزيد مدة القرض قصير الأجل عن سنة).

ونصت كذلك المادة (١٤٩) من اللائحة السابقة، على أنه (لا يجوز تنفيذ عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، أو الشراء بالهامش، أو الاستحواذ من خلال المجموعات المرتبطة).

ويجب الإشارة إلى أن اتباع مدير الاستثمار لمبدأ الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية- يجنب صندوق الاستثمار مخاطر اللجوء إلى الاقتراض من الغير، كما يجنبه المسؤولية الناشئة عن مخالفة هذا المبدأ، والتي تعد خروجاً على قواعد إدارة رب الأسرة الحريص.

الفرع الثاني

الأعمال المحظورة على صندوق الاستثمار التعامل فيها

إعمال مبدأ الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار يستلزم توضيح الأعمال المحظور على مدير الاستثمار بالصندوق العمل بها، نظراً لما تؤدي إليه هذه الأعمال من أضرار جسيمة للمساهمين بالصندوق، وترجع عله حظر هذه الأعمال إلى تجاوزها الهدف من إنشاء صندوق الاستثمار^(١).

ويمكننا توضيح أبرز هذه الأعمال المحظورة فيما يلي: -

١- اكتساب أوراق مالية لشركات جديدة أو تأسيسها:

أوضحنا- فيما سبق- أنه لا يجوز لصندوق الاستثمار القيام بأعمال التمويل والمضاربة، ومن ثم فإذا كان يمتنع عليه القيام بهذه الأعمال، فإنه من باب أولى يمتنع عليه القيام بتأسيس شركات جديدة.

وبناء عليه، يجب ألا يقوم صندوق الاستثمار بتأسيس شركات جديدة، وذلك حتى لا يتحمل المسؤولية الناشئة عن ذلك.

(1) Joseph Hamel ,Les Sociétés d'investissement, op. cit, p 17.

لذا يمتنع على صندوق الاستثمار اتخاذ الإجراءات اللازمة لإنشاء شركة جديدة، أو وضع نظام لها، أو التوقيع على عقدها التأسيسي، أو اتخاذ إجراءات النشر اللازمة للتأسيس، أو القيام بأي أعمال تعد من أعمال التأسيس^(١).

وتعود علة منع صناديق الاستثمار من تأسيس شركات جديدة، إلي المخاطر الكبيرة المترتبة على هذا العمل؛ فتأسيس شركات جديدة قد يصاحبه سوء تقدير لبعض الأمور، والتي يكون من شأنها تعرض الصندوق لأضرار اقتصادية، وفنية، ومالية، قد تكبده خسائر جسيمة.

وقد تعرض المشرع المصري لهذه المسألة، فنص في المادة (١٦٨) من قرار وزير الاستثمار رقم (٢٠٩) لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الفقرة (٢) على أن (يحظر على مدير الاستثمار استخدام أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة، فيما عدا صناديق الملكية الخاصة)، ونصت كذلك الفقرة (٧) من ذات المادة في اللائحة السابقة، على أن (يحظر على مدير الاستثمار أن يشتري أسهمًا غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية في مصر، أو في الخارج، أو مقيدة في بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية مماثلة للهيئة).

ويتضح لنا من هذه النصوص أن المشرع المصري وضع ضابطًا لاكتساب صناديق الاستثمار أوراق مالية في الشركات الجديدة، هو أن تكون هذه الأوراق المالية مقيدة ببورصة من بورصات الأوراق المالية الخاضعة لإشراف هيئة سوق المال المصرية، أو ما يمثلها في الخارج.

(1) Jean Moliérac, les sociétés d'investissement, Révae des societes, 65 annee, Janvier mars 1997, J.G.D, Paris, 1947, p20.

ونؤيد ما ذهب إليه المشرع المصري من عدم حظر اكتساب صناديق الاستثمار للأوراق المالية في الشركات الجديدة، لأن من شأن هذا الحظر أن يصيب صناديق الاستثمار بالجمود، حيث أنه يقيد من سلطة مدير الاستثمار في تكوين حافظة الأوراق المالية الجيدة.

أما على الجانب الفرنسي فقد نصت المادة (٨) في الفقرة (٢) من قانون شركات الاستثمار الفرنسي الصادر عام ١٩٤٥، على أنه (لا يجوز للشركات اكتساب الأوراق المالية الصادرة من الشركات التي لم تصدر ثلاث ميزانيات سنوية على الأقل ومصداقاً عليها من جمعياتها العمومية الجديدة)، حيث تعتبر هذه الشركات في حكم الشركات الجديدة.

ونصت المادة (٦) من القانون سالف الذكر، على أن (يمنع على الشركات القيام بأية عمليات أخرى غير إدارة الأوراق المالية، وخاصة القيام بعمليات تأسيس الشركات الجديدة).

إلا أن المشرع الفرنسي قد سمح لمدير الاستثمار بضم أوراق مالية في الشركات الجديدة لحافظة الأوراق المالية، وذلك في حالة إذا كانت هذه الأوراق المالية مقيدة ببورصة الأوراق المالية.

حيث نصت المادة (٨) من قانون شركات الاستثمار الفرنسي، الصادر عام ١٩٤٥ في الفقرة (٢)، على أنه (يجوز للشركات اكتساب الأوراق المالية في الشركات الجديدة إذا كانت مقيدة ببورصة الأوراق المالية)، وبذلك يكون المشرع الفرنسي قد وضع شرطاً لضم هذه الأوراق إلى حافظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار، وهو القيد ببورصة الأوراق المالية.

ويجب الإشارة إلى أن هذه النصوص، وإن كانت صادرة بشأن الشركات، إلا أن ما فيها عليه حظر يمتد ليشمل صناديق الاستثمار.

إلا أننا نرى مع جانب من الفقه^(١)، أن اكتساب صناديق الاستثمار للأوراق المالية الصادرة من الشركات التي لم تصدر ثلاث ميزانيات سنوية على الأقل معتمدة من جمعياتها العامة يعد عملاً منطويًا على المجازفة، نظرًا لعدم وضوح مستقبل هذه الشركات.

٢- اكتساب أوراق مالية لشركات تحت التصفية أو في حالة إفلاس :-

يهدف حظر صندوق الاستثمار من التعامل واكتساب أوراق مالية لشركات تحت التصفية، أو في حالة إفلاس، إلى منع صندوق الاستثمار من الاستفادة من حالة الشركات المتعثرة ماليًا، وذلك بشراء أوراقها المالية بعد أن تكون فقدت قيمتها، ثم بعد ذلك تقوم صناديق الاستثمار بتصفيتها بطريقة تحقق لها أعلى معدل من الأرباح المتوقعة.

وعلة منع صناديق الاستثمار من ذلك العمل، هو ما تحتوي عليه هذه العملية من مخاطر، حيث أنها تقوم على عامل المجازفة، ومن ثم تتجاوز الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار، المتمثل في إدارة حوافظ الأوراق المالية لتحقيق العائد الآمن والمستقر^(٢).

وقد نص المشرع المصري على هذا الحظر، فنص في المادة (١٦٨) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥

(1) Jean Moliérac, les sociétés d'investissement, op. cit, p 20.

(2) G. Lagarde, Les sociétés d'investissement et l'ordonnance, op. cit, p 135.

لسنة ١٩٩٢ في الفقرة (٢)، على أن يحظر على مدير الاستثمار، شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية، أو في حالة إفلاس).

وبذلك يكون المشرع المصري قاطعا في حظر القيام بهذه الأعمال من جانب مدير الاستثمار، وذلك لما يترتب على هذا العمل من خطر شديد قد يتعرض له صندوق الاستثمار، نتيجة لما يتحمل من تعرضها لهبوط شديد في قيمتها التجارية.

ويعد هذا النص متماشيا مع ما ذهب إليه القانون الفرنسي؛ حيث نص المشرع الفرنسي في المادة (٦) فقرة (٣) من قانون شركات الاستثمار، على أنه (يحظر على شركات الاستثمار اكتساب الأوراق المالية لشركات تحت التصفية أو التي في حالة إفلاس، خاصة متى كان ذلك بهدف تصفيتها لمصلحة صناديق الاستثمار).

٣- أعمال السيطرة الممنوعة على صندوق الاستثمار:-

لا ريب في أن الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار- تمنع الصندوق من السيطرة على الشركة التي يكتسب أسهمها عن طريق حيازته لمجموعة من الأسهم فيها، حتى وإن كانت تكفي للسيطرة عليها، لأن ذلك يخالف مبدأ توزيع المخاطر وعدم التركيز، ولا يضمن توزيع استثمارات الصندوق على عدد من الأهداف الاستثمارية، وهذا ما يتضح لنا من نصوص القانون المصري.

وقد نص المشرع المصري في المادة (١٤٩) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الفقرة (٣) على (آلا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على (١٠%) من أموال الصندوق، وبما لا يجاوز (١٥%) من أوراق تلك الشركة).

وكذلك نصت الفقرة (٤) من ذات المادة، والتي تنص على أنه (يجوز للصندوق استثمار أمواله في شراء وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى

بنسبة لا تزيد عن (٢٠%) من إجمالي صافي قيمة أصوله في صندوق واحد، وبما لا يجاوز (٥%) من قيمة الصندوق المستثمر فيه).

ونصت الفقرة (٢) من ذات المادة والتي تنص على أن (تكون قرارات الاستثمار متفقة مع ممارسات الاستثمار الحكيمة، مع الأخذ في الاعتبار مبدأ توزيع المخاطر، وعدم التركيز).

وبناء عليه، يحظر على مدير الاستثمار، وفقاً لمعيار الإدارة السليمة لحافظة الأوراق المالية، أن يقوم بتركيز استثمارات الصندوق في مجال استثماري واحد، بما يحول دون توزيع مخاطر الاستثمار، وحتى ولو كان ذلك لرغبة في السيطرة على الشركة التي يوجه استثمار الصندوق إليها.

إلا أنه يحدث أن تقوم المجموعات المالية بحيازة نسبة كبيرة من صكوك صندوق الاستثمار بهدف السيطرة عليه ذاته ليكون مصباً للصكوك الرديئة، التي تمتلكها هذه المؤسسات، ولا تستطيع التخلص منها في سوق الأوراق المالية، حيث تعطي هذه المؤسسات توجيهاتها إلى مدير الاستثمار لشراء هذه الصكوك، وإدراجها في حافظة الأوراق المالية للصندوق^(١).

ونظراً لخطورة هذا الأمر، وما قد يؤدي إليه من أضرار بسوق المال، فقد قام المشرع المصري بوضع مجموعة من الضوابط تحول دون السيطرة على صناديق الاستثمار؛ حيث نصت المادة (١٥٠) من قرار وزير الاستثمار ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أنه (لا يجوز أن يزيد

(1) Louis M. Servien, Les fonds de placement collectif en Suisse (investment trusts), Impr. H. Jaunin, 1958, Digitized 26 Jun 2009, p 130.

الحد الأقصى للأموال المستثمرة في الصندوق عن خمسين ضعف رأس مال الصندوق، الذي يجب ألا يقل عن خمسة ملايين جنيه مدفوعة نقدًا).

ونص في المادة (١٤٦) من اللائحة السابقة على أن يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة، تكون أغلبية أعضائه من غير المساهمين فيه، وكذلك حملة الوثائق أو المتعاملون معهم، أو الأشخاص المرتبطة، والأطراف ذوي العلاقة).

وكذلك نصت المادة (١٦٨) من ذات اللائحة في الفقرة (٢)، على أن يحظر على مدير الاستثمار القيام باستخدام أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة " فيما عدا صناديق الملكية الخاصة"، أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية، أو في حالة إفلاس)، وفي الفقرة (٥) على أن يحظر على مدير الاستثمار أن تكون له مصلحة من أي نوع في الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية، لحساب الصندوق الذي يديره)، وفي الفقرة (٧) على أن يحظر على مدير الاستثمار أن يشتري أسهما غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية في مصر أو في الخارج أو مقيدة في بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية مماثلة للهيئة).

وبناء على هذه النصوص يكون المشرع المصري قد وضع ضوابط تضمن تفادي سيطرة المؤسسات المالية على صناديق الاستثمار من جهة، ومن جهة ثانية تضمن عدم تعامل مدير الاستثمار في الأوراق المالية الرديئة بشرائها، ومن جهة أخيرة لا يجعل من صندوق الاستثمار مصبا للصكوك الرديئة التي تملكها المؤسسات المالية المساهمين في الصندوق.

