

# ماهية صناديق الاستثمار من الوجهة القانونية

إعداد

أحمد عبد المجيد قنوت

## تمهيد وتقسيم:

تعد صناديق الاستثمار أحد أوجه الاستثمار الجماعي في سوق الأوراق المالية، ويقصد بنظام الاستثمار الجماعي "أنه كيان قانوني أو تعهد قانوني يهدف إلى تجميع الأموال من المستثمرين بغرض العمل بشكل أساسي في مجال الأوراق المالية واستثمارها نيابة عنهم في المجالات المختلفة بحسب النشاط الذي ينص عليه النظام الأساسي لهذا الكيان وذلك وفقاً لأصول الإدارة المهنية للاستثمار الجماعي"<sup>(١٤٨)</sup>.

وترتبط صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية ارتباطاً وثيقاً، وبالتالي نجاح صناديق الاستثمار يعتمد جزئياً على مدى قوة وفعالية سوق الأوراق المالية بما تولده السوق من أسهم وسندات مختلفة، وكذلك شهادات الادخار والإيداع وأذون الخزانة وغيرها من أدوات التمويل، بالإضافة إلى ما تتضمنه صناديق الاستثمار من أموال المستثمرين في سوق الأوراق المالية بما يؤدي إلى تنشيط وتطوير سوق المال<sup>(١٤٩)</sup>.

وكانت صناديق الاستثمار البديل العملي لشركات توظيف الأموال<sup>(١٥٠)</sup>، كما أن هناك عدد كبير من المدخرين يرفضون التعامل مع الفوائد البنكية خشية وقوعهم في الربا المحرم شرعاً والذين يرغبون في استثمار أموالهم نيابة عنهم عن طريق المشاركة وليس الإقراض، فكانت صناديق الاستثمار ضالتهم في تحقيق مبتغاهم<sup>(١٥١)</sup>، حتى لصغار المدخرين التي لا تكفي مدخراتهم في استثمارها بأنفسهم أو للمستثمرين الذين لا يملكون الخبرة في استثمار أموالهم، أو الذين يرغبون في استثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية، فاعتبرت صناديق الاستثمار طوق الحماية للمدخرات الوطنية لمنع تسريبها للاستثمار خارج البلاد<sup>(١٥٢)</sup>.

ولبحث ماهية صناديق الاستثمار من الوجهة القانونية، لا بد من التعريف بها، وبيان أطرافها، والتعريف على خصائصها، كما أن لصناديق الاستثمار أنواع مختلفة تختلف باختلاف النظرة التي ننظر بها للصندوق، هذا وقد اختلف الفقه المصري في مدى تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية من عدمها إلى فريقين، كما أنه لفهم الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار لا بد من البحث في العلاقات القانونية بين أطراف الصندوق فيما بينهم وأيضاً علاقتهم القانونية بالصندوق.

## أهمية الدراسة:

تأتي أهمية هذا البحث بتركيزه على صناديق الاستثمار من الوجهة القانونية وفقاً لأسس وقواعد القانون التجاري، وبالإضافة إلى أن صناديق الاستثمار غير موجودة في العديد من الدول العربية بأسواقها المالية ومنها سورية، وهذا يعني الاستفادة من القانون والفقه المصريين في تناولهم لصناديق الاستثمار ورأي أساتذتنا المصريين فيها، وهذا فضلاً عن أن اختيار هذا البحث كان من قبل أساتذتنا الدكتورة سميحة مصطفى القليوبي حفظها الله.

## منهجية البحث:

تم اعتماد الباحث في دراسته لهذا البحث على المنهج التحليلي أو ما يسمى الاستنباطي، الذي يعتمد على المبادئ العامة والقواعد الكلية، لتطبيقها على الجزئيات والفروع.

## خطة البحث:

- (١٤٨) د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لأسواق المال، الطبعة الثانية، بدون دار نشر، ٢٠١٢م، ص ٣٩٠.
- (١٤٩) د. أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، أثر صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة أسيوط، ٢٠٠٩م، ص ٤٧.
- (١٥٠) د. عطية عبد الحليم صقر، صناديق الاستثمار (الإطار القانوني- التكيف الشرعي- المعاملة الضريبية)، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٧م، ص ١٣.
- (١٥١) د. عطية عبد الحليم صقر، مرجع سابق، ص ١٣.
- (١٥٢) د. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦م، ص ١١٩.

سنناول في هذه الدراسة بعد هذا التمهيدي والتقسيم، البحث في ماهية صناديق الاستثمار من وجهة القانونية، من خلال مبحثين وفق التالي:

المبحث الأول: المقصود بصناديق الاستثمار

المطلب الأول: التعريف بصناديق الاستثمار وخصائصها

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار

المبحث الثاني: الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار ومدى تمتعها بالشخصية الاعتبارية

المطلب الأول: مدى تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية

المطلب الثاني: الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار

الخاتمة.

التوصيات.

المبحث الأول

## المقصود بصناديق الاستثمار

## تمهيد وتقسيم:

لمعرفة المقصود بصناديق الاستثمار لابد من التعريف بصناديق الاستثمار، وبيان خصائصها (المطلب الأول)، ومن ثم البحث في أنواع صناديق الاستثمار (المطلب الثاني).

## المطلب الأول

## التعريف بصناديق الاستثمار وخصائصها

## تمهيد وتقسيم:

سنستعرض التعريف بصناديق الاستثمار فقهاً وقانوناً، ومن ثم سنبين خصائص صناديق الاستثمار في ضوء التعريف بها.

## أولاً: التعريف بصناديق الاستثمار

عرف المشرع المصري صناديق الاستثمار بأنها (وعاء استثماري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في الاستثمار في المجالات الواردة في هذه اللائحة ويديره مدير استثمار مقابل أتعاب)<sup>(١٥٣)</sup>.

وعرف بعض الفقه<sup>(١٥٤)</sup> صناديق الاستثمار بأنها (وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية).

كما عرفت صناديق الاستثمار بأنها (مؤسسات ذات طبيعة خاصة تهدف إلى تجميع المدخرات واستثمارها بصفة أساسية في الأوراق المالية نيابة عن أصحابها، وهي بهذا المفهوم تعتبر إحدى مؤسسات السوق الثانوي "سوق التداول" من سوق الأوراق المالية، كما يمكن اعتبارها - من حيث ما تصدره من أوراق مالية في شكل وثائق استثمار - إحدى مؤسسات السوق الأولي "سوق الإصدار" في سوق الأوراق المالية)<sup>(١٥٥)</sup>.

وعرفها آخرون<sup>(١٥٦)</sup> بأنها (مؤسسة مالية تستهدف تجميع المدخرات واستثمار أموال المدخرين في الأوراق المالية، فتحقق هذه الصناديق عن طريق اقتناء الأوراق المالية التي تراها الإدارة القائمة على نشاط الصندوق أهداف المستثمرين).

وتم تعريف صناديق الاستثمار أيضاً بأنها (شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة)<sup>(١٥٧)</sup>.

كما قال بعض الفقه<sup>(١٥٨)</sup> عنها بأنها (كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، حيث يقوم ذو خبرات متخصصة في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمار بشراء وبيع الأوراق المالية لتحقيق أهداف الصندوق، ومن الناحية القانونية

(١٥٣) المادة ١/١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٥٤) د. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الأولى، ١٩٩٥م، ص ٤٥.

(١٥٥) د. عطية عبد الحليم صقر، مرجع سابق، ص ٧.

(١٥٦) د. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١م، ص ١٧٦.

(١٥٧) د. منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنتجات المالية، منشأة المعارف بالاسكندرية، ٢٠٠٢م، ص ٣٢٢.

(١٥٨) د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النهضة العربية، ٢٠٠٥م، ص ١٣.

فإن صناديق الاستثمار هي إحدى أشكال شركات المساهمة ذات الوضع الخاص، التي تهدف إلى تجميع المدخرات واستثمارها بصفة رئيسية في شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن أصحابها لتحقيق عائد أكبر مما تحققه أوجه الاستثمار الأخرى مع تخفيض عنصر المخاطرة).

كما عرفت بأنها (وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية)<sup>(١٥٩)</sup>.

أما بعض الفقه الآخر<sup>(١٦٠)</sup> فقد ركز على البيان القانوني لصناديق الاستثمار بأطرافها الثلاثة بين الشركة المؤسسة ومدير الاستثمار والمستثمرين، بهدف تكوين وإدارة محفظة (محافظ) للأوراق المالية، ليشارك المستثمرون في أرباحها وخسائرها دون الحق لهم في إدارتها، وتتمثل حقوقهم في الصكوك التي يصدرها الصندوق.

ويمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها وعاء استثماري تتجمع فيه المدخرات لتكوين محفظة أوراق مالية أو أكثر بشكل يتناسب مع الهدف من إنشائه، ويدار حصراً من خلال جهة متخصصة ومستقلة عن الجهة المؤسسة له والمستثمرين فيه، ويكون نشاطها الاستثماري وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر.

يتضح مما تقدم أن أطراف صناديق الاستثمار ثلاثة وهم:

١- **مؤسس الصندوق:** يجب أن يكون مؤسس الصندوق شركة مساهمة ومؤسسة وفقاً لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م<sup>(١٦١)</sup>، لكن يجوز أيضاً للبنوك وشركات التأمين بعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة المصرية للرقابة على التأمين حسب الأحوال، أن تؤسس صناديق استثمار مفتوحة، بعد الحصول على ترخيص من الهيئة<sup>(١٦٢)</sup>. والصندوق في الحالة الأولى يتخذ شكل شركة المساهمة وهو متمتع بالشخصية الاعتبارية، أما في الحالة الثانية فالصندوق لا يتمتع بالشخصية الاعتبارية<sup>(١٦٣)</sup>.

٢- **شركة الإدارة (مدير الاستثمار):** أوجب المشرع أن تُعهد إدارة الصندوق إلى جهة متخصصة تتمتع بالخبرة في إدارة الصناديق<sup>(١٦٤)</sup>، والتي قد تكون أجنبية أو وطنية، ولكن لم يحدد القانون شكل الشركة الأجنبية، بينما حدد شكل الشركة الوطنية بشركة مساهمة<sup>(١٦٥)</sup>. ويجب على مدير الاستثمار بذل عناية الرجل الحريص في إدارته للصندوق، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء<sup>(١٦٦)</sup>.

٣- **المستثمرون:** هم مالكي الحصص في الصندوق أي حاملي الوثائق أو المستثمرون، قد يقتصر الاكتتاب في الصندوق على الشركات دون الأفراد الطبيعيين، أو على الوطنيون دون الأجانب، ومن حق الصندوق المغلق طرح وثائقه للاكتتاب العام أو من خلال طرح خاص يقتصر على المستثمرين المؤهلين<sup>(١٦٧)</sup>، أما الصناديق المفتوحة وبسبب خاصيتها في حرية دخول وخروج المستثمرين، فلا يمكن اقتصر المستثمرين فيها على أشخاص اعتباريين أو طبيعيين.

أما بالنسبة إلى أمين الحفظ (البنك الوديع): فهو ليس أحد أطراف صندوق الاستثمار، ولكن المشرع اشترط بأن يُحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أموالاً فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي

(١٥٩) د. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، دار الكتب القانونية، القاهرة، ٢٠١٠م، ص ٢٨٧.

(١٦٠) د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٥م، ص ٢٨.

(١٦١) المادة ١٤٣/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٦٢) المادة ١٧٣/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٦٣) انظر المطلب الأول من المبحث الثاني في هذا البحث، مدى تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية.

(١٦٤) المادة ٣٥/ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٦٥) المادة ١٦٦/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٦٦) المادة ١٦٩/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٦٧) المادة ١٤٢/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

المصري<sup>(١٦٨)</sup>، ويشترط في أمين الحفظ ألا يكون مساهماً في الصندوق أو في مدير الاستثمار أو أي من الشركات المرتبطة بهما وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة<sup>(١٦٩)</sup>، ولكن يجوز للصندوق المؤسس من قبل بنك أو يكون هذا البنك أميناً للحفظ، وذلك أن النص العام في المادة ٣٨/ (بأن لا يكون البنك مالكاً أو مساهماً في الشركة المالكة للصندوق) يقيده نص خاص في المادة ٤١/ قائم على أساس، إذا كان استثناءً للبنوك تأسيساً ومباشرة نشاط صناديق استثمار لا تتمتع هذه الأخيرة بشخصية معنوية (استثناءً على الأصل بأن الصناديق شركات مساهمة تتمتع بالشخصية الاعتبارية) فإنه من باب أولى أن يحق لذات البنوك أيضاً التي تباشر نشاط صناديق الاستثمار، أن تباشر نشاط أمين الحفظ بنفس الوقت بعد موافقة البنك المركزي المصري. مثل بنك فيصل الإسلامي هو أمين الحفظ للصندوق الذي أسسه بنك فيصل الإسلامي المصري.

#### ثانياً: خصائص صناديق الاستثمار

- ١- تعتبر صناديق الاستثمار صورة من صور الاستثمار الجماعي، وهي تنظيم هذا الاستثمار تنظيمياً مالياً عن طريق تكوين وإدارة حافظة الأوراق أو القيم المالية لحساب المستثمرين وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر، والابتعاد إلى أقصى حد عن العمليات المطبوعة بطابع المضاربة والغرر<sup>(١٧٠)</sup>.
- ٢- وتعتبر صناديق الاستثمار من أهم وسائل الاستثمار أمناً في سوق المال، فبالإضافة إلى ما سبق فهي تتمتع بالإمكانيات والخبرات الفنية المتخصصة ورؤوس أموال ضخمة تمكنها من تشكيل سلسلة من الأوراق المالية المتنوعة وحماية الاستثمارات من مخاطر تقلبات السوق<sup>(١٧١)</sup>.
- ٣- كما أنه من حيث الأصل فإن عمل صناديق الاستثمار هو الاستثمار في الأوراق المالية ومن ثم في القيم المنقولة، ولكن المشرع المصري أجاز إنشاء صناديق أسواق النقد<sup>(١٧٢)</sup> وصناديق الاستثمار العقاري<sup>(١٧٣)</sup>.
- ٤- ولصناديق الاستثمار خصائصها بالنسبة للأفراد المستثمرين الذين لا يتمتعون بالخبرة والمعرفة في التعامل بسوق المال، بل حتى الذين لديهم رأس مال صغير لا يستطيعون توظيفه بأنفسهم ويرغبون في استثماره<sup>(١٧٤)</sup>، أي أن صناديق الاستثمار تعد أهم أدوات سوق المال وأكثرها ملائمة لصغار المستثمرين، لأن الحصول على عائد مرتفع يتطلب توزيع الاستثمارات لتجنب مخاطر هبوط الأسعار، لأنه كلما زاد التنوع كلما قلت المخاطر<sup>(١٧٥)</sup>.
- ٥- ومن مزايا صناديق الاستثمار في الخارج أنها تتيح للمستثمر شراء الوثائق بالتقسيم خلال مدة زمنية معينة، أو قد تنظم عملية استرداد رأس مال المستثمر كله أو جزء منه وفقاً لخطة السحب، وهذا يساعد المستثمر على اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه<sup>(١٧٦)</sup>.
- ٦- كما أن صناديق الاستثمار تحمي المدخرات الوطنية وتمنع تصديرها للخارج، حيث أن الصناديق تؤدي إلى تعدد خيارات الاستثمار أمام المدخرين بما يساعد على توطين المدخرات<sup>(١٧٧)</sup>، لأنها تقوم بتعبئة الموارد المالية وتوجيهها لتمويل المشروعات المختلفة، وتوسيع قاعدة الملكية بما يخدم الاقتصاد القومي<sup>(١٧٨)</sup>.

(١٦٨) المادة ٣٨/ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٦٩) المادة ١٦١/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٧٠) د. حسني المصري، شركات الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨١م، ص ١٦.

(١٧١) د. فارس محمد أعجيان العجمي، رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٢م، ص ٢٨٠.

(١٧٢) المادة ١٧٥/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٧٣) المادة ١٧٧/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(١٧٤) د. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية (أليه عملها- الرقابة عليها- الربط بين البورصات)، مؤسسة الطوبجي، القاهرة، ٢٠٠٤، ص ١٥٣ وما بعدها.

(١٧٥) د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ٣٨ وما بعدها.

(١٧٦) د. كمال طلبية المتولى سلامة، صناديق الاستثمار في الميزان، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١م، ص ٥٤.

- ٧- كما تلعب صناديق الاستثمار دور الوسيط بين المستثمرين والشركات الصناعية والتجارية والعقارية التي تطرح أسهمها وسنداتهما في سوق الأوراق المالية<sup>(١٧٩)</sup>.
- ٨- وتؤدي صناديق الاستثمار إلى امتصاص السيولة من المجتمع بما يؤدي إلى انخفاض معدلات التضخم، حيث أن زيادة السيولة بيد الأفراد يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي على السلع المعروضة بما يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم<sup>(١٨٠)</sup>.
- ٩- ولكن من أهم مخاطر الاستثمار في وثائق الاستثمار هو عدم التأكد من سعر استرداد الوثائق، لأنه في حالة الأسهم الفردية قد يتم بيع السهم بأي سعر لحظة وقوعه أثناء عمل يوم البورصة بين سعر الفتح وسعر الإقفال على حسب السعر، إلا أنه في صناديق الاستثمار يتم استرداد الوثائق على حسب سعر الإقفال في نهاية عمل البورصة حيث لا أهمية للوقت الذي يقدم فيه الطلب، بل من الممكن أيضاً ألا يتم تنفيذ الطلب إلا بعد عدة أيام وعندها قد يكون سعر السهم قد انخفض عن السعر الذي تم فيه لحظة تقديم الطلب<sup>(١٨١)</sup>.