المبحث الثاني

إدارة النشاط المالي لصناديق الاستثمار

يحكم النشاط المالي لصناديق الاستثمار ثلاثة مبادئ، الأول: احتياطات الصندوق ومصاريف الإدارة، والثاني: توزيع الأرباح والخسائر على المساهمين في الصندوق. والثالث: تصفية حصص الشركاء. وهذا ما سوف نتعرض له من خلال التقسيم الآتي.

المطلب الأول : احتياطات صندوق الاستثمار ومصاريف إدارته.

المطلب الثاني : توزيع عائد صندوق الاستثمار على المساهمين.

المطلب الثالث : إعادة شراء حصص المساهمين .

المطلب الأول

احتياطات صندوق الاستثمار ومصاريف إدارته

تحرص صناديق الاستثمار على تكوين احتياطات لها، تواجه بها الظروف الغير متوقعة، وتمثل تلك الاحتياطات أهمية كبرى في مجال الاستثمار في الأوراق المالية وذلك من جانبين، الأول: التغييرات المستمرة في سوق الأوراق المالية، والتي تتغير من يوم لآخر، وما قد ينتج عن ذلك من خسائر تحتاج إلى تعويضها. الثاني: أن هذه الاحتياطات تمثل مصدراً يمكن للصندوق اللجوء إليه، من أجل الدخول في مجالات استثمارية جديدة.

وتنشأ هذه الاحتياطات عن طريق عدة طرق، من أهمها أن يقوم بالاحتفاظ بنسبة من أرباحه لتكوين ذلك الاحتياطي، إلا أن تكوين هذا الاحتياطي، وفقاً لهذه الطريقة، يتوقف على مدى حرص الصندوق على تكوين هذا الاحتياطي.

واحتياطات الصندوق- كما ذهب جانب من الفقه^(١) تنشأ في حالة اهتمام صندوق الاستثمار أولاً بتكوين تلك الاحتياطات، التي تضمن له استمرار الاستثمار في أوقات الأزمات الاقتصادية، حتى ولو كان ذلك على حساب الأرباح القابلة للتوزيع على الشركات.

وقد نص المشرع المصري في المادة (١٦٣) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الفقرة (٢) على أن (يتم حساب قيمة الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها، عند إعداد القوائم المالية، على أساس قيمتها السوقية، ويجوز لمدير الاستثمار احتساب مخصصات للأسهم التي لا تتداول لمدة أكثر من ٣٠ يوماً).

ويتضح لنا من ذلك أن المشرع المصري لم يضع أحكاماً خاصة تنظم مسألة تكوين احتياطات صندوق الاستثمار؛ حيث لا يلزم صندوق الاستثمار بتكوين احتياطات له لمواجهة الأزمات.

ولا شك أن هذا الأمر يحتوي على خطورة كبيرة، تتساوى مع أحد أهداف صناديق الاستثمار، وهي تحقيق عائد مستمر لا يتأثر بالتقلبات الاقتصادية، وهذا الأمر كان سبباً رئيساً في تصفية العديد من صناديق الاستثمار خلال الأزمة المالية العالمية

(1) Alain-Gérard Cohen, Les Sociétés et les fonds de placement en Grande-Bretagne : "Investment trusts et Unit trust, Thèse. .Sc. Econ. Paris, 1958, p126.

عام ١٩٢٩، وذلك نتيجة إفراطها في توزيع الأرباح، دون أن تتوافر لديها الاحتياطات الكافية للتغلب على هذه الأزمة^(١).

ولا نرى أن النص الوارد في المادة (١٥٠) من اللائحة سالفه الذكر، والذي ينص في الفقرة (٢) على أنه (يجب على الصندوق أن يحتفظ بجزء من أمواله في صورة سائلة، للحفاظ على درجة المخاطر المرتبطة بمحفظته، ويجوز للصندوق استثمار هذه الأموال في قنوات استثمارية منخفضة المخاطر، وقابلة للتحويل إلى نقدية عند الطلب)، ويكفي لإلزام صندوق الاستثمار بتكوين احتياطي قادر على مواجهة الأزمات المالية، والتقلبات التي قد تحدث في سوق الأوراق المالية.

لذا نناشد المشرع المصري النص صراحة على ضرورة التزام صندوق الاستثمار بتكوين احتياطي وذلك عن طريق تجنب قدر محدد من القيمة السوقية للأوراق المالية عند حساب القوائم المالية، إذا ما بلغ هذا الاحتياطي قدر ما.

ونناشد المشرع المصري السير على مسلك المشرع الفرنسي في هذا الأمر؛ حيث نص المشرع الفرنسي في المادة (٩) من القانون شركات الاستثمار الصادر عام ١٩٤٥، على أن: (لا يكون قابلاً للتوزيع على الشركاء سوى الفوائد، والأرباح، والمتأخرات، والعوائد الأخرى المتحققة للأوراق المالية المدرجة في حافظة الصندوق، طالما لم تبلغ الاحتياطات مقدار رأس المال).

وبناء على هذا النص يلتزم صندوق الاستثمار بإقامة توازن بين توزيع الأرباح على المساهمين في الصندوق، وبين تكوين احتياطات كافية لمواجهة ما قد يحدث من تقلبات اقتصادية، حيث يفرض هذا النص على صندوق الاستثمار استخدام زيادة قيمة

(1) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op.cit, p 126.

الأوراق المالية في تكوين احتياطي الصندوق إلى أن يبلغ هذا الاحتياطي مقدار رأس المال. وذهب جانب من الفقه^(١) إلى أن المشرع الفرنسي أراد من ذلك عدم انشغال صندوق الاستثمار بتوزيع الفوائد السريعة التي تتحقق نتيجة لزيادة قيمة الأوراق المالية بفعل المضاربة عليها، كما ذهب جانب آخر من الفقه^(٢) إلى عدم حرمان المساهمين من الحصول على الأرباح الناتجة عن زيادة قيمة الأوراق المالية، طالما نجح الصندوق في تكوين الاحتياطيات الكافية لمواجهة التقلبات الاقتصادية.

أما عن مصاريف إدارة صناديق الاستثمار، وهي المصاريف التي يتكبدها صندوق الاستثمار في سبيل طرح الصكوك التي تمثل حصص المساهمين للاكتتاب العام، وهي مصروفات النشر، والدعاية اللازمة لمواجهة المنافسة، والمكافآت، والأجور، والعمولات التي يؤديها الصندوق لمستخدميه، أو لمديري الاستثمار، أو لمروجي الصكوك في سوق الأوراق المالية، أو نحو ذلك من مصاريف^(٣)، ويقصد بمصاريف الإدارة أيضا الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر في مقابل إدارة صندوق الاستثمار، والتي تتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية، أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق^(٤).

(1) Alain-Gérard Cohen, Les Sociétés et les fonds de placement en Grande-Bretagne , op cit, p 77.

(2) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, op. cit, p 78.

(3) Jacques de Lander, Une formule moderne de placement des capitaux: les investment trusts, Librairie du recueil Sirey, 1929, p36.

(٤) د. منير إبراهيم هندی، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٥٣.

وترجع أهمية تلك المصاريف إلى سبب هام، وهو أنه ليس من مصلحة المساهمين في صندوق الاستثمار إطلاق يد مدير الاستثمار في إنفاق تلك المصاريف، مما قد يؤدي إلى تقليل الأرباح القابلة للتوزيع عليهم.

وتعمل صناديق الاستثمار دائما على خفض تلك المصاريف إلى أقل حد ممكن، حيث تمثل هذه المصاريف عبئا من الأعباء المالية التي يتحملها صندوق الاستثمار من أرباحه الإجمالية، ومن ثم تمثل هذه المصاريف ما يعرف بنفقة خدمة إدارة حافظة الأوراق المالية، وهي نفقة تحدد بصورة إجمالية بنص القانون^(١).

ولم ينص المشرع المصري صراحة على مصاريف الإدارة، بل اكتفى بالنص عليها ضمنيا؛ حيث نصت المادة (١٥٤) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في الفقرة (٢٠)، على أنه (يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات الآتية:- أية أعباء مالية يتحملها حملة الوثائق).

ونرى مع جانب من الفقه^(٢) إلى أنه من الملائم ربط أتعاب الإدارة بالقيمة السوقية الكلية لمكونات الصندوق، حيث أن هذا الأمر سوف يجعل الإدارة تسعى لزيادة تلك القيمة، إما من خلال الأداء الجيد الذي من شأنه أن يحدث تحسنا في القيمة السوقية للأسهم ويترك أثرا بالتالي على قيمة الأصل الصافية أو من خلال الحملات الإعلانية لجذب المزيد من المستثمرين.

(1) Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit, p253.

(٢) د. منير إبراهيم هندی، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٥٣.

ونذهب كذلك مع جانب من الفقه^(١) من أنه يفضل وضع تقدير إجمالي لمصاريف الإدارة، على ألا تخصم من الأرباح المتحققة من الإدارة العادية لحافضة الأوراق المالية، وأن تخصم من زيادة القيمة المتحققة لهذه الأوراق في السوق المالية.

المطلب الثاني

توزيع عائد صندوق الاستثمار على المساهمين

تنقسم أرباح صناديق الاستثمار إلى نوعين: الأول هو حصص الأرباح المتحصلة من عائد الأسهم والأرباح التي تحققها، وحصص التأسيس، وفوائد الصكوك والسندات. والثاني: الأرباح المتحققة من فروق الأسعار التي يحققها صندوق الاستثمار من عمليات شراء وبيع الأوراق المالية في البورصة.

إلا أن صندوق الاستثمار قد يحقق بعض الخسائر والتي قد تعود إلي نقص قيمة الأوراق المالية نتيجة شرائها وبيعها.

ويثور التساؤل: كيف يمكن تقسيم أرباح وخسائر الصندوق على المساهمين؟ وهذا ما سوف نوضح فيما يلي:-

أولا توزيع حصص الأرباح:

تنقسم الأرباح التي يحققها صندوق الاستثمار إلى نوعين: -

(1) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op.cit, p 130 .

النوع الأول وهو الأرباح المتحققة نتيجة إدارة الصندوق لحافطة الأوراق المالية:

وهي الفوائد المستحقة لدى الشركات أو البنوك التي أصدرتها، فيتم توزيعها في إطار القواعد والنصوص التي تلزم صندوق الاستثمار بتوزيع الأرباح على الشركاء فيه، ولا يثير توزيع هذه الأرباح أية مشكلات؛ فهي الأرباح التي يسعى صندوق الاستثمار لتحقيقها من وراء تكوين وإدارتها حافطة الأوراق المالية.

ونص المشرع المصري في المادة (١٥٢) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ في الفقرة (٤)، على أن تخول هذه الوثائق للمستثمرين حقوقا متساوية قبل الصندوق، ويكون لحاملها حق الاشتراك في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق، كل بنسبة ما يملكه، وفقا للشروط والأوضاع التي تبينها نشرة الاكتتاب، ويقصد بالوثائق هنا وثائق الاستثمار^(١).

ونص المشرع المصري في المادة (٣٦) من قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الفقرة (٢) على أن (حملة وثائق الاستثمار التي يصدرها الصندوق يشتركون في نتائج استثمارية)، ومن ثم، وبناء على هذه المادة يشترك حامل وثيقة الاستثمار في العائد من الصندوق الاستثمار سواء كان ذلك العائد أرباحا أم خسائر.

ونصت المادة (٣٧) من القانون سالف الذكر في الفقرة (٢)، على أن (يجب أن تشتمل نشرة الاكتتاب في هذه الوثائق على بيان طريقة توزيع الأرباح السنوية، وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية).

(١) وثيقة الاستثمار هي: ورقة مالية تمثل حصة حامل الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق.

وبذلك يكون المشرع المصري قد صرح بنصوص صريحة على أن لحملة وثائق الاستثمار الحق في الاشتراك في العائد من استثمار الصندوق لأموالهم.

النوع الثاني: وهو الأرباح المتحققة من فروق الأسعار التي يحققها صندوق الاستثمار:

وهي فروق الأسعار التي يحققها صندوق الاستثمار من عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في البورصة، واختلف الفقه حول توزيع هذه الأرباح، فذهب جانب من الفقه^(١) مؤيد لتوزيع تلك الأرباح، إلى أن المساهمين في صندوق الاستثمار لا يقبلون الانضمام إلى الصندوق إلا لأنهم يسعون إلى تحقيق عائد إضافي، والحصول عليه بجانب حصص الأرباح، وهذا العائد يتمثل في زيادة القيمة المتحققة من فروق أسعار الأوراق المالية المدرجة في حافظة الأوراق المالية، ومن ثم فلو تم حرمان هؤلاء المساهمين من توزيع ذلك العائد، لدفعهم إلى الانصراف عن الصندوق، وتطلب تصفية حصصهم فيه، والعودة إلى إدارة أموالهم بطريقة مباشرة.