### المطلب الثاني

#### أنواع صناديق الاستثمار

#### تمهيد وتقسيم:

تتنوع صناديق الاستثمار وفقاً للمعيار الذي ينظر إليها به، وهذه المعايير يمكن إجمالها بما يلي:

#### أولاً: صناديق الاستثمار وفقاً لمعيار رأس المال

##### ١- صناديق الاستثمار المغلقة:

يطلق على صناديق الاستثمار المغلقة صناديق الاستثمار ذات الرأس الثابت، لأن الصندوق يصدر عدد ثابت من الحصص ولا يجوز استرداد وثائقه إلا في نهاية مدة الصندوق، حيث يكون العدد الكلي للوثائق غير قابل للزيادة<sup>(١٨٢)</sup> ويتم طرح وثائق الصندوق للاكتتاب العام لمرة واحدة أو طرح خاص يقتصر على المستثمرين

(١٧٧) د. عز الدين فكري، تقييم في أداء صناديق الاستثمار في مصر مدخل محاسبي - ندوة صناديق الاستثمار في مصر - الجزء الأول، بدون دار نشر، ص ١٢-١٣، مشار إليه في د. كمال متولي سلامة، مرجع سابق، ص ٥٥. د. منى قاسم، مرجع سابق، ص ٤٧.

(١٧٨) د. كمال طلحة متولي سلامة، مرجع سابق، ص ٥٥.

(١٧٩) د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ٤٦.

(١٨٠) د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ٥٥.

(١٨١) د. عطية عبد الحلیم صقر، مرجع سابق، ص ٢١٨.

(١٨٢) *Fabozzi F-J , Inv estment management , ٣<sup>rd</sup> edition, prentice- Hall, new Jersey, ١٩٩٩, P.٨٠.*

المؤهلين<sup>(١٨٣)</sup>، وبالتالي صندوق الاستثمار المغلق يكون محدد رأس المال بحيث يصدر عدد محدد من الوثائق أو صكوك الاستثمار ولمرة واحدة أو لإصدار أول فقط، ولا يسمح بأي وقت باسترداد أصل الوثيقة من جهة الإصدار إلا في نهاية مدة الصندوق<sup>(١٨٤)</sup>، وبالتالي لا يستطيع المدخر دخول هذا الصندوق بعد انتهاء عملية الاكتتاب فيه إلا إذا وجد آخر يقبل التنازل له عما يملكه من حصص<sup>(١٨٥)</sup>. وثبات رأس المال هو ثبات نسبي حيث يمكن زيادة رأس المال أو نقصانه ولكن وفق إجراءات معقدة عن طريق تعديل النظام الأساسي للشركة بقرار عن الجمعية العامة غير العادية<sup>(١٨٦)</sup>.

**صندوق الاستثمار المباشر:**

أحدثت إدارة الهيئة العامة لسوق المال صندوق جديد من صناديق الاستثمار المباشر بالقرار رقم ٤٦/ بتاريخ ١٩٩٦/١١/٢٦م، ويتمتع صندوق الاستثمار المباشر بالشخصية الاعتبارية ويأخذ شكل شركة مساهمة، ويجب ألا يقل رأس ماله عن عشرة ملايين جنيه نقداً مدفوعة بالكامل، ولا يجوز طرح أسهم الصندوق أو تلقي أموال المستثمرين عن طريق الاكتتاب العام، ويتم توزيع الأرباح بين مالكي أسهم الشركة وحاملي وثائق الاستثمار وفقاً للقواعد التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال، ويجب أن يتضمن النظام الأساسي للصندوق أوجه نشاطه، ولا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في أوراق مالية لشركة واحدة على ٢٥% من أموال الصندوق، وفيما لم يرد به تنظيم أو قواعد خاصة تضعها الهيئة العامة تسري الأحكام المنصوص عليها في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية المقررة لصناديق الاستثمار.

## ٢- صناديق الاستثمار المفتوحة:

يطلق على الصناديق المفتوحة، صناديق ذات رأس المال المتغير، لحرية المستثمرين في الدخول والخروج من الصندوق، حيث يمكن للصندوق إصدار وثائق استثمار بدلاً من الوثائق التي استرد قيمتها أصحابها خلال فترة حياته<sup>(١٨٧)</sup> أي أن رأس مال الصندوق يتغير على حسب حركة الوثائق بيعاً وشراءً، فهو قابل للزيادة والنقصان بسبب دخول شركاء جدد بدون حلول آخرون مكانهم أو خروج شركاء قدامى لا يحلون آخرون مكانهم<sup>(١٨٨)</sup>، وبالتالي فإن حجم الأموال المستثمرة فيه غير محددة بسبب دخول وخروج المستثمرين منه، بعرض الصندوق لوثائق استثمار جديدة للبيع والذي يكون على استعداد بأي وقت لاسترداد الوثائق المصدرة وسداد قيمتها وفقاً لقيمة صافي أصول الصندوق من تاريخ الاسترداد<sup>(١٨٩)</sup>. ومن أمثلة الصناديق المفتوحة، صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأول، وأيضاً صندوق استثمار شركة المستثمرون المتحدون للتأمين.

## ثانياً: صناديق الاستثمار وفقاً لأهدافها

<sup>(١٨٣)</sup> تنص المادة ١٤٢/ الفقرة ٢/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥م (كما يجوز إنشاء صندوق استثمار مغلق ذو رأس مال ثابت يتم طرح وثائقه للاكتتاب العام أو من خلال طرح خاص يقتصر على المستثمرين المؤهلين)

<sup>(١٨٤)</sup> د. عطية عبد الحليم صقر، مرجع سابق، ص ١٦٢ وما بعدها.

<sup>(١٨٥)</sup> د. أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، مرجع سابق، ص ٧٩.

<sup>(١٨٦)</sup> د. عبد الفضيل محمد أحمد، توظيف الأموال، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، بدون تاريخ نشر، ص ١٨.

<sup>(١٨٧)</sup> *Fredman A-J and Wiles R. How mutual funds work, ٣<sup>rd</sup> edition, prentice- Hall, New Jersey, P. ٢٤.*

<sup>(١٨٨)</sup> د. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ١٧.

<sup>(١٨٩)</sup> د. عز الدين فكري التهامي، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر (الواقع والمستقبل) مركز الشيخ صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، الجزء الأول، المحور الثالث، ص ٨. مشار إليه في د. علي عبد الله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦م، ص ٧٥. ويضيف سيادته (إن قيمة الأصل: الصافي هي القيمة السوقية للأصول المكونة لمحفظه الصندوق مطروحاً منها الالتزامات المختلفة، ومقسومة على عدد الأسهم المصدرة للورقة).



## ١- صناديق النمو:

هي الصناديق التي تهدف إلى إنجاز نمو مستقبلي بطول أجالها، إذ لا تسعى إلى تحقيق أرباح سريعة ودخول جارية بقدر ما تهدف إلى تحسين القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية وبالتالي قيمة الوثائق وتحسين رأس المال، وذلك من خلال إعادة استثمار الأرباح المحققة والمحتجزة عوضاً عن توزيعها على حملة الوثائق، حيث أن المستثمرين في صناديق النمو لا يهدفون إلى تحقيق دخل منتظم، بل يهدفون إلى نمو الأصول، أي زيادة القيمة الاستثمارية وليس الأرباح الموزعة<sup>(١٩٠)</sup>. وبالتالي عادة ما تستهدف هذه الصناديق الأسهم العادية لمنشآت تتسم بدرجة عالية من النمو، سواء كانت صناعية أو تجارية أو المنشآت الحديثة نسبياً ذات نمو متوقع، بهدف زيادة قيمة الأصول المستثمرة في تلك المنشآت<sup>(١٩١)</sup>.

## ٢- صناديق الدخل:

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل جاري منتظم للمستثمرين بصرف النظر عن نمو رأس المال، فهذه الصناديق تناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عوائد استثماراتهم على هذه الصناديق في تغطية أعبائهم المعيشية، وأيضاً المستثمرين الذين يركزون على عامل الأمان والاستقرار ولا يرغبون في المخاطرة، بل يرغبون في استثمار أموالهم لفترة طويلة مع تجنب المخاطر، فهذه الصناديق تستهدف أساساً المستثمر المتحفظ والمستثمر ذو الدخل المحدود<sup>(١٩٢)</sup>.

"لذلك يتم استثمار أموال تلك الصناديق عادة في السندات التي تحقق معدلات ثابتة من العائد المنتظم، فالسندات التي تشتمل على استثمارات مثل هذه الصناديق من صناديق الدخل قد تتكون من سندات حكومية، لا ينطوي الاستثمار فيها على أي نوع من المخاطر الائتمانية، وقد تكون سندات لشركات معينة والتي يتعرض الاستثمار فيها دائماً لاحتمال مخاطر أكبر، وبالتالي يكون معدل العائد المطلوب الوصول إليه من السندات الحكومية"<sup>(١٩٣)</sup>.

## ٣- صناديق الدخل والنمو:

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق هدفين وهما تحقيق دخل جاري دوري وثابت للمستثمرين، بالإضافة إلى النمو في الأصول أو رأس المال طويل ومتوسط الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة<sup>(١٩٤)</sup>. فهذه الصناديق تستثمر في الأسهم العادية ذات الكفاءة بوصفها مصدر المكاسب الرأسمالية، كما تستثمر في محفظتها أوراق مالية متحفظة تعطي دخلاً جاريًا دوريًا وثابتًا، مثل السندات والأسهم الممتازة<sup>(١٩٥)</sup>، والمستثمرون في هذه الصناديق يهدفون إلى الحصول على عوائد من استثماراتهم فيها لتغطية أعباء معيشتهم وبنفس الوقت يهدفون إلى تحقيق نمو مطرد لاستثماراتهم<sup>(١٩٦)</sup>، وهناك صناديق من يعطي الأولوية للدخل وصناديق من يعطي الأولوية للنمو<sup>(١٩٧)</sup>.

- (١٩٠) د. أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، مرجع سابق، ص ٨٣. د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٧٦ وما بعدها.
- (١٩١) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص ٣٤٧.
- (١٩٢) د. أنطوان الناشف وخليل هندي، العمليات المصرفية في السوق المالية، الجزء الثاني، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان- طرابلس، طبعة ٢٠٠٠م، ص ٢٠٨. د. منى قاسم، مرجع سابق، ص ٥١.
- (١٩٣) د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٧٨.
- (١٩٤) د. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص ٩٩.
- (١٩٥) د. عاطف حسن النقلي، صناديق الاستثمار في الواقع والتجربة المصرية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، العدد الأول والثاني، ص ١٠٤.
- (١٩٦) د. عبد المنعم عبد الغني علي، محاضرات في النقود والبنوك، بدون دار نشر، أسيوط، ٢٠٠٢م، ص ٢٣٥. مشار إليه في د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ٨٤.
- (١٩٧) د. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٤م، ص ٣٩.

**ثالثاً: صناديق الاستثمار وفقاً لعوائدها****١- صناديق الاستثمار ذات العائد الدوري**

هي الصناديق التي تحقق للمستثمرين عائداً دورياً، كأن يكون ربع أو نص سنوي بحيث يمثل هذا العائد الأرباح الصافية عن تلك الفترة، وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الراغبين بالحصول على عائد دوري ومنتظم في أوقات محددة<sup>(١٩٨)</sup>. ومثالها صندوق استثمار بنك مصر الأول، وصندوق استثمار بنك تنمية الصادرات.

**٢- صناديق الاستثمار ذات العائد التراكمي:**

هي الصناديق التي تضيف أرباحها إلى رأسمائها، ليعاد استثمار الأرباح مع رأس المال حيث لا توزع على المستثمرين، لأن المستثمرين في النهاية سوف يستردون قيمة أصول وثانفهم مع الربح التراكمي معاً. وهذه الصناديق تناسب المستثمرين الذين لديهم ميول استثمارية متطورة نوعاً ما، لأنهم يستثمرون الربح أو العائد المتحقق من الورقة المالية مرة أخرى<sup>(١٩٩)</sup>.

**٣- صناديق الاستثمار ذات العائد الدوري والتراكمي:**

هذا النوع هو مزيج بين النوعين السابقين، حيث يكون رأس المال مقسماً إلى قسمين، قسم منه توزع عوائده بشكل دوري، والقسم الثاني لا توزع أرباحه بل تضاف إلى قيمة أصل الوثائق ليعاد استثماره مرة أخرى. وهذه الصناديق تناسب المستثمرين الراغبين بالحصول على عائد دوري منتظم بأوقات محددة، وبنفس الوقت يرغبون بأن يكون هناك استثمار لبعض الأرباح المتحققة مرة أخرى مع أصول وثانفهم.

**رابعاً: الصناديق المتخصصة****١- صناديق الأسهم:**

هي الصناديق التي توجه استثماراتها إلى الأسهم أيًا كان نوعها دون غيرها من الأوراق المالية الأخرى. وهذه الصناديق هي الأكثر انتشاراً في العالم لتنوعها ومعدلات نموها وأرباحها ولما تحققة من أهداف مختلفة للمستثمرين<sup>(٢٠٠)</sup>. وقد تكون هذه الأسهم هي أسهم محلية فتسمى بصناديق الأسهم المحلية، أو قد تكون الأسهم دولية فتسمى هذه الصناديق بصناديق الأسهم الدولية، كما قد توجد صناديق بأسهم متنوعة من أسهم محلية ودولية معاً، كما قد يوجد أسهم مقسمة جغرافياً بحيث أن الصندوق يقتصر استثماره على أسهم في منطقة جغرافية معينة مثل صناديق الأسهم الأوروبية.

**٢- صناديق السندات:**

هي الصناديق التي تكون استثماراتها مقتصرة على السندات أيًا كان نوعها دون غيرها من الأوراق المالية الأخرى.

إذ قد تتألف أصول هذه الصناديق من سندات تصدرها المؤسسات والشركات أو حتى المؤسسات الحكومية أيضاً<sup>(٢٠١)</sup>، وقد يكون استثمار الصندوق في السندات المحلية فقط فيطلق عليه صندوق سندات محلية، كما يوجد صناديق السندات الدولية وهي التي تشمل إما على السندات الدولية والمحلية أو قد تقتصر على سندات دولية فقط.

<sup>(١٩٨)</sup> د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٨٤.

<sup>(١٩٩)</sup> د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٨٤.

<sup>(٢٠٠)</sup> د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ١٩٩٩م، ص ١٣٠.

<sup>(٢٠١)</sup> راجع د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٨١ وما بعدها.

كما يوجد صناديق ذات سندات خاصة، وهذه الصناديق تتألف من محفظتين من الأوراق المالية، الأولى هي صناديق سندات الدرجة الأولى والتي تتكون من سندات حكومية، والثانية هي صناديق السندات القابلة للتحويل إلى أسهم<sup>(٢٠٢)</sup>.

### ٣- صناديق التوازن أو الصناديق المتوازنة (المتنوعة):

هي الصناديق التي تتنوع فيها محفظة أوراقها المالية من الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى. حيث أن الاستثمار في الأسهم يحقق نمواً كبيراً ذات درجة مخاطرة مرتفعة نسبياً، أما إذا كان هدف الصندوق تحميل المستثمر للحد الأدنى من المخاطر فيقوم بالاستثمار الأكبر في السندات التي تحقق دخل ثابت بدرجة خطورة أقل<sup>(٢٠٣)</sup>.

### ٤- صناديق النقد:

عرف المشرع المصري صناديق النقد بأنها (الصناديق التي تستثمر جميع أصولها في استثمارات قصيرة الأجل مثل أدوات الدين الصادرة عن الحكومة والبنوك والشركات واتفاقيات إعادة الشراء وأذون الخزانة وشهادات الإيداع البنكية وشهادات صناديق أسواق النقد الأخرى).

ويجوز الترخيص للشركات التي تزاول نشاط المتعاملون الرئيسيون بإنشاء صناديق النقد. ويلتزم مجلس إدارة الصندوق بالمحافظة على تحقيق قيمة مستقرة لنصيب وثيقة الاستثمار الصادرة عن الصندوق من صافي قيمة أصوله وفقاً لما يحدده مجلس إدارة الهيئة وذلك بمراعاة ما يلي:

١- ألا يزيد الحد الأقصى لمدة استثمارات الصندوق على ثلاثة عشر شهراً.  
٢- أن يكون الحد الأقصى للمتوسط المرجح لمدة استحقاق محفظة استثمارات الصندوق مائة وخمسون يوماً.

٣- أن يتم توزيع استثمارات الصندوق بحيث لا تزيد الاستثمارات في أي إصدار على (١٠%) من صافي قيمة أصول الصندوق وذلك باستثناء الأوراق المالية الحكومية.