أما على الجانب المعارض لتوزيع هذه الأرباح فذهب جانب من الفقه^(٢) إلى أن الحرص على توزيع هذه الأرباح يعد عاملاً قد يدفع صناديق الاستثمار إلى المضاربة على فروق الأسعار، للحصول على أرباح سريعة، دون النظر إلى ما قد ينجم عن تقلبات البورصة من عواقب، كمنقص قيمة الأوراق المالية، ومن ثم تفقد صفة الأمن والاستقرار.

(1) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, op. cit, p78 .

(2) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op.cit, p 932 .

إلا أننا نرى أنه من العدالة توزيع أرباح زيادة قيمة الأوراق المالية على المساهمين، إلا أنه يجب العمل أيضا على توفير احتياطي لصندوق الاستثمار لمواجهة التقلبات الاقتصادية، التي من شأنها أن تؤثر على أرباح المساهمين في الصندوق، وهذا الأمر يستلزم توفير جزء من أرباح زيادة القيمة، واستخدامها في تكوين احتياطيات الصندوق لتكون صمام الأمن ضد ما قد يحدث من تقلبات اقتصادية بالبورصة.

ثانيا : توزيع الخسائر:

قد يظهر في نهاية السنة المالية عند جرد حافظة الأوراق المالية للصندوق الاستثمار- أن هذه الحافظة قد لحق بها بعض الخسائر، نتيجة نقص قيمة الأوراق المالية، نتيجة لفروق أسعار البيع والشراء في مختلف العمليات التي وقعت على هذه الأوراق، مما يمثل خسارة تلحق بالصندوق، لذا فيتعين بحسب الأصل توزيع هذه الخسائر على المساهمين.

وهذا ما نصت عليه المادة (١٥٢) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في الفقرة (٢)، بالنص على أن (تخول هذه الوثائق للمستثمرين حقوقا متساوية قبل الصندوق، ويكون لحاملها حق الاشتراك في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمار الصندوق كل بنسبة ما يملكه، وفقا للشروط والأوضاع التي تبينها نشرة الاكتتاب).

ولكن يثور التساؤل في حالة تحقق زيادة في قيمة بعض الأوراق المالية، في حين لحق ببعض الآخر من الأوراق المالية في ذات المحافظة الخسائر، فهل يجب على صندوق الاستثمار أن يجنب جزءا في الأرباح قابلة للتوزيع لتغطية نقص القيمة في الأوراق المالية الخاسرة؟

الإجابة على هذا السؤال تتعين أن نفرق بين نقص القيمة الكلي في الأوراق المالية، ونقص القيمة الجزئي.

أولاً: نقص القيمة الكلي في الأوراق المالية:

في هذه الحالة يستغرق النقص كل الأرباح القابلة للتوزيع على الشركاء، وحينئذ يعتبر مدير الاستثمار قد ارتكب جريمة توزيع أرباح صورية، إن قام بتوزيع هذه الأرباح دون أن يقطعوا منها نقص القيمة الكلي، لأن هذا التوزيع لا يعد توزيعاً لأرباح حقيقة، لوجود الخسارة التي استغرقتها^(١).

ونذهب مع جانب من الفقه^(٢) - إلى أن هذا الحكم لا يتفق مع طبيعة صناديق الاستثمار، التي يهدف المساهمون إلى الاشتراك فيها، للحصول على عائد سنوي مستقر، وهو العائد الذي ينتج من إدارة حافظة الأوراق المالية، ومن ثم لا يجوز لمدير صندوق الاستثمار حرمان المساهمين من توزيع هذه الأرباح، عن طريق استخدامها في تغطية نقص القيمة الكلي في الأوراق المالية.

ونظراً لعدم وجود نص في القانون المصري ينظم تلك المسألة، فنناشد المشرع المصري تبني الاتجاه السابق؛ بحيث لا يحرم المساهمين من توزيع العائد الإضافي لتغطية نقص القيمة الكلي في الأوراق المالية.

(١) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المشترك، مرجع سابق، ص ٥٥٣، ٥٥٤.

(2) Fain (G), Investment trusts, investment companies et sociétés d'investissements, op. cit, p 140.

ثانياً: حالة نقص القيمة الجزئي:-

في هي الحالة التي يحدث فيها لحافضة الأوراق المالية زيادة جزئية في قيمة بعض الأوراق المالية المدرجة، فيها نتيجة لفروق الأسعار، ويذهب الفقه^(١) إلى أنه في هذه الحالة يجب إجراء عملية مقاصة بين زيادة قيمة الأوراق المالية ونقص قيمة الأوراق المالية، بحيث يتم تغطية نقص قيمة الأوراق الخاسرة من الأوراق المالية التي حققت زيادة في القيمة.

وبناء عليه فإذا أسفرت هذه المقاصة على الباقي من الأرباح الناتجة عن الزيادة في القيمة، وزعت هذه الأرباح الباقية على المساهمين، أما إذا أسفرت المقاصة عن خسائر ناتجة عن نقص القيمة في الأوراق المالية، وجب تغطيتها من احتياطي الصندوق.

المطلب الثالث**إعادة شراء حصص المساهمين**

تحكم عملية إعادة شراء حصص المساهمين نتيجة للتصفية، أو لخروج أحد المساهمين من الصندوق عدة قواعد يمكن توضيحها من خلال التقسيم الآتي :-

الفرع الأول : إعادة شراء حصص المساهمين في حالة التصفية.

الفرع الثاني : قواعد تصفية حصص المساهمين المعاد شراؤها .

الفرع الثالث : خروج أحد المساهمين من صندوق الاستثمار .

(1) Joseph Hamel ,Les Sociétés d'investissement, op. cit, p 26.

الفرع الأول

إعادة شراء حصص المساهمين في حالة التصفية

يعد من أهم الالتزامات المفروضة على صناديق الاستثمار، الالتزام بإعادة شراء حصص المساهمين فيها الراغبين في الخروج منه.

ويعتبر هذا الأمر حقا لكل مساهم في الصندوق، ويعرف بحق إعادة شراء الحصص أو بحق الانسحاب أو بحق الخروج من الصندوق في كل وقت^(١).

ونص المشرع المصري في المادة (١٥٤) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في الفقرة (١٧) على أن (يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات الآتية: ١٧- بيان ما إذا كان يجوز استرداد قيمة الوثيقة قبل انتهاء مدة الصندوق)، وبذلك يكون المشرع المصري قد ترك مسألة حق إعادة شراء حصص المساهمين لنشرة الاكتتاب في الصكوك التي يصدرها الصندوق، ولم يفرضها عليهم ويؤكد ذلك أيضا ما نصت عليه المادة (١٥٩) من ذات اللائحة السابقة في الفقرة (١) بالنص على أنه (لا يجوز للصندوق أن يرد إلى حملة الوثائق قيمة وثائقهم أو أن يوزع عليهم عائدا بالمخالفة لشروط الإصدار).

لذا يلزم أولا أن تنص نشرة الاكتتاب على إمكانية استرداد المساهمين لقيمة وثيقة الاستثمار، حتى يكون للمساهمين الحق في المطالبة بهذه القيمة، ومن ثم يلتزم الصندوق بشراء حصص هؤلاء المساهمين وهذا ما نصت عليه المادة (١٥٩) من اللائحة سالفة الذكر حيث نصت على أنه (لا يجوز للصندوق أن يرد إلى حملة الوثائق

(1) James C. Baillie, Warren M.H. Grover, *Projet d'une loi canadienne sur les fonds de placement, Consommation et Corporations*, 1974, p 31.

قيمة وثائقهم أو أن يوزع عليهم عائدا بالمخالفة لشروط الإصدار، ويلتزم الصندوق باسترداد وثائق الاستثمار بمجرد الطلب وبما يتفق وأحكام هذه المادة، ويجوز الوقف لعمليات الاسترداد أو السداد النسبي متى طرأت ظروف استثنائية تبرر هذا الوقف وكانت مصلحة حاملي الوثائق تتطلب ذلك، وذلك وفقا للشروط التي يحددها النظام الأساسي للصندوق ونشرة الاكتتاب).

ونصت المادة (١٥٩)، سالفه الذكر على هذه الحالات التي تعد ظروفًا استثنائية^(١)، والتي تبرر وقف عمليات استرداد قيمة الوثائق، وكذلك أشارت ذات المادة إلى الجهة المشرفة على عملية وقف الاسترداد في هذه الحالة^(٢).

وبناء عليه يلتزم صندوق الاستثمار باسترداد الوثائق، ويقبل طلبات التصفية من المساهمين الراغبين في الخروج من الصندوق في كل وقت، وفي جميع الأحوال العادية، أما في الحالات الاستثنائية، والتي ورد ذكرها في نص المادة سالفه الذكر، يجوز وقف عمليات الاسترداد، ويكون هذا الوقف مؤقتًا إلى أن تزول أسبابه.

(١) وردت الظروف الاستثنائية نصت المادة (١٥٩) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الفقرة (٥) على أن (وتعتبر الحالات التالية ظروفًا استثنائية تبرر وقف عمليات الاسترداد :- ١- تزامن طلبات التخارج من الصندوق، وبلوغها حدا كبيرا يعجز معها مدير الاستثمار عن الاستجابة لطلبات الخروج . ٢- عجز شركة الإدارة عن تحويل الأوراق المالية المدرجة في حافظة الصندوق إلى مبالغ نقدية لأسباب خارجة عن إرادتها . ٣- انخفاض قيمة الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق نتيجة للهبوط الفجائي في أسعار هذه الأوراق، بما يؤدي إلى انخفاض قيمة أصول الصندوق بصورة كبيرة . ٤- حالات القوة القاهرة).

(٢) نصت الفقرة (٦) من المادة (١٥٩) من اللائحة المشار إليها على أن (ويتم الوقف أو السداد النسبي وتقدير هذه الظروف الاستثنائية وغيرها تحت إشراف الهيئة بعد الحصول على موافقتها، ويكون هذا الوقف مؤقتًا إلى أن تزول أسبابه والظروف التي استلزمته).

كما أن هذه الظروف الاستثنائية التي قد يمر بها الصندوق- قد تثني المساهمين أنفسهم عن استخدام حقهم في طلب إعادة شراء حصصهم، مثال ذلك نقص قيمة الأوراق المالية المدرجة في حافظة الأوراق المالية، فقد يرى المساهمون في الصندوق أنه ليس الوقت المناسب لطلب تصفية حصصهم^(١).

الفرع الثاني

قواعد تصفية حصص المساهمين المعاد شراؤها

نص المشرع المصري في المادة (١٥٩) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الفقرة (٥)- على أن (يتم تحديد مقابل استرداد الوثائق غير المقيدة ببورصة الأوراق المالية بقيمة صافي القيمة السوقية لأصول الصندوق على عدد الوثائق القائمة، وذلك في نهاية عمل يوم تقديم طلب الاسترداد، ويتم خصم قيمة الوثائق المطلوب استردادها من أصول الصندوق اعتباراً من اليوم التالي لتقديم طلب الاسترداد، ويجب مراعاة خصم مصاريف تصفية الحصة من القيمة المستحقة عنها للمستثمر المتخرج، على أن يتم الوفاء بقيمة الوثائق المطلوب استردادها خلال يومي عمل من تاريخ طلب الاسترداد).

ومن خلال هذه المادة يمكننا استخراج القواعد التي تحكم عملية تصفية حصص المساهمين المعاد شراؤها، وهي كما يلي:

١- تحدد قيمة تصفية حصة المساهم الراغب في الخروج من صندوق الاستثمار، بقسمة القيمة الحقيقية لأصول الصندوق على عدد الحصص التي ينقسم إليها

(1) Schlogel (M), Qu'offrent les S.I.C.A.V.? Révue de Banque le marché financier, 1971, p 18.

رأس مال الصندوق، وهي الحصص التي تمثلها الشهادات المصدرة من صندوق الاستثمار، بغرض تمثيل حصص المساهمين، وذلك في نهاية العمل في اليوم الذي يقدم فيها طلب الاسترداد.

٢- تجب مراعاة خصم مصاريف تصفية الحصة من القيمة المستحقة عنها للمساهم المتخرج.

٣- يتم استرداد قيمة الوثائق المطلوب استردادها خلال يومي عمل من تاريخ طلب الاسترداد.

والأصل أن يكون للمساهم، الذي يرغب في الخروج، الحصول على قيمة تصفية حصته نقدًا، ومع ذلك فمن الجائز الوفاء بهذه القيمة بمقابل، يتمثل في بعض الأوراق المالية المكونة لحافظة الصندوق، متى وافق المساهم المتخرج على هذا الوفاء، وبشرط أن تكون هذه الرخصة مقررّة في القانون، أو نشرة الاكتتاب^(١).