وفيما عدا الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية يحدد مجلس إدارة الهيئة الحد الأدنى لمستوى تصنيف مخاطر بما يضمن القدرة على الوفاء بالالتزامات الناشئة عن النشاط على ألا يقل التصنيف الائتماني عن "BBB"<sup>(٢٠٤)</sup> (٢٠٥).

وتم تعريفها من قبل الفقه<sup>(٢٠٦)</sup> بأنها (التي تتشكل من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد من خلال المؤسسات المالية، كالبنوك التجارية وشركات السمسرة المتخصصة في التعامل في مثل هذه الأوراق).

وغالباً لا تزيد نسبة استثمار صندوق النقد في الأوراق المالية على سنة واحدة، وتكون عادة بشكل خاص في الأصول قصيرة الأجل مثل الودائع المصرفية وشهادات الإيداع البنكية والكمبيالات المصرفية وأذونات الخزانة والأوراق التجارية، بسبب انخفاض المخاطر فيها وبالتالي يكون العائد منخفضاً<sup>(٢٠٧)</sup>.

(٢٠٢) د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ٩٤.

(٢٠٣) د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٨٣.

(٢٠٤) "هو تصنيف ائتماني تضعه وكالات التصنيف الائتماني مثل ستاندرد أند يورز، و BBB تعني درجة مخاطر منخفضة وقدرة سداد معقولة، ويزيد ذلك أو ينقص ب (+ أو -)". د. أحمد طلفاح، رموز التصنيف للجدارة الائتمانية السيادية، المعهد العربي للتخطيط، إبريل، ٢٠٠٥م. مشار إليه في د. فارس محمد أعجبان، مرجع سابق، ص ٦٢.

(٢٠٥) المادة ١٧٥/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٩م.

(٢٠٦) د. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٣٦.

(٢٠٧) د. أحمد فاروق وشاحي، د. أحمد فاروق وشاحي، التنظيم القانوني لصندوق الاستثمار العقاري وفقاً لأحكام القانون المصري والقانون المقارن، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧م، ص ٧.

وقد حصر المشرع المصري في المادة المذكورة أنفاً، إنشاء صناديق النقد بالبنوك وشركات التأمين، وأيضاً بموجب ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال للشركات التي تزاول نشاط المتعاملين الرئيسيون<sup>(٢٠٨)</sup>. والمستثمر في هذا الصندوق يميل إلى أن تكون السيولة هدفاً له، لتوافرها في هذه الصناديق، لأنها تعطي المستثمر الحق في السحب منها متى يشاء ولكن وفق حدود معينة<sup>(٢٠٩)</sup>، وقد كان أول ظهور لهذه الصناديق في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>(٢١٠)</sup>.

##### ٥- صناديق المؤشرات:

هي صناديق استثمارية مفتوحة تتبع حركة مؤشر معين، ويتم قيد وتداول الوثائق المكونة لهذه الصناديق في سوق الأوراق المالية كالأسهم والسندات<sup>(٢١١)</sup> وقد عرفها المشروع المصري بأنها (التي تصدر وثائق مقابل محفظة تتبع أغلبية الأوراق المالية الكونة لها أحد مؤشرات الأسعار في البورصة)<sup>(٢١٢)</sup>. وقد عرفت المؤشرات بأنها (مؤشرات لأسعار الأسهم يتم حسابها من واقع القيمة السوقية لمحفظة أوراق ماليه مستقرة زمنياً ووظيفتها الأولى قياس التطور الذي يحدث في الأوراق المالية صعوداً وهبوطاً)<sup>(٢١٣)</sup>. وقد عُرف المؤشر أيضاً بأنه (عبارة عن قائمة من الأوراق المالية التي يقوم المستثمرون بمتابعة أدائها كمؤشر لحال جزء معين من الوضع في سوق الأوراق المالية محل هذا المؤشر)<sup>(٢١٤)</sup>.

حيث يقوم مدير الاستثمار في صناديق المؤشرات بتكوين محفظة أوراق ماليه مماثلة لما يشمله أو يتكون منه أحد المؤشرات العالمية شائعة الاستخدام من أوراق ماليه التي يتبعها الصندوق مثل مؤشر فينانشيل تايمز FT.SE ١٠٠ Shaves Index ١٠٠

وذلك حتى تحقق صناديق المؤشرات عائداً يساوي العائد على محفظة السوق<sup>(٢١٥)</sup>، وتعد استثمارات الصندوق في هذه الأسهم استثماراً في السوق كله، كما أن نسبة المخاطرة متوسطة والعائد أيضاً متوسط مثل متوسط العائد في السوق، ولذلك تعد هذه الصناديق مستهدفة المستثمرين المتحفظين الذين يريدون الاستثمار في قطاع معين أو أسهم معينة، فضلاً عن سهولة متابعة المستثمرين لأداء الصندوق من خلال متابعة أداء المؤشر، وبالإضافة إلى أن إدارة هذه الصناديق لا تتطلب خبرة كبيرة من مدير الاستثمار<sup>(٢١٦)</sup>. ويُمكن صندوق المؤشرات المستثمرين من البيع على المكشوف، وكذلك الشراء بالهامش، وهذه الميزات لا تتوفر في صناديق الاستثمار العادية<sup>(٢١٧)</sup>.

<sup>(٢٠٨)</sup> نشاط المتعاملون الرئيسيون حسب قرار الهيئة العامة رقم ٤٨٠ لسنة ٢٠٠٢م بأنهم مؤسسات تفيد لدى وزارة المالية طبقاً للمعايير التي يحددها وزير المالية، وتلتزم بضمان الإصدارات الأولية للأوراق المالية الحكومية، وتنشيط التعامل في الأسواق الثانوية، وذلك وفقاً للنظم والأحكام والإجراءات التي يصدر بها قرار من وزير المالية. كما لا يجوز أن يكون من المتعاملين الرئيسيين إلا البنوك وشركات التعامل والوساطة في السندات.

وقد ذكر الموقع الرسمي للهيئة العامة لسوق المال ثلاث بنوك مرخص لها بممارسة هذا النشاط وهم: ١- البنك العربي الإفريقي. ٢- البنك التجاري الدولي بمصر. ٣- بنك مصر إيران للتنمية.

<sup>(٢٠٩)</sup> د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٨٣.

<sup>(٢١٠)</sup> د. منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٣٦.

<sup>(٢١١)</sup> د. فارس محمد أعجيان محمد، مرجع سابق، ص ٢٧٦.

<sup>(٢١٢)</sup> المادة ١٨٣/مكرر من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢م.

<sup>(٢١٣)</sup> د. نشأت عبد العزيز معوض، مقال بعنوان الأوراق المالية الأوراق المالية، الأهرام الاقتصادي، القاهرة، ١٩٩٣/٨/٩م، العدد ١٢٨٢، ص ١٨. مشار إليه في د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ١٠٥.

<sup>(٢١٤)</sup> د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٨٧.

<sup>(٢١٥)</sup> د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ١٠٦.

*Fischer D-E and Jordan R-J, Security analysis and portfolio management ٤ edition prentice – Hall, New Jersey, ١٩٨٧, P٢٦٥.*

<sup>(٢١٦)</sup> د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٨٧.

<sup>(٢١٧)</sup> د. محمد فارس أعجيان العجمي، مرجع سابق، ص ٧١.

ونلاحظ أن المشرع المصري ميز هذه الصناديق عن غيرها، بأنه للشركة المنشئة لهذا الصندوق تغطية كامل رأس ماله بمفردها أو بالاشتراك مع آخرين أو عن طريق الاكتتاب العام<sup>(٢١٨)</sup>، وقرر بعض البيانات الإضافية في نشرة الاكتتاب العام<sup>(٢١٩)</sup>.

كما نص المشرع على أن الشركة المنشئة للصندوق، التعاقد مع اثنين على الأقل من صانعي السوق تكون مهمة كل منهما التعامل على وثائق الاستثمار المصدرة، وألزمهم بالقيام بعدة واجبات، وأن يتم نقل ملكية الأوراق المالية فيما بين الصندوق وصانع السوق من خلال شركة الإيداع والقيود المركزي<sup>(٢٢٠)</sup>، كما يتم قيد وثائق صناديق المؤشر بداول البورصة بناءً على طلب الشركة وفقاً لقواعد قيد وشطب الأوراق المالية<sup>(٢٢١)</sup>، كما ألزم المشرع المصري مدير الاستثمار بالتزامات إضافية بالإضافة إلى التزاماته العامة<sup>(٢٢٢)</sup>.

#### ٦- صناديق الاستثمار العقاري:

هي الصناديق التي تستثمر في المجالات العقارية المختلفة من أراضي وعقارات وبالعمليات الضرورية المرتبطة بها.

وقد عرف المشروع المصري صناديق الاستثمار العقاري<sup>(٢٢٣)</sup> بأنها (وعاء استثمارياً مشتركاً يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في الاستثمار في المجالات العقارية المختلفة. ويتضمن مجموعة من الأصول العقارية من أراضي وعقارات وغيرها من الأصول التي تضمن حداً معيناً من السيولة، وتصدر حصص الصندوق في صورة وثائق استثمار تخول المالك فيها حقوقاً متساوية قبل الصندوق).

وتهدف صناديق الاستثمار العقاري إلى الاستثمار في الأصول العقارية من أراضي وعقارات يتم تطويرها أو بنائها بغرض تأجيرها أو بيعها بما في ذلك المشروعات العقارية الجديدة التي سيتم تشييدها وتأجيرها أو بيعها خلال مدة الصندوق، وللصندوق القيام بالعمليات الضرورية المرتبطة ببنائها أو تجديدها أو إعادة تجهيزها بقصد تأجيرها أو بيعها، ولا يجوز أن يكون إعادة البيع هو الغرض الوحيد من تملك الأصول العقارية من قبل هذه الصناديق. ويجب أن تكون صناديق الاستثمار العقاري مغلقة ذات مدة محددة).

وأضاف المشرع مجموعة من شروط الترخيص في المادة /١٧٨/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، بالإضافة لما ورد في المادة /١٤٤/ من اللائحة ذاتها.

كما أعطى المشرع اختصاصات جديدة والتزامات لمجلس إدارة الصندوق في المادة /١٧٨/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال بالإضافة إلى ما ذكر في المادة /١٤٦/ من اللائحة التنفيذية ذاتها. حيث نصت المادة /١٧٨/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م (ويتولى مجلس إدارة الشركة بالإضافة لما ورد بالمادة /١٤٦/ من هذه اللائحة، الموافقة على جميع العقود والقرارات والتقارير الجوهرية التي يكون الصندوق طرفاً فيها مع الأطراف ذوي العلاقة، ويشمل ذلك على سبيل المثال ما يلي:

١- عقد الخدمات الرئيسي مع شركة المطور<sup>(٢٢٤)</sup>. ٢- عقد الخدمات الرئيسي المبرم مع شركة إدارة العقارات<sup>(٢٢٥)</sup>. ٣- عقد حفظ الأوراق المالية مع أمين الحفظ. ٤- العقد المبرم مع شركة خدمات الإدارة<sup>(٢٢٦)</sup>. ٥-

<sup>(٢١٨)</sup> انظر المادة /١٨٣/ مكرر (٢) من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢١٩)</sup> انظر المادة /١٥٤/ والمادة /١٨٣/ مكرر (٣) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢٢٠)</sup> انظر المادة /١٨٣/ مكرر (٤) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢٢١)</sup> المادة /١٨٣/ مكرر (٥) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢٢٢)</sup> انظر المادة /١٨٣/ مكرر (٦) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢٢٣)</sup> المادة /١٧٧/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢٢٤)</sup> عرفت المادة /١٤١/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م المطور بأنه (شركة متخصصة مسؤولة عن تنفيذ الجوانب الفنية لتنفيذ مشروعات الصندوق العقاري وتحقيق أغراضه وذلك بموجب عقد الخدمات المبرم بينها وبين مدير الاستثمار).

<sup>(٢٢٥)</sup> عرفت المادة /١٤١/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م شركة إدارة العقارات بأنها (شركة متخصصة تتولى إدارة المشروعات العقارية المملوكة لصندوق الاستثمار العقاري وصيانتها وتحقيق أغراضه وذلك بموجب عقد الخدمات المبرم بينها وبين مدير الاستثمار)

عقد تسويق الأصول العقارية للصندوق. ٦- التعاقد مع المثلثين العقاريين<sup>(٢٢٧)</sup>. ٦- خطاب الارتباط الخاص بالتمويل اللازم لأنشطة الصندوق من إحدى المؤسسات المالية المتخصصة. ٧- اعتماد عقود تملك الأصول العقارية. ٨- عقد التأمين على الأصول العقارية للصندوق).

وتتكون أصول الصندوق من عقارات يتم تملكها أو بناؤها بغرض تأجيرها ثم بيعها، ومن الأوراق المقيدة في بورصة الأوراق المالية بشرط أن تكون معظم أصولها عقارية أو عن شركات تعمل في المجالات المرتبطة بالتنمية العقارية، ومن حصص في صناديق استثمار عقاري، ومن السندات الصادرة عن شركات التمويل العقاري والمضمونة بحفظة قروض تمويل عقاري<sup>(٢٢٨)</sup>.

ويجب أن تتوفر في أصول صندوق عدة شروط: في أن تكون ملكية الأصول العقارية في للصندوق ثابتة بموجب عقود رسمية أو مسجلة، وأن تستوفي الأصول العقارية للصندوق شروط الترخيص المقررة قانوناً، وأن يتم تثمين الأصول العقارية للصندوق بمعرفة اثنين من خبراء التقييم العقاريين المعتمدين لدى هيئة التمويل العقاري<sup>(٢٢٩)</sup>.

كما تتوزع هيكل نسب أصول الصندوق على أصول عقارية وأوراق مالية ذات درجة تصنيف عالية وودائع تحت الطلب وأذون الخزانة ليست محلاً لضمانات أو لأية حقوق من أي نوع مقرر لصالح الغير - وذلك في الحدود وطبقاً للشروط التي يصدر بها الترخيص اللازم من الهيئة<sup>(٢٣٠)</sup>.

كما يجب على الصندوق التأمين على أصوله العقارية خلال مرحلتى الإنشاء والتشغيل وكذلك التأمين ضد المسؤولية المدنية الناشئة عن الأضرار التي تلحقها هذه الأصول بالغير<sup>(٢٣١)</sup>.

وألزم المشرع مدير استثمار في إدارة الصندوق بالاستعانة بكافة الخبرات المتخصصة في إدارة الاستثمارات العقارية وذلك طبقاً للمادة /١٦٧/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال<sup>(٢٣٢)</sup>. كما ألزم مدير الاستثمار في المادة /١٨٠/ بالتزامات إضافية على التزاماته الواردة في المادة /١٦٩/، ومن أهمها توقيع عقد الخدمات الفنية المتعلقة بمشروع الصندوق وذلك قبل طرح نشرة الاكتتاب. ويعتبر مدير الاستثمار ضامناً لقيام المطور بتنفيذ التزاماته.

كما أن مدير الاستثمار ملزم بتقييم الأصول العقارية قبل شرائها أو بيعها بواسطة اثنين من خبراء التقييم العقاري يتمتعان بالخبرة اللازمة في مجال النشاط العقاري والمنطقة محل الاستثمار، ومرخصاً لهما من الهيئة العامة للتمويل العقاري، ويجب أن يكون خبير التقييم مستقلاً عن أي من الأطراف ذوي العلاقة. كما أن خبيراً التقييم مسئولان في مواجهة الصندوق ومدير الاستثمار عن أية أضرار تلحق بهما نتيجة للإهمال أو الخطأ التي تقع منهما أثناء أداء عملهما<sup>(٢٣٣)</sup>.

ولا يجوز لمدير الاستثمار الاعتماد على تقرير تقييم مضى على إعداده أكثر من ثلاثة أشهر عند شراء أو بيع أي أصول للصندوق<sup>(٢٣٤)</sup>.

<sup>(٢٢٦)</sup> عرفت المادة /١٤١/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة شركة خدمات الإدارة بأنها (شركة متخصصة تتولى عمليات تسجيل إصدار واسترداد وثائق استثمار الصناديق المفتوحة، وكذلك حفظ مستندات ووثائق أصول الصناديق العقارية).

<sup>(٢٢٧)</sup> المثلثين العقاريين هم خبراء التقييم عرفتهم المادة /١٤١/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة بأنهم (شخص أو شركة مرخص لها من الهيئة العامة لشؤون التمويل العقاري لتقديم خدمات التثمين العقاري).

<sup>(٢٢٨)</sup> المادة /١٧٩/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

<sup>(٢٢٩)</sup> المادة /١٧٩/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

<sup>(٢٣٠)</sup> المادة /١٧٩/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

<sup>(٢٣١)</sup> المادة /١٧٩/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

<sup>(٢٣٢)</sup> المادة /١٨٠/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م. وتنص المادة /١٦٧/ من ذات اللائحة (وإذا رخص لصندوق استثمار بممارسة نشاط آخر 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).