ويجب الإشارة إلى أن وجود نصوص واضحة في القانون أو نشرة الاكتتاب، يوضح المسائل التي تحكم عملية تصفية حصص المساهمين، وتضمن وحدة الأساس الذي يعتمد عليه صندوق الاستثمار في تقدير قيمة حصص المساهمين الراغبين في الخروج منه، وحصص المساهمين الراغبين في الانضمام إليه- يؤدي إلى ترغيب المدخرين في توظيف مدخراتهم في صناديق الاستثمار، لأنه يجعل كل مدخر يعلم مقدّمًا ثمن الحصة التي يرغب في شرائها أو تصفيتها^(٢).

(١) د. حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، مرجع سابق ، ص ٥٦٤ ، ٥٦٥ .

(2) James C. Baillie, Warren M.H. Grover, *Projet d'une loi canadienne sur les fonds de placement*, op. cit , p 31.

الفرع الثالث

خروج أحد المساهمين من صندوق الاستثمار

لكل مساهم في صندوق الاستثمار الحق في طلب تصفية حصته في صندوق الاستثمار، ولا يؤدي هذا الأمر إلى انقضاء الصندوق.

ولا يثير مسألة خروج أحد المساهمين من صندوق الاستثمار أية صعوبة، إلا إذا تعلق هذا الخروج بنوع من صناديق استثمار يقوم على الملكية المشتركة، كصناديق الاستثمار المصرية.

ففي حالة الملكية المشتركة، لأموال صناديق الاستثمار، تنشأ جماعة تعرف بجماعة المساهمين في الملكية^(١)، ويظهر وجه الصعوبة هنا في خروج أحد المساهمين من الصندوق، مع اتفاهه على الاستمرار لفترة محددة بعد الخروج من الصندوق.

ولقد حاول المشرع المصري التغلب على ذلك، بالنص في المادة (١٦٥) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أن (ينقضي الصندوق في الحالات التالية: ١- انتهاء مدته. ٢- تحقيق الغرض الذي أنشئ من أجله، أو إذا استحال عليه مواصلة تنفيذ غرضه. وفي جميع الأحوال لا يجوز تصفية الصندوق دون الحصول على موافقة مجلس إدارة الهيئة).

(١) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ٥٦٦.

وبذلك يكون المشرع المصري قد قام بإقرار حكم يقيد وجوب استمرار صندوق الاستثمار حتى انتهاء مدته، أو تحقيق الغرض الذي أنشئ من أجله، حتى بعد خروج أحد المساهمين من الصندوق أثناء هذه المدة نتيجة لتصفية حصته ويذهب جانب من الفقه^(١) إلى أن خروج أحد المساهمين من صندوق الاستثمار بناء على طلبه، يعد إنهاء من جانبه، لو كالة شركة الإدارة، ومن ثم تنهي هذه الوكالة بالنسبة له حتماً.

(1) Muiler (m), L' epergne des menages et la certificate d'investissement trast,p 151.

الفصل الثالث

الرقابة على صناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار هي مؤسسات تدير حجم أموال ضخمة، تسعى من خلال استثماره إلى تحقيق العائد الآمن والمستقر، الأمر الذي يستلزم إخضاعها لصور مختلفة من الرقابة لضمان حماية هذه الأموال وعدم خروجها عن الهدف من إنشائها. ومن ثم تنصب الرقابة في الأساس على الشركات التي تدير صناديق الاستثمار (مدير الاستثمار).

وتهدف الرقابة على شركات إدارة صندوق الاستثمار إلى إحكام السيطرة على الأسواق المالية، وتدعيم وسائل حماية حقوق المتعاملين بها، وذلك من خلال مراقبة سلوك شركة إدارة الصندوق من خلال مراقبة قدرتها على تداول أسهمها، وكذلك مراقبة سياسات الشركة، وقدرتها على تنفيذ هذه السياسة، وهذه الرقابة قد تكون داخلية، وقد تكون خارجية، فضلا عن الرقابة عن طريق النشر.

ويمكننا توضيح ذلك من خلال التقسيم الآتي :

المبحث الأول : الرقابة على شركة إدارة صندوق الاستثمار.

المبحث الثاني : النشر كوسيلة للرقابة على صندوق الاستثمار.

المبحث الأول

الرقابة على شركة إدارة صندوق الاستثمار

يختلف أسلوب ممارسة الرقابة على صناديق الاستثمار باختلاف الشكل القانوني للصندوق؛ ففي حالة اتخاذ الصندوق شكل الشركة المساهمة، والتي تتخذ فيها إدارتها صفة مدير الاستثمار يستطيع المستثمرون فرض رقابتهم بصفتهم مساهمين من خلال اجتماعات الجمعية العامة لشركة الصندوق، والتي يجب أن تنعقد مرة واحدة على الأقل في كل عام^(١).

أما إذا اتخذ الصندوق الشكل القانوني للوحدة الاستثمارية داخل الشركة المنشئة له، فإنه سيفتقد الشخصية المعنوية ولن تُعقد له بالتالي اجتماعات جمعية عامة مستقلة، وتكون الطريقة الوحيدة لفرض المستثمرين رقابتهم بصفتهم أصحاب حصص استثمارية هي تعيين مجلس رقابة من بينهم يتكون من سبعة أعضاء على الأقل ليُمارس مهمته الرقابية على عمل المدير بحرية تامة واستقلالية كاملة.

ولهذا المجلس الحق في أن يطلب من مدير الاستثمار تزويده بأية معلومات وبيانات وعمليات تخص الصندوق يرغب في الاطلاع عليها، وذلك في حدود عدم تدخله في إدارة استثمارات الصندوق، والتي يبقى المسئول الأول والأخير عنها وعن تبعاتها مدير الاستثمار. ويجب على هذا

(١) د. أحمد قاسم فرح، صناديق الاستثمار الجماعى العقارى الاسلامى، مرجع سابق، ص ٢٣٠.

المجلس الاجتماع لمرتين على الأقل في السنة الاطلاع بقية المستثمرين على تفاصيل ونتائج عملياته الرقابية^(١).

لذا تنقسم الرقابة على شركة إدارة صندوق الاستثمار إلى نوعين من الرقابة: النوع الأول: رقابة داخلية، والنوع الثاني: رقابة خارجية.

ويمكننا تناول هذا النوعان من خلال التقسيم الآتي :-

المطلب الأول : الرقابة الداخلية على شركة إدارة صندوق الاستثمار .

المطلب الثاني :- الرقابة الخارجية على شركة إدارة صندوق الاستثمار.

المطلب الأول

الرقابة الداخلية على شركة إدارة صندوق الاستثمار

تشترط الفقرة (٣١) من الفقرة (٢٤) من المادة (٢١٤) من القانون النقدي والمالي على (مدير استثمار الصندوق الاستثمار تعيين مدقق لحسابات الصندوق بشرط أخذه لموافقة سلطة الأسواق المالية على هذا التعيين، وتكمن مهمة المدقق الرئيسة في مراقبة الحسابات الدورية والسنوية للصندوق والمصادقة عليها وتدوين أية ملاحظات له عليها وإعلام المستثمرين بها).

ونصت المادة (٤٠) من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أن (يتولى مراجعة حسابات الصندوق مراقبان للحسابات يختاران من بين

(١) المرجع السابق، ص ٢٣١.

المقيدين في سجل يعد لهذا الغرض، بالتشاور بين الهيئة العامة لسوق المال والجهاز المركزي للمحاسبات، ولا يجوز للمراقب الواحد أن يراجع حسابات أكثر من صندوقين في وقت واحد).

ويتضح لنا من هذا النص أن المشرع المصري باشر الرقابة الداخلية على صندوق الاستثمار من خلال ما يسمى بمراقبي الحسابات وتتميز الرقابة عن طريق مراقبي الحسابات كما ذهب جانب من الفقه^(١)، بأنها تتمتع بالطابع النظامي، حيث تقوم أحكامها على هذا الطابع، ويضاف إلى ذلك أنه بمقتضى هذا النوع من الرقابة يعتبر المراقب الحسابي عضواً حقيقياً في شركة صندوق الاستثمار، مما يجعل مسئولية هذا المراقب عن الرقابة من طبيعة تجارياً^(٢).

وأوجب المشرع المصري اشمال نشرة الاكتتاب في وثائق صندوق الاستثمار على أسماء مراقبي الحسابات، ويتضح لنا ذلك من نص المادة (١٥٤) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وذلك بالنص في الفقرة (١١) على أنه (يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات الآتية: ١- أسماء مراقبي حسابات الصندوق).

ونصت المادة (١٦٣) من اللائحة سالفه الذكر في الفقرة (٥) على أنه (يكون لكل من مراقبي حسابات الصندوق الاطلاع على دفاتر الصندوق وطلب البيانات

(1) Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit, p 269.

(2) Claude Ducouloux-Favard, Les commissaires aux comptes, organe social, rév,de l'information du chef d'entreprises, paris, 1972, p21.

والإيضاحات، وتحقيق الموجودات والالتزام، ويجب أن يقدم تقريراً مشتركاً. وفي حالة الاختلاف فيما بينهما يوضح التقرير أوجه الخلاف وجهة نظر كل منهما).

ولا شك أن وجود مراقبين اثنين لمراقبة حسابات الصندوق يوفر ضمانات لا توفرها القوانين التي تجيز تعيين مراقب واحد لمراقبة هذه الحسابات، حيث يعتبر كل مراقب خاضعاً ضمناً لرقابة الآخر مما يحول دون انحرافه عن الهدف من انتشار الصندوق، أو تواطئه مع إدارة الصندوق.

ونصت الفقرة (٦) من المادة (١٦٣) من اللائحة سالفه الذكر على أنه (يجب أن يكون مراقبو الحسابات مستقلين عن مدير الاستثمار، أو أي من الأطراف ذوي العلاقة).

وبذلك يكون المشرع المصري قد نص على استقلالية مراقبي الحسابات عن إدارة صندوق الاستثمار استقلالاً تاماً، حيث أنه لا يخول لمدير الاستثمار سلطة تعيينه، ومن ثم لا تكون له سلطة عزله.

ويذهب جانب من الفقه^(١) إلى أن رقابة مراقبي الحسابات على صناديق الاستثمار تتجاوز وسائل تحري الحقيقة من خلال الوثائق المحاسبية، ويذهب الفقه^(٢) أيضاً إلى أن هناك وسائل رقابية أخرى يجب أن يكون من دور مراقبي الحسابات القيام بها، مثل التحقق من أن الأوراق المالية المكونة للحافظة هي فعلاً الموجودة لدى الصندوق بأنواعها وطوائفها، وأعدادها المبيّنة في حسابات الصندوق وميزانيته.

(1) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement les sociétés d'investissement, op. cit, p 70.

(2) Jean ESCARRA , Cours de droit commercial, Paris, Librairie du Recueil Sirey, 1952, p 642.

كما ذهب جانب من الفقه^(١) إلى أن مدقق حسابات الصندوق يتمتع بصلاحيحة رقابية على أعمال مدير الاستثمار بما يُحقّق مصلحة المستثمرين فيه، حيث تتمحور مهمة مدقق الحسابات في تدقيق الوثائق المالية لصندوق الاستثمار والمصادقة على حساباته السنوية في حال قانونيتها وتقديم تقريره للجمعية العمومية لصندوق الاستثمار أو للجمعية العمومية للشركة المنشئة للصندوق بما يتفق مع متطلبات المهنة المحاسبية والتدقيقية.

وتهدف هذه الآراء إلى اطمئنان المساهمين في الصندوق على الوجود الحقيقي للأوراق المالية المكونة لحافطة تحت يد شركة إدارة الصندوق.

وذهب التوجيه الأوروبي الخاص بصناديق الاستثمار في الفقرة (١١) من الفقرة (٨٤) من المادة (٣٢٢) على أن (يختص مدير الاستثمار أو إدارة شركة الصندوق المساهمة بتعيين مقيمين اثنين خارجيين يتمتعان بخبرة كافية ويُزاوان مهنتهما طبيعيين أو معنويين بشكل مستقل تماماً عن بعضهما).

وذهب جانب من الفقه^(٢) إلى أنه يُنَاط بهذين المقيمين تقييم موجودات الصندوق بشكل مشترك وتقديم تقييمهما وإن اختلف في تقرير واحد يوقع عليه كلاهما، ويتمتع المقيمان في أدائهما لمهنتهما التقييمية بالحرية المهنية الكاملة وبالاستقلال التام عن الجهة التي عينتهما.

(1) I. Riassetto, OPCI Islamiques, préc, op.cit . p 60.

(2) op.cit, p 62.

ويتم تحديد أتعاب المقيمين وطبيعة مهمتهم وحدود مسؤوليتهم بموجب اتفاقية خطية يُبرمها معهما مدير الاستثمار وذلك كما نصت عليه المادة الفقرة (١٢) من الفقرة (٨٤) من المادة (٣٢٢) من التوجيه الأوروبي. وقد أجازت الفقرة (١٣) من الفقرة (٨٤) من المادة (٣٢٢) من ذات التوجيه إسناد أداء جزء من مهمتهما لمقيّم آخر أو أكثر بشرط تمتعه بالشروط اللازم توافرها في المقيّم الأصلي، بحيث يؤدي المهمة الموكلة إليه وفقاً لأحكام القانون ومتطلبات اتفاقية التقييم المبرمة مع المقيّم الأصلي ولما تحدده اتفاقية الإنابة.

المطلب الثاني

الرقابة الخارجية على شركة إدارة صندوق الاستثمار

نص المشرع المصري في المادة (٤٤) من قانون سوق المال على الرقابة الخارجية على صناديق الاستثمار، فنصت الفقرة (٢) من المادة المذكورة على أن (مجلس إدارة الهيئة، هو السلطة المختصة بشئونها وتصريف أمورها، وله أن يتخذ ما يراه لازماً من قرارات نهائية لمباشرة اختصاصات الهيئة، وتحقيق أغراضها. وعلى الأخص: ٢- وضع قواعد التفتيش والرقابة على الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون).

ويتضح لنا من نص هذه المادة أن المشرع المصري أسند الرقابة الخارجية على صناديق الاستثمار إلى الجهة التي تتولى الرقابة والإشراف على الشركات، وهي مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال^(١).

والرقابة الخارجية على صناديق الاستثمار تهدف في الأساس إلى حماية الادخار فيها من قبل السلطة العامة في الدولة، ويعد ذلك الأمر عاملاً أساسياً لاستمرار واستقرار نشاط صناديق الاستثمار، وعدم حياض صندوق الاستثمار عن هدفه، وهو حصول المساهمين على عائد متزن وآمن ومستقر.

وتنقسم الرقابة الخارجية على صناديق الاستثمار إلى نوعين من أنواع الرقابة، الأول رقابة سابقة، والثاني رقابة لاحقة.

وهذا ما سنوضح فيما يلي من خلال التقسيم الآتي:-

الفرع الأول: الرقابة السابقة إدارة صندوق الاستثمار.

الفرع الثاني: الرقابة اللاحقة إدارة صندوق الاستثمار.

(١) نصت المادة (٤٢) من قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن (الهيئة العامة لسوق المال هيئة عامة تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، مقرها مدينة القاهرة، ويجوز بقرار من الوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إنشاء فروع ومكاتب لها داخل وخارج البلاد).

الفرع الأول

الرقابة السابقة على إدارة صندوق الاستثمار

تهدف صناديق الاستثمار إلى تحقيق عائد آمن ومستقر، وهذا الأمر يستلزم تحويل جهة الإشراف سلطة رقابة سابقة على صناديق الاستثمار، للحيلولة دون ابتزاز أموال المساهمين من جهة، ومن جهة أخرى تحول دون إنشاء كيانات مالية لا تتوافر فيها فرص نجاح استثمار أموال المساهمين في الأوراق المالية، أو لا تتوافر فيها الشروط التي يتطلبها القانون لوجودها.

وتشمل الرقابة السابقة على صناديق الاستثمار، الرقابة على عمليات تأسيس صناديق الاستثمار لسلطة الإشراف، حيث تباشر رقابة سلطة الإشراف للتحقق من توافر شروط تأسيس الصندوق، كالشروط الواجب توافرها في أشخاص مجلس إدارة الصندوق، وأساليب الاستثمار، وشروط توزيع الأرباح والخسائر، وهو ما يستوجب قيام سلطة الرقابة بفحص نظام صندوق الاستثمار فحصا دقيقا قبل الترخيص بتأسيس الصندوق والإذن بمباشرة نشاطه^(١)، فلا يجوز لصناديق الاستثمار مباشرة نشاطها إلا إذا حصلت اللجنة المختصة بالإشراف على المعلومات والبيانات الخاصة برأس المال، والتكوين المحتمل لحواظها وقوائم الاستثمار، والمستشارين والمستخدمين، وكذلك المكافآت والعمولات التي تستحق لهم وفقا للشروط المطلوبة في اللوائح والقانون.

وتشمل سلطة الرقابة السابقة أيضا التأكد من استيفاء شركة إدارة الصندوق كافة الشروط الخاصة بالترخيص، سواء للشركة أو فروعها أو العاملين بها، فضلا عن مراجعة كافة القرارات التي تتخذها شركة الإدارة من خلال مراجعة محاضر اجتماعات

(1) Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit, p 261.

مجلس إدارة الشركة، للتأكد من اتفاقها مع كافة القوانين المنظمة لسوق المال والأوراق المالية.

ونصت المادة (١٤٤) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في الفقرة (١) على أنه (يتم الترخيص للشركة بمباشرة نشاط صناديق الاستثمار طبقاً لأحكام قانون سوق المال، ولائحته التنفيذية، والضوابط التي تضعها الهيئة في هذا الشأن، ويجب أن تصدر الهيئة قرارها بالبت في طلب الترخيص في المواعيد المحددة).

وبناء عليه على هذا النص يجب على الشركة، التي تريد ممارسة نشاط صناديق الاستثمار، الحصول على ترخيص بذلك، وفقاً للشروط والإجراءات والمواعيد المحددة لذلك وفقاً للقانون، ومن ثم فهي الهيئة التي تمارس الرقابة السابقة على صناديق الاستثمار من حيث النشأة.

ونصت المادة سالفه الذكر في الفقرة (٢) على أنه (لا يجوز طرح وثائق الاستثمار للاكتتاب العام أو الطرح الخاص، إلا بعد تقديم المعلومات والمستندات المطلوبة للهيئة، والحصول على موافقتها).

وبناء على هذا النص يكون للهيئة طلب موافقتها بأية معلومات تتعلق بأساليب الاستثمار، أو بنظام الأرباح، أو الخسائر، أو تصفية حصص المساهمين.

الفرع الثاني

الرقابة اللاحقة على إدارة صندوق الاستثمار

تعد سلطة الأسواق المالية سلطة إدارية مستقلة مختصة قانوناً بتنظيم السوق المالي والإشراف عليه، وهي التي تتولى بهذه الصفة تنظيم عمل كافة الصناديق الاستثمارية، ومن ثم فإن الرقابة على محتوى نشرات الإصدار ومدى انسجامها وانسجام الوثائق التعريفية والمعلومات الدعائية للصندوق مع النصوص التشريعية والتنظيمية يدخل في صميم وظائفها القانونية^(١).

ويهدف هذا النوع من الرقابة على صناديق الاستثمار إلى التحقق من سلامة نشاط هذه الصناديق، واتفاه مع أحكام القوانين واللوائح ونظم الإدارة، مما يستوجب أن تباشر سلطة الإشراف عليها رقابة لاحقة لتقويم ذلك النشاط، وإصلاح أوجه الخلل فيه^(٢).

وترجع أهمية الرقابة اللاحقة على صناديق الاستثمار إلى خطورة نشاط صناديق الاستثمار وأهميتها وأثارها على الاقتصاد في الدولة التي يمارس الصندوق نشاطه فيها، لذا فإن سلطة الإشراف التي تتولى الرقابة على صناديق الاستثمار غالباً ما تتمتع بسلطة توقيع الجزاءات على الصناديق، متي ممارسة عملاً يعد خروجاً على أحكام القوانين واللوائح في الدولة، أو خالفت الغرض من إنشاء صناديق الاستثمار.

(1) É. Forget, Les Fonds d'Investissement Islamiques en Droit Français, Première partie, op.cit , p. 72 .

(٢) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، مرجع سابق ، ص ٥٨٦ .

ونصت المادة (١٦٤) من قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الفقرة (١) على أن (للهيئة الإشراف على نشاط الصندوق، والاطلاع، وطلب البيانات والمستندات وغيرها من المعلومات اللازمة للتحقق من التزام الصندوق بأحكام القانون ولائحته، والقرارات الصادرة تنفيذا لهما).

وبناء على هذه المادة يستلزم أن تكون لدى هيئة سوق المال المشرفة على صناديق الاستثمار- إدارة خاصة بمراقبة تصرفات شركات السمسرة في سوق الأوراق المالية، من خلال متابعة العروض والطلبات، وكذلك التنفيذ الذي تقوم بها الشركة ومدى تأثيرها على الأسعار، وذلك لاكتشاف أي تلاعب بالسوق، واتخاذ اللازم بشأنها فوراً بما يضمن خلو التعاملات من أي غش أو احتيال، وذلك لتحقيق الاستقرار في سوق المال.

حيث يقتصر دور سلطة الأسواق المالية على التحقق فقط من أن المعلومات الدعائية للصندوق تحتوي على معلومات متجانسة مع سياسته الاستثمارية ونشرة إصداره ونشراته التعريفية، وذلك لحرصها بأن تكون المعلومات التي يُزود بها المستثمرين صحيحة ودقيقة وغير مضلّة^(١).

ونصت المادة سالفه الذكر في الفقرة (٢) على أنه (يجب على كل من مجلس إدارة الصندوق والمراقب الداخلي لمدير الاستثمار موفاة الهيئة بتقارير نصف سنوية عن نشاط الصندوق ونتائج أعماله، على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي للصندوق).

(1) É. Forget, Les Fonds d'Investissement Islamiques en Droit Français, Première partie, op.cit , p. 72.

ونصت المادة (١٧٢) من اللائحة سالفه الذكر في الفقرة (٣) على أنه (يلتزم مسنول الرقابة الداخلية بالشركة بالاحتفاظ، بملف لجميع شكاوى العملاء المتعلقة بأعمال الشركة، وبما اتخذته من إجراءات لمواجهة هذه الشكاوى مع إخطار الهيئة بالشكاوى التي لم يتم حلها خلال أسبوع من تاريخ تقديمها).

ونصت كذلك المادة سالفه الذكر في الفقرة (٤) على أنه (يلتزم مسنول الرقابة الداخلية بإخطار الهيئة بكل مخالفة للقانون، ولائحته التنفيذية، والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما، أو مخالفة نظم الرقابة بالشركة، وعلى وجه الخصوص مخالفة القيود المتعلقة بالسياسة الاستثمارية للصندوق وذلك إذا لم يقم مدير الاستثمار بإزالة أسباب المخالفة خلال أسبوع من تاريخ حدوثها).

يضاف لذلك أن هيئة سوق المال المصرية لديها إدارات متخصصة لمراقبة التداول أثناء الجلسات للتحقق من عدم ارتكاب أية مخالفات، وخلو التداول من أي تلاعب للتأثير على أسعار تداول الأوراق المالية، وعدم استفادة المتعاملين من المعلومات غير المعلنة على شاشات البورصة، ويجب على هذه الإدارات إخطار هيئة سوق المال بما تجده من مخالفات في هذا الشأن.

كما أن هيئة سوق المال تملك التفتيش على صناديق الاستثمار، للتأكد من التزامها بالقوانين المنظمة لسوق المال، والتفتيش هنا ينقسم إلى نوعين هما: -

النوع الأول: التفتيش الدوري:

وهو التفتيش الذي يتم وفقاً لبرنامج سنوي معتمد من رئيس هيئة سوق المال، ويتم تنفيذ هذا البرنامج من خلال لجان يتم تشكيلها وفقاً لقواعد محددة، بما يضمن التفتيش على كافة الأمور المتعلقة بصندوق الاستثمار.

وتعد هذه اللجان تقريراً بنتائج التفتيش، والمخالفات المنسوبة لإدارة أو مديري صندوق الاستثمار، ويعرض هذا التقرير على الهيئة لاتخاذ الإجراءات تجاه صندوق الاستثمار، بما يحافظ على حقوق المساهمين فيه.

النوع الثاني: التفتيش المفاجئ :

يتم هذا النوع من التفتيش بناء على شكوى أو تلاعب في تداول الأوراق المالية في البورصة، بحيث تتطلب التحقق منها، بحيث يتم تشكيل لجنة تضم التخصصات اللازمة لفحص الشكوى، وعليها إعداد تقرير بشأنها للعرض على إدارة الهيئة لاتخاذ الإجراءات المناسبة.

وتملك سلطة الأسواق المالية سحب ترخيص كل صندوق استثمار أو شركة إدارة استثمار يُخل أو تُخل بالتزاماتها القانونية. وفي الواقع العملي، تُمارس سلطة الأسواق المالية مهمة الرقابة والتحقيق من خلال فحص الوثائق المقدمة من لدن إدارة الصندوق^(١).