<sup>(٢٣٣)</sup> المادة /١٨٠/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

<sup>(٢٣٤)</sup> المادة /١٨٠/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

كما ألزم المشرع المصري شركة خدمات الإدارة في المادة /١٨٢/ بعدة التزامات بالإضافة إلى التزاماتها العامة الواردة في المادة /١٦٢/ (٢٣٥)، كما أعطى المشرع السلطة التقديرية للصندوق لتوزيع أرباحه كلها أو بعضها التي يحققها على حملة الوثائق دورياً وذلك من كل أو بعض المصادر التالية: ١- الدخول المحققة من تشغيل أصول الصندوق العقارية. ٢- توزيعات أرباح الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق. ٣- الفائدة المستحقة على الاستثمارات في أسواق النقد. ٤- فائض القيمة المتولد عن بيع أصول الصندوق من عقارية وأوراق مالية. ٥- أية أرباح يتم تحقيقها من مصادر أخرى (٢٣٦).

#### ٧- الصناديق القابضة (صناديق الصناديق)

عرف المشروع المصري الصندوق القابض بأنه (صندوق استثمار يستثمر جميع أمواله في شراء ووثائق صادرة عن صناديق استثمار أخرى) (٢٣٧). وأضاف المشروع المصري (ودون الإخلال بالبند رقم (٤) من المادة /١٤٩/ من هذه اللائحة، يلتزم الصندوق القابض بالاستثمار في خمسة صناديق على الأقل) (٢٣٨). وبالتالي الصناديق القابضة هي الصناديق التي تحتوي أوراقها المالية على الأسهم والحصص الصادرة من الصناديق الأخرى فقط، سواء كانت أجنبية أو محلية، بما يؤدي أن يملك هذا الصندوق في محفظته إلى تشكيلة كبيرة من الأوراق المالية (٢٣٩). وبالتالي لا يجوز للصندوق القابض شراء أوراق مالية إلا ووثائق الاستثمار في الصناديق الأخرى، بحيث تكون جميع أمواله مستثمرة في الصناديق الأخرى، والتي يجب ألا تقل عن خمسة صناديق، ويجب ألا تزيد نسبة استثماره في أحد الصناديق عن ٢٠% من إجمالي قيمة أصوله، ولا تزيد عن ٥% من قيمة الصندوق المستثمر فيه (٢٤٠). ومن أمثلة الصناديق القابضة في مصر، صندوق وافي القابض (بنك مصر إيران للتنمية)، صندوق البنك الأهلي المصري السابع، المرخصين في عام ٢٠٠٩م من الهيئة بالقرارين ٥٠٦ و ٥١٣ على الترتيب (٢٤١). وتمنى البعض (٢٤٢) أن يغير المشروع المصري اسم هذا النوع من الصناديق، من الصندوق القابض "لأنه اسم مأخوذ من فكرة الشركة القابضة" إلى صناديق الصندوق، لأن الصندوق هنا لا يسيطر على الصناديق الأخرى خاصة وأن المشروع المصري قد حدد نسبة استثمار هذا النوع من الصناديق في صندوق آخر بما لا يتجاوز ٥% من قيمة الصندوق المستثمر فيه (٢٤٣).

- (٢٣٥) المادة /١٨٢/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م. وقد عرفت المادة /١٦٢/ شركة خدمات الإدارة بأنها التي تتولى قيد وتسوية المعاملات التي تتم على ووثائق الاستثمار غير المقيدة في البورصة.
- (٢٣٦) المادة /١٨٣/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.
- (٢٣٧) المادة /١٧٦/ الفقرة /١/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.
- (٢٣٨) المادة /١٧٦/ الفقرة /٢/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.
- وتنص الفقرة /٤/ من المادة /١٤٩/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م (يجوز للصندوق استثمار أمواله في شراء ووثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى بنسب لا تزيد على (٢٠%) من إجمالي صافي قيمة أصوله في صندوق واحد وبما لا يتجاوز (٥%) من قيمة الصندوق المستثمر فيه).
- (٢٣٩) د. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص ٣٧.
- (٢٤٠) المادة /١٤٩/ الفقرة /٤/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م (يجوز للصندوق استثمار أمواله في شراء ووثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى بنسب لا تزيد على (٢٠%) من إجمالي صافي قيمة أصوله في صندوق واحد وبما لا يتجاوز (٥%) من قيمة الصندوق المستثمر فيه).
- (٢٤١) الموقع الرسمي للهيئة العامة لسوق المال المصرية.
- (٢٤٢) انظر د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ١٠٠ وما بعدها.
- (٢٤٣) المادة /١٤٩/ الفقرة /٤/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

## ٨- صناديق الملكية الخاصة:

عرف المشرع المصري صناديق الملكية الخاصة بأنها (الصناديق التي يتم طرح وثائقها للاكتتاب فيها من خلال طرح خاص للمستثمرين المؤهلين<sup>(٢٤٤)</sup>)، ويتم استثمار جميع أصولها في أوراق مالية مقيدة أو غير مقيدة، كما يتم استرداد وثائقها في نهاية عمر الصندوق، ويجوز أن تنشأ صناديق ملكية خاصة لمزاولة نشاط رأس المال المخاطر وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة<sup>(٢٤٥)</sup>.

ثم تابع المشرع بالنص (ويجوز سداد قيمة الوثائق على دفعات بما يتفق وتوقيت استثمارات الصندوق. ولمدير الاستثمار إذا تخلف أحد من حملة الوثائق عن سداد كامل دفعات قيمة الوثائق التي اكتتب فيها في المواعيد المقررة، وبعد مرور شهر من إذاره، يبيع الوثائق وفقاً للإجراءات القانونية الخاصة ببيع الأسهم المنصوص عليها بقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة الصادر بالقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م ولائحته التنفيذية).

ولا يجوز أن تزيد نسبة ما يُستثمره الصندوق في أوراق مالية لشركة واحدة عن (٢٥%) من إجمالي أموال الصندوق. ولا تسري على هذه الصناديق نسب ومجالات الاستثمار الواردة بهذه اللائحة.

وفيما لم يرد به تنظيم أو قواعد خاصة تضعها الهيئة تسري الأحكام المنصوص عليها في هذا الفصل<sup>(٢٤٦)</sup>.

ويستنتج من ذلك أن استثمار أصول الصندوق قد يكون في الأوراق المالية المقيدة أو غير المقيدة.

كما تعد صناديق الملكية الخاصة صناديق مغلقة لأنها تطرح للاكتتاب فيها من خلال طرح خاص للمستثمرين المؤهلين فقط، حيث لا يجوز طرح وثائقها للاكتتاب العام<sup>(٢٤٧)</sup>، ويتم استرداد وثائقها في نهاية عمر الصندوق كما أجاز المشروع أن تنشأ صناديق خاصة لمزاولة نشاط رأس المال المخاطر<sup>(٢٤٨)</sup>.

ويجدر الإشارة هنا إلى التعريف بالشركة القابضة بأنها (الشركة التي تسيطر بوسائل قانونية على شركة أو شركات أخرى مستقلة عنها قانوناً، وذلك بنية مباشرة السيطرة على إدارتها وعملياتها بحكم الواقع أو القانون، بهدف تحقيق إستراتيجية اقتصادية تضعها الشركة القابضة لشركاتها التابعة تحقيقاً لمصالحها). أحمد عبد المجيد قنوت، العلاقة القانونية ما بين الشركة القابضة والشركات التابعة، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الحقوق، ٢٠١٢، ص ٢١.

<sup>(٢٤٤)</sup> عرفتهم المادة ١٤١/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بأنهم (المستثمرون من ذوي الملاحة المالية وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة، والأشخاص الاعتبارية من المؤسسات المالية وصناديق المعاشات وشركات وصناديق الاستثمار، وغيرها من الشركات والمؤسسات المتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية)

<sup>(٢٤٥)</sup> المادة ١٧٤/ الفقرة ١/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢٤٦)</sup> المادة ١٧٤/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢٤٧)</sup> د. أحمد فاروق وشاحي، مرجع سابق، ص ٥ وما بعدها.

<sup>(٢٤٨)</sup> إن ما يميز مشروعات رأس المال المخاطر، هو ارتفاع عنصر المخاطر فيها بالإضافة إلى احتمال نمو أفاقها الكبيرة. حيث يقصد بنشاط رأس المال المخاطر: هو تحويل المشروعات الاستثمارية التي لا تستطيع الحصول على التمويل اللازم من خلال الاقتراض من المؤسسات المالية لارتفاع نسبة المخاطرة فيها.

حيث يركز من يمارس نشاط رأس المال المخاطر على المشروعات ذات المخاطر العالية والمشروعات المتعثرة، لتمويلها مالياً أو إدارياً أو فنياً، بحيث إذا ما تغلب المشروع على أسباب التعثر وحقق أرباحاً عالية، تقوم الشركة أو الصناديق المستثمرة في رأس المال المخاطر هذا ببيع نصيبها محققة أرباح تتناسب ودرجة المخاطرة التي أقدموا عليها.