وقد منح قانون سوق المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، لهيئة سوق المال حق توقيع جزاءات إدارية على صناديق الاستثمار التي تخالف القانون واللوائح المنظمة لصناديق الاستثمار باعتبارها شركة عاملة في سوق المال، حيث نصت المادة (٣٠) من سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أنه (يجوز وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام هذا القانون أو لائحته التنفيذية، أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له، أو إذا فقدت أي شرط من شروط الترخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة، وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة).

(١) د. أحمد قاسم فرح ، صناديق الاستثمار الجماعي العقاري الإسلامي ، مرجع سابق، ص ٢٢٩.

ويصدر بالوقف قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تجاوز ثلاثين يوماً، ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة، أو تخطر به بكتاب موسى عليه مصحوب بعلم الوصول، ويعلن عن ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتي الانتشار على نفقة الشركة.

فإذا انتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التي تم الوقف من أجلها، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص).

ومنحت هذه المادة لرئيس هيئة سوق المال حق توقيع جزاءات متدرجة على صناديق الاستثمار المخالفة لأحكام القانون، تبدأ بإنذار إدارة صندوق الاستثمار بإزالة المخالفات خلال مدة تحددها الهيئة، ثم وقف نشاط الصندوق في حالة عدم إزالة المخالفة خلال المدة المحددة بقرار من رئيس الهيئة بحد أقصى (٣٠) يوماً، فإذا لم يتم صندوق الاستثمار بإزالة المخالفات خلال مدة الوقف، يعرض الأمر على إدارة هيئة سوق المال، للنظر في إلغاء الترخيص الممنوح بممارسة صندوق الاستثمار نشاطه.

كما نصت المادة (٣١) من قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أن (لمجلس إدارة الهيئة، إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال، أو مصالح المساهمين في الشركة، أو المتعاملين معها- أن يتخذ ما يراه من التدابير الآتية: أ- توجيه تنبيه إلى الشركة. ب- منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولتها ج- مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة واتخاذ اللازم نحو إزالتها ويحضر اجتماع مجلس الإدارة في هذه الحالة ممثل أو أكثر عن الهيئة د- تعيين عضو مراقب في مجلس إدارة الشركة، وذلك للمدة التي يحددها مجلس إدارة الهيئة، ويكون لهذا العضو المشاركة في مناقشات المجلس، وتسجيل رأيه فيما يتخذ من قرارات ه- حل مجلس

الإدارة، وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالأداة القانونية المقررة. و- إلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها).

وقد منحت هذه المادة إدارة هيئة سوق المال، في حالة قيام خطر يهدد استقرار سوق المال، أو مصالح المساهمين في صندوق الاستقرار- الحق في اتخاذ مجموعة من التدابير، تبدأ بتوجيه تنبيهه إلى صندوق الاستثمار، ثم منع الصندوق من مزاولته النشاط المرخص له بمزاولته.

ويكون لهيئة سوق المال الحق في تعيين مراقب في مجلس إدارة صندوق الاستثمار، وذلك لمدة تحددها الهيئة، كما تملك الهيئة حق حل مجلس إدارة الصندوق، وتفويض إدارة أخرى لإدارة الصندوق.

ونصت المادة (٤٣) من ذات القانون سالف الذكر في الفقرة رقم (٤) على أنه (تتولى الهيئة، فضلا على الاختصاصات المقررة لها في أي تشريع آخر تطبيق أحكام هذا القانون، والقرارات الصادرة تنفيذا له، ولها إبرام التصرفات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص: ٤- مراقبة سوق رأس المال، للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال، أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية).

ونصت المادة (٣٣) من قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أنه (لا يجوز لأية شركة وقف نشاطها أو تصفيه عملياتها إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة، وذلك بعد التثبت من أن الشركة أبرأت ذمتها نهائيا من التزاماتها وفقا للشروط والإجراءات التي يحددها مجلس إدارة الهيئة).

وبذلك لم يقف دور هيئة سوق المال الرقابي عند منح الترخيص لصندوق الاستثمار ومتابعته أثناء ممارسة لنشاطه، بل امتد ليشمل وقف نشاط الصندوق، أو تصفيته بموافقة الهيئة.

ونصت المادة (٣٩) من قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، لهيئة سوق المال الحق في استبعاد أي عضو من مجلس إدارة الصندوق، أو المديرين المسؤولين عن الإدارة العامة لأعمال الصندوق كعقوبة في حالة مخالفة القواعد واللوائح المنظمة لصناديق الاستثمار، حيث نصت المادة سالفه الذكر في الفقرة (٢) على أن (لمجلس إدارة الهيئة، للحفاظ على سلامة أموال المستثمرين بالصندوق، أن يصدر قراراً مسبقاً باستبعاد أي من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين).

ونصت الفقرة (٣) من المادة سالفه الذكر على أن (لصاحب الشأن التظلم من قرار استبعاده أمام لجنة التظلمات).

وفقاً لهذا النص يحق لكل عضو مجلس إدارة، أو مدير مسنول عن صندوق الاستثمار يتم استبعاده-التظلم من هذا القرار، وفقاً للقواعد والإجراءات المنصوص عليها في القانون.

ونذهب مع جانب من الفقه^(١) إلى أنه لا ينبغي اللجوء إلى هذه الجزاءات إلا كحل أخير لتصحيح انحراف المديرين إن وجد، يضاف إلى ذلك أن وسائل الرقابة السابقة التي تباشرها سلطة الإشراف، فضلاً على أن الرقابة الداخلية التي يباشرها مراقبو الحسابات، قد تكون كافية لإلزام المديرين للسير في الطريق الصحيح الصواب، مما قد يغني عن توقيع الجزاءات المشار إليها في كثير من الحالات.

(١) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ٥٩١.

كما أننا نرى أن قانون سوق المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، يتسم بالمرونة الكافية التي تمكن الهيئة من تعديل وإضافة القواعد والضوابط لتحقيق الرقابة على تداول الأوراق المالية، بحيث تساعد فى تطويرها، وفى دعم استقرارها، بهدف الوصول إلى أفضل أداء ممكن لسوق الأوراق المالية، وتحقيق الهدف المنشود من صناديق الاستثمار.

المبحث الثاني

النشر وسيلة للرقابة على صناديق الاستثمار

من أجل تأمين حماية استثمارية فاعلة للمستثمرين، تُلقى التشريعات الفرنسية التزاماً خاصاً بالمشورة على عاتق مدير استثمار الصندوق والذي يدخل في نطاق التزامه العام بالإعلام^(١)، حيث يجب على مدير الاستثمار إصدار نشرة اكتتاب واضحة ومفصلة عن الصندوق وتأسيسه والقائمين عليه وطبيعته وآلية عمله^(٢)، كما يلتزم بإنشاء وثيقة إضافية تفصيلية خاصة بالمستثمرين تشتمل على كافة المعلومات الأساسية عن الصندوق وعن كامل أنشطته الاستثمارية^(٣).

وكذلك يجب على مدير الاستثمار تزويد المستثمرين بالتقارير المالية الفصلية والسنوية للصندوق بما يُساعدهم على اتخاذ قرارهم الاستثماري^(٤).

- (1) I. RIASSETTO, Devoir de conseil à l'égard d'une société, investisseur non averti, Revue de Droit bancaire et financier n°5, Septembre 2012, comm, p168.
- (2) P. Mattil et F. Möslein, La langue du prospectus d'émission et la protection des investisseurs - Perspectives comparées des droits européen et allemande, Revue de Droit bancaire et financier, N° 4, Juillet 2007, p 12 .
- (3) AMF, Position- Recommandation n°2011-05, Guide des documents réglementaires des OPCVM et OPCI, Document créé le 18 février 2011, modifié en 23 décembre 2011 et 7 décembre 2012.
- (4) I. Riassetto, OPCI Islamiques, op.cit., p. 67.

عرف الفقه^(١) النشر بأنه مجموعة من الأساليب الفنية، التي يقصد بها جذب انتباه الجمهور عن طريق إعلانهم بحقيقة خدمة أو عمل معين، لإقناعه بشراء هذه السلعة، أو الخدمة، أو العمل، أو الإسهام فيه، فالمقصود بالنشر بالإعلام وليس الدعاية، فوفقاً لهذا التعريف يتم النشر بعرض المعلومات الخاصة بحوافظ الأوراق المالية بصناديق الاستثمار، كوسيلة للدعاية والترويج لصكوك صناديق الاستثمار من جانب، ومن جانب آخر بهدف تقديم إعلام موجه للجمهور، لإحاطته بحقيقة هذه الصكوك.

والنشر بذلك يعد ذا تأثير كبير على صناديق الاستثمار، حيث أنه يؤدي إلى الكشف عن أسرار نشاط الصناديق، والعمليات التي تتم من خلاله، ما قد ينال من قدرتها على المنافسة، إلا أنه بالرغم من ذلك يعد ضماناً لتحقيق الأمن للمساهمين في صناديق الاستثمار، مما أثار جدلاً في الفقه.

وهذا ما سنوضح فيما يلي من خلال التقسيم الآتي: -

المطلب الأول: أساليب نشر المعلومات الخاصة بحوافظ صناديق الاستثمار.

المطلب الثاني: النشر في ميزان النقد وموقف القانون.

(1) Jean-Marie Auby, Jean Marie Auby, Robert Ducos-Ader, Droit de l'information, Petits codes Dalloz, 1976,P53.

المطلب الأول

أساليب نشر المعلومات الخاصة بحوافظ صناديق الاستثمار

تعد من أبرز أساليب النشر التي اتبعتها صناديق الاستثمار - أسلوب كراسات الأسعار، التي كانت صناديق الاستثمار تطلب من البنوك وضعها في منافذها لجذب الجمهور، الذي يتردد عليها لشراء الصكوك التي كانت تصدرها تلك الصناديق^(١).

وكذلك تعد إعلانات الصحف ذات الانتشار الواسع أحد أساليب النشر التي تعتمد عليها صناديق الاستثمار، في حالة إذا كانت صناديق الاستثمار تقدم عروضها عن طريق هذه الإعلانات لبيع صكوكها التي تصدرها بأسعار مغرية، بغرض جذب الجمهور لشراء الوحدات الاستثمارية الممثلة في تلك الصكوك بدلا من الذهب والفضة^(٢).

وتتولى سلطة الأسواق المالية مراقبة صحة ودقة المعلومات المقدمة للمستثمرين وتقرير مدى اتفاقها مع نصوص القانون ونشرة إصدار الصندوق^(٣).

وقد تطورت هذه الأساليب واتسعت أغراض النشر، حتى أصبحت تشمل تقديم جميع المعلومات التفصيلية للجمهور، خاصة تلك المتعلقة بتكوين وإنشاء حوافظ

(١) د. عبد الحكيم الرفاعي، الاقتصاد السياسي، التجارة والتوزيع، القاهرة، ١٩٣٥، ص ٦.

(2) Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit, p 248.

(3) I. Riassetto, OPCI Islamiques, préc., p. 67..

الأوراق المالية الخاصة بصناديق الاستثمار، والنشر بذلك يقتضي الكشف عن جوانب هذه الحوافظ، سواء كان جانبا سلبيا أو كان جانبا إيجابيا، ومن ثم يعتبر الإعلام أدق وأصدق في التعبير عن حقيقة صكوك صناديق الاستثمار أكثر من النشر، مما يجعل من الإعلام ضمانة تكفل حماية أموال الجمهور^(١).

لذا ذهب جانب من الفقه^(٢) إلى ضرورة إخضاع عمليات النشر إلى جهات متخصصة في مراجعة المعلومات المعدة للنشر، للتأكد من صحتها ومطابقتها للحقيقة، مثال ذلك مكتب مراجعة النشر الذي يعمل في فرنسا وفق مجموعة من العادات والسلوكيات المقررة من قبل غرفة التجارة الدولية بباريس.

ولا شك أن إخضاع نشر المعلومات الخاصة بحوافظ صناديق الاستثمار لجهات مشرفة لمراجعتها- يحول دون نشر معلومات إيجابية كاذبة، بغرض تسويق صكوك الصناديق على خلاف الواقع، أو نشر معلومات خاصة ببعض الصكوك، بقصد تحقيق أرباح سريعة لصناديق الاستثمار المصدرة لها، على حساب استقرار سوق الأوراق المالية.

ويترتب على إثبات عدم دقة المعلومات المقدمة أو وجود معلومات مضللة إلى فرض سلطة الأسواق المالية على مدير الاستثمار عقوبات تأديبية ومالية، ناهيك عن حق المستثمر المضلل في إقامة دعوى تعويض ضد

¹ - Jean-Marie Auby, Jean Marie Auby, Robert Ducos-Ader, Droit de l'information, op. cit , p 529.

² - Pierre Greffe, François Greffe, La publicité et la loi, Litec. Droit, Litec, 1987, p 188.

مدير الاستثمار للمطالبة بتعويضه عن الضرر الذي لحق به جراء تضليله خاصة إذا وقع هذا التضليل على معتقداته الدينية^(١).

وكذلك يحق للمستثمر المضلل، ووفقاً للقواعد العامة فسخ اتفاقيته مع الصندوق، واسترداد كامل ما دفعه وذلك تطبيقاً لنظرية عيوب الإرادة واستناداً للخطأ في صفة جوهرية في العقد^(٢).

المطلب الثاني

النشر في ميزان النقد وموقف القانون

ذهب جانب من الفقه^(٣) إلى انتقاد عملية نشر المعلومات الخاصة بحوافظ الأوراق المالية، حيث يرى هذا الجانب أن إلزام صناديق الاستثمار بنشر تلك المعلومات قد يضطرها إلى إفشاء أسرار سياستها في الاستثمار، والكشف عن معلومات بذلت صناديق الاستثمار جهوداً ومصروفات ضخمة من أجل الحصول عليها.

وذهب جانب آخر من الفقه^(٤) إلى أن نشر المعلومات الخاصة بالحوافظ المالية لصناديق الاستثمار، لن يكون مفيداً للمساهمين في الصندوق، حيث أنهم من سوف يتحمل مصاريف النشر، حيث تقتطع من أرباحهم.

(1) I. Riassetto, OPCI Islamiques, préc., p. 67.

(2) op.cit , p 68.

(3) Robert Rolland de Ravel, Les sociétés d'investissement, op. cit, p11.

(4) Rudolph Leo Weissman, The Investment Company and the Investor, Harper, 1951, the University of California, Digitized4 Feb 2009, p55.

وذهب جانب آخر من الفقه^(١) إلى أن نشر المعلومات الخاصة بحوافظ الأوراق المالية الخاصة بصناديق الاستثمار - يفقد قيمته بعد فترة قصيرة من النشر، نظراً لتغير طبيعة تكوين الحوافظ من وقت لآخر حسب ظروف التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن ثم لا يكون العائد من النشر معادلاً لتكلفة النشر.

وأضاف جانب آخر من الفقه^(٢) أن المدخر العادي عادة مالا يستطيع فهم المعلومات المنشورة، ولن يجد لدية وقتاً كافياً لمتابعة المعلومات الجديدة التي تقوم صناديق الاستثمار بنشرها بصفة مستمرة، يضاف إلى ذلك أن فهم هذه المعلومات يحتاج إلى متخصصين في مجال الإحصاء وتحليل البيانات حتى يستطيع المدخر الوقوف على مدى أهمية هذه المعلومات.

وقد حاول جانب من الفقهاء تبرير وتوضيح أهمية النشر، والرد على من انتقد نشر المعلومات الخاصة بحوافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، فذهب جانب من الفقه^(٣) إلى أن المدخر يكون عادة على معرفة بحقيقة صكوك صناديق الاستثمار التي يريد الاستثمار فيها، أو التخلص منها، وهذا الأمر لن يتحقق إلا إذا تم نشر الحسابات السنوية لصناديق الاستثمار والحوافظ المكونة لها بصفة دورية ومستمرة.

وذهب جانب آخر في الفقه^(٤) إلى أهمية هذا النشر للمدخرين حيث أنه يوفر لهم المعلومات اللازمة لعمل الموازنة المستمرة، بناء على التعديلات التي تحدث على تكوين الحوافظ من يوم لآخر.

(1) op. cit, p56.

(٢) د. عبد الحكيم الرفاعي ، الاقتصاد السياسي ، التجارة والتوزيع ، مرجع سابق ، ص ٧.

(3) Joseph Hamel, G. Lagarde et A. Jauffret , Traité de droit commercial, tome deuxième; éd. , Dalloz, Paris, 1966, P991.

(4) Jean-Patrice Senn, René Roblot, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, op. cit, p 122.

وذهب جانب آخر في الفقه^(١) إلى أن نشر المعلومات الخاصة بحوافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار يعد ضمانا من الضمانات التي تحقق الأمن لمدخرات صناديق الاستثمار، إذ إنه يحول دون توجيه المدخرات إلى صناديق معرضة للتعثر، في الوقت الذي قد توجد فيه صناديق استثمار أخرى تتميز بالنجاح، وتستطيع أن تجذب مدخرات الأفراد إذا توافرت لهم المعلومات الخاصة عنها.

أما عن موقف القوانين من عملية نشر المعلومات الخاصة بحوافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، فذهب المشرع المصري إلى ضرورة الإفصاح عن المعلومات التي تمكن المستثمرين الجدد من اتخاذ قرارهم الاستثماري.

حيث نصت المادة (٦) من قانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، في الفقرة (٥) على أنه (يجب على الشركة نشر ملخص واف للتقارير النصف سنوية والقوائم المالية السنوية في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية، كما يجب على كل شركة تواجه ظروفًا جوهرية طارئة تؤثر في نشاطها أو مركزها المالي أن تفصح عن ذلك فوراً، وأن تنشر عنه ملخصاً وافياً في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية).

فنصت المادة رقم (١٥٧) من قرار وزير الاستثمار رقم (٢٠٩) لسنة ٢٠٠٧، بشأن تعديل اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أنه (يجب على مدير الاستثمار توفير المعلومات الكافية التي تمكن المستثمرين الجدد وحملة الوثائق من اتخاذ قرارهم الاستثماري، وخاصة ما يرد في نشرة الاكتتاب متعلقاً بأهداف الاستثمار في الصندوق وشروطه، والمخاطر المرتبطة به).

(1)Olivier Senard, Les organes de placement collectif en valeurs mobilières, op.cit, 277.

كما نصت المادة (١٤٥) من اللائحة سالفه الذكر على أن (يلتزم كل من مدير الاستثمار وشركة ترويج الاكتتاب، بالضوابط التي تصدر عن الهيئة في شأن أي إعلان، أو كتيب، أو أي نشرة ترويجية أو تسويقية، من أجل طرح وبيع وثائق الاستثمار، وذلك قبل النشر، أو التوزيع على المستثمرين).

ونصت المادة (١٤٦) من ذات اللائحة على أنه (يتولى مجلس إدارة الشركة الإشراف على الصندوق وإصداراته الخاصة، والتنسيق بين الأطراف ذوي العلاقة، وبصفة خاصة: ٧- الالتزام بقواعد الإفصاح الواردة بالمادة (٦) من قانون سوق رأس المال، ونشره التقارير سنوية ونصف السنوية المقدمة من مدير الاستثمار عن نشاط الصندوق، ٨- التأكد من التزام مدير الاستثمار بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية الخاصة بالصندوق لحملة الوثائق وغيرهم من الأطراف ذوي العلاقة).

ونصت المادة (١٥٤) من اللائحة سالفه الذكر أيضا في الفقرة (١٨) على أنه من بين البيانات اللازم توافرها في نشرة الاكتتاب (١٨- كيفية الإفصاح الدوري عن المعلومات المتعلقة بنشاط الصندوق).

ونصت المادة (١٦٣) من اللائحة سالفه الذكر في الفقرة (٤) على أنه (يجب على مجلس إدارة الصندوق نشر ملخص واف للتقارير النصف سنوية، والقوائم المالية السنوية في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية).

ومن هذه النصوص يتضح لنا أن المشرع المصري اعترف بأهمية النشر، وأهمية مضمون هذه المعلومات، واستلزم نشر المعلومات المتعلقة بنشاط صناديق الاستثمار بصورة دورية ومستمرة، ولكنه عمل على إقامة التوازن بين مصالح صناديق الاستثمار ومصالح المساهمين فيها.

الخاتمة

ونظراً لأهمية صناديق الاستثمار فإنه يعهد بإدارتها إلى إدارة متخصصة في إدارة حافظة الأوراق المالية، حيث يستعين الكثير من الدول بشركات محترفة لإدارة هذه الصناديق، ولضمان التزام إدارة الصناديق الاستثمارية فإن القوانين المنظمة لها تخضع هؤلاء المديرين للرقابة.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات وهي: -

أولاً: النتائج: -

- ١- صناديق الاستثمار هي بناء قانوني ثلاثي الأطراف، ينشأ بين المؤسس ومدير الاستثمار والمدخرين، بغرض استثمار أموال الصندوق في تكوين حوافظ الأوراق المالية.
- ٢- الغرض من إنشاء صناديق الاستثمار هو تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية، لتحقيق عائد آمن ومرتز ومستقر.
- ٣- يتولى إدارة صناديق الاستثمار أشخاص يتمتعون بالشرف والنزاهة، وممن تتوافر فيها الخبرة والتخصص في مجال إدارة هذه الصناديق.
- ٤- يتمتع كل طرف من الأطراف القائمة على إدارة الصندوق باستقلالية تامة عن بعضهم البعض وعن إدارة الاستثمار فيه أيّاً كان شكله القانوني.
- ٥- يتولى مدير الاستثمار إدارة هذه الحوافظ وفقاً لمبدأ الإدارة السليمة؛ حيث يحظر على مدير الاستثمار التعامل بأموال الصندوق في عمليات التمويل، أو السيطرة،

أو المضاربة، مما يمثل عاملا من عوامل استمرار صناديق الاستثمار واستقرارها والمحافظة على قيمة حوافظها.

٦- لضمان التزام مدير الاستثمار بالتعليمات لاختيار الأوراق المالية الجيدة، والبعد عن الأوراق المالية الرديئة، فإن نشاط مدير الاستثمار يخضع للرقابة من قبل مراقبي الحسابات.

٧- لم يأخذ المشرع المصري في القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار بنظام أمين الاستثمار، وبذلك يكون المشرع المصري قد فوت الفرصة للاستفادة لما يقدم نظام أمين الصندوق من مزايا ومن أهمها ، الرقابة على أعمال شركة إدارة الصندوق والدفاع عن مصالح المساهمين في الصندوق.

٨- حق لكل شريك في الصندوق الانسحاب من الصندوق وتصفية حصته، طالما لم يرتب على هذا الخروج انقضاء الصندوق، أو لم تنخفض قيمة حافظته في سوق الأوراق المالية عن نسبة محددة من حجم أمواله.

٩- يخضع صندوق الاستثمار منذ تأسيسه وحتى انقضائه، وتصفية الحصص- لرقابة هيئة للسلطة العامة القائم على حماية الادخار، وهي في مصر هيئة سوق المال، ويخضع أيضا للرقابة من قبل المساهمين في الصندوق.

١٠- لحماية المستثمرين، تلتزم صناديق بإعلامهم بكافة المعلومات الأساسية والجوهرية عن الصندوق.

١١- يعد النشر المعلومات الخاصة بالصندوق وسيلة من وسائل رقابة هيئة سوق المال على صندوق الاستثمار.

ثانياً: التوصيات: -

نوصى المشرع المصري بما يلي: -

- ١- ضرورة تحديد سلطات مجلس إدارة صندوق الاستثمار، وبيان مسنوليته وواجباته بطريقة واضحة، وذلك لتجنب الخلط في الاختصاصات بين شركة إدارة الصندوق (مدير الاستثمار) ومجلس إدارة صندوق الاستثمار.
- ٢- ضرورة التدخل بإجراء تعديل بالنص على أن تقوم جهة لأجنبية بالاشتراك مع جهة مصرية بإدارة صناديق الاستثمار، وذلك للاستفادة من عملية نقل الخبرة التي تحتاج إليها مصر من جانب، ومن جانب آخر لحماية الاقتصاد الوطني من قيام مدير استثمار أجنبي بالتلاعب بسوق المال الأجنبي في مصر.
- ٣- الأخذ بنظام أمين الاستثمار، وذلك حتى تتمتع صناديق الاستثمار المصرية بالمزايا التي يقدمها نظام أمين الصندوق من جانب، وللحد من السلطات الرقابية المعترف بها لهيئة سوق المال المصرية من جانب آخر.
- ٤- بالنص صراحة على ضرورة التزام صندوق الاستثمار بتكوين احتياطي وذلك عن طريق تجنيب قدر محدد من القيمة السوقية للأوراق المالية عند حساب القوائم المالية إذا بلغ هذا الاحتياطي قدرًا محددًا.
- ٥- النص على توفير جزء من أرباح زيادة القيمة، واستخدامها في تكوين احتياطات الصندوق، لتكون صمام الأمن ضد ما قد يحدث من تقلبات اقتصادية ببورصة الأوراق المالية .
- ٦- التداخل بنص تشريعي، ينص على عدم حرمان المساهمين من توزيع العائد الإضافي لتغطية نقص القيمة الكلي في الأوراق المالية .

٧- ربط أتعاب الإدارة بالقيمة السوقية الكلية لمكونات الصندوق، حيث أن هذا الأمر سوف يجعل الإدارة تسعى لزيادة تلك القيمة، إما من خلال الأداء الجيد الذي من شأنه أن يحدث تحسناً في القيمة السوقية للأسهم ويترك أثراً من ثم على قيمة الأصل الصافية، أو من خلال الحملات الإعلانية لجذب المزيد من المستثمرين.

٨- وضع تقدير إجمالي لمصاريف الإدارة على ألا تخصم من الأرباح المتحققة من الإدارة العادية لحافظة الأوراق المالية، وأن تخصم من زيادة القيمة المتحققة لهذه الأوراق في السوق المالية.

٩- تفعيل دور سلطة الأوراق المالية في مراقبة التزام مدير استثمار الصندوق بضوابط الاستثمار سواء في عملية انتقائه لأصول الصندوق أو إدارته لها.

١٠- تغيير آلية تعيين مراقبي حسابات صندوق الاستثمار ونقل صلاحية تعيينه من مدير الاستثمار إلى للمستثمرين مباشرةً في اجتماع الجمعية العمومية، وذلك تفادياً لتعريضه لأي تأثير مباشر أو غير مباشر من قبل شركة الصندوق أو مجلس إدارة الصندوق، وذلك يرجع لما لمراقبي الحسابات من دور محوري في اطلاع المستثمرين بشكل دوري على واقع استثمارات الصندوق ووضعها المالي والمخالفات المرتكبة.

١١- الأخذ بالتكنولوجيا الحديثة في الرقابة على صناديق الاستثمار، واستخدام وسائل النشر الحديثة الأكثر انتشاراً من الوسائل التقليدية.

المراجع

أولاً: المراجع العامة

- ١- إبراهيم محمد أبو العلا: بورصات الأوراق المالية والقطن ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، ١٩٦٦ .
- ٢- أكثم أمين الخولي : دروس في الأوراق التجارية ، مطبعة نهضة مصر ، القاهرة ، ١٩٥٨ .
- ٣- سميحة القليوبي : شرح العقود التجارية ، دار النهضة العربية ، ١٩٩٨ .
- ٤- طارق عبد العال : دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية ، مجموعة النيل العربية طباعة نشر توزيع ، ٢٠٠٢ .
- ٥- عبد الباسط جميعي: الوكالة الظاهرة، مجلة العلوم القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، العدد الثاني، السنة الخامسة، ١٩٦٢ .
- ٦- عبد الحكيم الرفاعي : الاقتصاد السياسي ، مطبعة لجنة التأليف والترجمة ، ١٩٣٨ .
- ٧- علي جمال الدين عوض :عمليات البنوك من الوجة القانونية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، الطبعة الثالثة ، ٢٠٠٠ .
- ٨- محمود سمير الشرقاوي :الشركات التجارية في القانون المصري ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٩٨ .
- ٩- هاني محمد دويدار: العقود التجارية والعمليات المصرفية، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، ٢٠٠٨ .

ثانياً: المراجع المتخصصة

- ١- أحمد قاسم فرح : صناديق الاستثمار الجماعي العقاري الإسلامي ، مجلة جامعة الشارقة، المجلد ١٢، العدد ٢، ديسمبر ٢٠١٥.
- ٢- جاسم عبد الكريم: الصناديق المشتركة في السعودية ، ورقة عمل ، مطبوعات المؤتمر ، الرياض ، ١٩٩٧.
- ٣- حسنى المصري: صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، الكويت ، ١٩٩٥ .
- ٤- حسن آل دائلة : زكاة الصناديق الاستثمارية، مايو ٢٠١٠، ص ١٢، متاح على :

http://www.islamtoday.net/media_bank/pdf/2010/5/29/7_20

[10529_12551.pdf](#)

- ٥- خالد عبد السلام عبد الفتاح: إدارة صناديق الاستثمار والمسئولية الناتجة عنها ، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق، جامعة عين شمس ٢٠١٢ .
- ٦- صفية أبو بكر : صناديق الاستثمار الإسلامية – خصائصها وأنواعها، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون – جامعة الإمارات العربية المتحدة، العين، ١٥-١٧ مايو ٢٠٠٥.
- ٧- صلاح الدين شريط: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية، رسالة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية ، جامعة الجزائر.
- ٨- عبد الستار أبو غدة :الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق الاستثمارية، مجلة المجمع، الدورة التاسعة، المجلد الثاني.

- ٩- على محمد نجم: سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ندوة المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربية، بيروت ١٩٩٥.
- ١٠- منى قاسم: صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، ١٩٩٥.
- ١١- منير إبراهيم هندی: صناديق الاستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤.
- ١٢- نصر على أحمد طاحون: شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، ٢٠٠٣.
- ١٣- وليد عوجان: صناديق الاستثمار – دراسة وتحليل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون – جامعة الإمارات العربية المتحدة، العين، ٢٠٠٥.
- ١٤- هشام أحمد عبد الحي: الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية، دراسة تطبيقية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠١.

ثالثا: المراجع باللغة الفرنسية

- 1- Alain-Gérard Cohen : Les Sociétés et les fonds de placement en Grande-Bretagne : "Investment trusts et Unit trust, Thèse. Sc. Econ. Paris. 1958.
- 2- AMF : position n° 2007-19, Critères extra financiers de sélection de titres : cas des OP- CVM se déclarant conformes à la loi islamique, Rev. AMF 2007.

-
-
- Position- Recommandation n°2011-05, Guide des documents réglementaires des OPCVM et OPCI, Document créé le 18 février 2011, modifié en 23 décembre 2011 et 7 décembre 2012.
- 3- Claude Ducouloux-Favard: Les commissaires aux comptes, organe social, rév,de l'information du chef d'entreprises, paris, 1972.
- 4- C. Malecki : La Directive sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs: chronique d'une réglementation annoncée, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, N°15, 14 Avril 2011.
- 5- Estival (M.):les sociétés d'investissement á capital variable, Rév, de P.T.T ,de France 28 année, no,5, 1975.
- 6- É. Forget :Les Fonds d'investissement Islamiques en Droit Français, Première partie : le régime juridique des fonds d'investissement islamiques, Les Cahiers de la Finance Islamique, Université de Strasbourg,2013.
- 7- Fain (G):investment companies et sociétés d'investissements, Banque, déc. 1948 ; janv.-févr.-mars 1949.
- 8- Faouzi Rassi :- Investment trusts": gestion et fiscalité, Volume 3 of (Bibliothèque de science financière), Libraire

générale de droit et de jurisprudence, 1964, Digitized 25 Jun 2009.

- 9- Florin Aftalion, Claude Viallet :- Théorie du portefeuille: analyse du risque et de la rentabilité, Section : Systemes de gestion, Presses universitaires de France, 1977
- 10 -G. Lagarde : Les sociétés d'investissement et l'ordonnance du 2 novembre 1945, Droit social, 1946.
- 11- Georges Ripert, René Roblot : - Traité élémentaire de droit commercial, Volume 1, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1980.
- 12- Herbert Lepargneur: - Les Sociétés Commerciales Aux États-Unis D'Amérique: Leur Régime Juridique, Publications de l'Institut des sciences juridiques et financières appliquées aux affaires de la Faculté de droit de Paris, Dalloz, 1951.
- 13- I. Riassetto: - Fonds islamiques – Le guide de bonnes pratiques de l'Association luxembourgeoise des fonds d'investissement(ALFI), Journal des tribunaux Luxembourg, n° 26, 5 avr. 2014.

- Sociétés de gestion de portefeuille et dépositaires d'OPC, Revue de Droit bancaire et financier, N° 1, Janvier 2012, comm. 28.
- L'obligation de due diligence du gestionnaire individuel de portefeuille dans la sélection des investissements, Revue de Droit bancaire et financier, N° 2, Mars 2013, comm. 72.
- Dépositaires d'OPCVM, Revue de Droit bancaire et financier, N° 4, Juill 2009, com. 143.
- Devoir de conseil à l'égard d'une société, investisseur non averti, Revue de Droit bancaire et financier n°5, Septembre 2012.

14- Jacques de Lander: - Une formule moderne de placement des capitaux: les investment trusts, Librairie du recueil Sirey, 1929 .

15- James C. Baillie, Warren M.H. Grover :- Projet d'une loi canadienne sur les fonds de placement, Consommation et Corporations, 1974

16- Jean Degan - Les sociétés d'investissement mobilières et immobilières: Les S.I.C.A.V, Dunod, 1969, Digitized 10 Oct 2006.

- 17-Jean ESCARRA:- Cours de droit commercial, Paris, Librairie du Recueil Sirey, 1952.
- 18-Jean Moliérac: - les sociétés d' investissement, Révae des societes, 65 annee, Janvier mars 1997, J.G.D, Paris, 1947.
- 19-Jean-Claude Faffa : - Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, Volume 5 of Connaissances économiques, Éditions Cujas, 1963.
- 20-Jean-Marie Auby, Jean Marie Auby, Robert Ducos-Ader
- Droit de l'information, Petits codes Dalloz, 1976.
- 21-Jean-Patrice Senn, René Roblot
- Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, Volume 7 of Bibliothèque de droit privé, Libr. Génér. de droit et de jurisprudence, 1958.
- 22-Joseph Hamel:Les Sociétés d'investissement,Issue 97 of Association Nationale des Sociétés par Actions:Association Nationale des Sociétés par Actions,A.N.S.A., 1953.
- 23-Joseph Hamel, G. Lagarde et A. Jauffret: Traité de droit commercial, tome deuxième; éd. , Dalloz, Paris, 1966.

- 24-Louis M. Servien : Les fonds de placement collectif en Suisse (investment trusts), Impr. H. Jaunin, 1958, Digitized 26 Jun 2009.
- 25-Marie-José Orsini:- Les formes collectives de l'épargne, thèse , paris , 1974
- 26- Maurice Schlogel:- Qu'offrent les S.I.C.A.V.? Révue de Banque le marchés financier, 1971.
- 27- Muiler (m): L' epergne des menages et la certificate d'investissement trast en suisse, Thèse, paris, 1964.
- 28- Olivier Senard:Les organes de placement collectif en valeurs mobilières dans le Marché commun et en Suisse , thèse , Paris , 1974.
- 29- Paul Cheminai: - Des sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères, Thèses, Université de Paris Faculté de droit, Jouve, 1927.
- 30- P. E. Dupont: La directive AIFM sur les gestionnaires de fonds d'investissement alter- natives, Revue de Droit bancaire et financier, N° 5, Septembre 2011, étude n° 29.
- 31- Pierre Greffe, François Greffe: La publicité et la loi, Litec. Droit, Litec, 1987.

- 32- P. Mat0til et F. Möslein: - La langue du prospectus d'émission et la protection des investisseurs - Perspectives comparées des droits européen et allemande, Revue de Droit bancaire et financier, N° 4, Juillet 2007.
- 33-R. Durand :- La directive AIFM et son impact sur les fonds de private equity, Revue de Droit bancaire et financier, N° 3, Mai 2014, étude 12
- 34- Raymond L. Larcier :-Introduction aux fonds de placement (investment trusts), Éditions de la Librairie encyclopédique, Indiana University,1953, Digitized 4 Oct 2010.
- 35- René Roblot:-Le régime des sociétés financières en droit français, Rev. intern. dr. comparé, 1955.
- 36- Robert Rolland de Ravel: - Les sociétés d'investissement, étude juridique, économique et financière: formes classiques, applications modernes, Librairie du Recueil Sirey, 1959.
- 37- Walter Van Gerven: -La forme juridique d'un « investment trust» en Belgique,, en France et aux Pays-Bas, Revue internationale de droit comparé Année 1960 Volume 12 Numéro 3.

38- V. Rioghit: -les dépositaires aux prises avec les OPCl, AGEFI Hebdo, 1-7 Juillet 2010.

39- Yves DURAND - le projet de loi adopté par L'assemblée nationale, Rélatif aux fonds communs de placement , senat no260 , seconde session ordinaire de 1978 – 1979 .

رابعاً: المراجع باللغة الإنجليزية

1- Christian De Wulf :-The Trust and Corresponding Institutions in the Civil Law, Centre Interuniversitaire de Droit Comparé Établissements Émile Bruylant, 1965.

2-David Berkeley Parker Anthony R. Mellows : - Modern Law of Trusts, Edition 3,Sweet and Maxwell, 1975.

3-Harith Suleiman Faruqi :- Faruqi's law dictionary , English Arabic , Edition, 2nd revised ed , Published, Beirut , Librairie du Liban 1970.

4-Rudolph Leo Weissman: The Investment Company and the Investor, Harper, 1951, the University of California, Digitized4 Feb 2009.