كما لا يجوز أن تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في أوراق مالية لشركة واحدة عن (٢٥%) من إجمالي أموال الصندوق، وقد حدد القانون في المادة /١٥٠/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال الحد الأقصى للأموال المستثمرة في الصندوق بأن لا تزيد عن خمسين ضعف رأس ماله، وبنفس الوقت يجب أن لا تقل عن خمسة ملايين جنيه مدفوعة نقداً<sup>(٢٤٩)</sup>، وبالتالي لا تسري أحكام المادة /١٢٥/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال هنا، لأن المادة /١٥٠/ هي نص خاص والمادة /١٢٥/ نص عام، والخاص مقيد العام<sup>(٢٥٠)</sup>. واستثناء من المادة /١٥٠/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال التي توجب أن يكون رأس المال مدفوعاً نقداً وأيضاً استثناء من المادة /١٥٥/ التي تنص على آلية الاكتتاب على كامل رأس المال للصندوق، أعطي المشروع في المادة /١٧٤/ من اللائحة التنفيذية لقانون المال صناديق الملكية الخاصة جواز سداد قيمة الوثائق على دفعات بما يتفق واستثمارات الصندوق، باعتبار المادة /١٧٤/ قيد خاص على المادة /١٥٠/ والمادة /١٥٥/ بالنسبة لصناديق الملكية الخاصة.

#### خامساً: صناديق الاستثمار وفقاً لمحلها

##### ١- صناديق الاستثمار المحلية:

وهي الصناديق التي تباشر نشاطها الاستثماري في البلد التي نشأت فيه، وليس لها أي نشاط خارج ذلك البلد.

##### ٢- صناديق الاستثمار الأجنبية:

وهي الصناديق التي تستثمر في بلدها المنشأ وخارجه أيضاً أو يقتصر نشاطها الاستثماري على خارج البلد الذي أنشئت به. ولا شك أن عدد الصناديق المحلية المستثمر فيها غالباً أكثر بكثير من الصناديق الأجنبية. وأن تغيير سعر الصرف يؤثر على العائد الذي يحصل عليه المستثمر في الصناديق الأجنبية، إذ يزيد العائد كلما انخفض سعر الصرف للعملة الأجنبية المستثمر فيها الصندوق. وبالتالي يتوجه المستثمر إلى الاستثمار في الأوراق المالية في الدول الأجنبية كلما ضعفت العملة المحلية أمام العملة الأجنبية، والعكس صحيح أيضاً إذ يتوجه المستثمرون إلى الاستثمار في الأوراق المالية المحلية كلما كانت العملة المحلية أقوى من العملة الأجنبية<sup>(٢٥١)</sup>.

#### سادساً: صناديق الاستثمار الإسلامية

تقوم المعاملات المالية في الفقه الإسلامي على مبدئين هما المضاربة والمشاركة، ولما كان صندوق الاستثمار بحكم كونه وعاء استثماري يضع به الأفراد أموالهم لاستثمارها من قبل مدير الاستثمار لتخصمه بهذا العمل، فإن العلاقة من الناحية الشرعية الإسلامية بين هؤلاء المستثمرين ومدير الاستثمار هي إما أن تكون علاقة

د. سامي عبد الباقي أبو صالح، الإطار القانوني للاستثمارات الأجنبية في مصر، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣م، ص ١٩.

<sup>(٢٤٩)</sup> المادة /١٥٠/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

<sup>(٢٥٠)</sup> نص المشروع في المادة /١٢٥/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م (يكون رأس مال الشركة المصدر والمدفوع للشركة التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة الخاضعة لأحكام القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على النحو التالي: =

= أولاً:.....

ثانياً: عشرة ملايين جنيه مدفوعاً نقداً بالكامل للأنشطة التالية:

١- رأس المال المخاطر. ٢- صناديق الاستثمار المباشر. ٣- صناديق الاستثمار. ٤- التعامل والوساطة والسمسرة في السندات).

<sup>(٢٥١)</sup> د. عبد الغفار حنفي، البورصات - أسهم وسندات وصناديق استثمار -، المكتب العربي الحديث، بدون تاريخ نشر، ص ٣٠١.

شراكة، حيث المستثمرون يقدمون رأس المال والمدير يقدم عمله وهذه الصيغة التعاقدية عرفها المشروع الإسلامي باسم المضاربة، حيث يعمل المرء في مال غيره ويقتسم ما ينتج من ربح أو خسارة مع صاحب رأس المال<sup>(٢٥٢)</sup>، أو أن تكون العلاقة بين المستثمرين ومدير الاستثمار قائمة على أساس الوكالة المأجورة في الفقه الإسلامي.

كما أن العلاقة بين المستثمرين ومؤسس الصندوق هي علاقة مشاركة في التشريعات الوضعية والفقه الإسلامي أيضاً، سواء تمتع الصندوق بالشخصية المعنوية أم لا، لأن الفقه الإسلامي يعترف بالشخصية المعنوية المستقلة عن شخصية الشركاء، حيث أن بيت المال له ذمه مالية مستقلة، فله أن يطالب بما له من حقوق وأن يطالبه الغير بما عليه من التزامات<sup>(٢٥٣)</sup>.

ولكن المحرم شرعاً في الفقه الإسلامية هو التعامل في الأوراق المالية ذات العائد الثابت والمحدودة سلفاً كالسندات وصكوك التمويل وأذون الخزانة والودائع البنكية ذات الفائدة المحددة سلفاً، لأن ذلك يُعد ربا في الشريعة الإسلامية، وبالتالي يشمل تطبيق الشريعة الإسلامية على صناديق الاستثمار الإسلامية، على الهيكل التمويلي للصندوق وتكوين محفظته وإدارتها، وأيضاً على العمليات الاستثمارية المباشرة لهذا الصندوق بما يتوافق وقواعد الشريعة الإسلامية<sup>(٢٥٤)</sup>.

## المبحث الثاني

### الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار ومدى تمتعها بالشخصية الاعتبارية

#### تمهيد وتقسيم:

لابد من البحث أولاً في مدى تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية (المطلب الأول)، قبل البحث في الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار (المطلب الثاني)، لأن تحديد الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار تختلف بحسب تمتعها بالشخصية الاعتبارية من عدمها.

## المطلب الأول

### مدى تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية

#### تمهيد وتقسيم:

(الشخص المعنوي كائن يتكون من مجموعة أشخاص أو أموال يخلع عليها القانون الشخصية المعنوية، والشخصية المعنوية للشركة وسيله للتشبيه بينها وبين الشخصية الطبيعية للأفراد، ذلك أنها تعني صلاحية الشخص لاكتساب الحقوق والالتزام بالواجبات)<sup>(٢٥٥)</sup>.

(٢٥٢) د. علي حسن عبد القادر، فقه المضاربة، مطبعة الوفاء، المنصورة، بدون تاريخ نشر، ص ٣٨ وما بعدها.  
 (٢٥٣) عمر مصطفى أحمد، صناديق الاستثمار في مصر - الأموال والإدارة (دراسة مقارنة) ندوة صناديق الاستثمار في مصر (الواقع والمستقبل)، مركز الشيخ صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، الجزء الأول، ص ٣٥. مشار إليه في د. أحمد عبد الصبور عبد الحكيم أحمد، مرجع سابق، ص ٨٩.  
 (٢٥٤) د. صفوت عيد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص ٧٣.  
 (٢٥٥) د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الخامسة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١م، ص ١١٥.

والقاعدة العامة في وقت اكتساب الشركة الشخصية المعنوية يكون بمجرد انعقاد العقد، أي بمجرد تكوين عقد الشركة<sup>(٢٥٦)</sup>، ولكن هناك استثناء خاص لشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة وفقاً للقانون ١٥٩/١ لسنة ١٩٨١م، حيث تشهر الشركة وتكتسب الشخصية الاعتبارية بعد مضي خمسة عشر يوماً من تاريخ قيدها في السجل التجاري ما لم تقرر الجهة المختصة اكتسابها الشخصية الاعتبارية قبل انقضاء هذه المدة<sup>(٢٥٧)</sup>.

وعدد المشرع المصري الأشخاص الاعتبارية على سبيل الحصر في المادة ٥٢/ من القانون المدني عندما نص فيها (الأشخاص الاعتبارية هي: ١- الدولة، وكذلك المديرية والمدن والقرى بالشروط التي يحددها القانون والإدارات والمصالح وغيرها من المنشآت العامة التي يمنحها القانون شخصية اعتبارية. ٢- الهيئات والطوائف الدينية التي تعترف لها الدولة بشخصية اعتبارية. ٣- الأوقاف. ٤- الشركات التجارية والمدنية. ٥- الجمعيات والمؤسسات المنشأة وفقاً للأحكام التي سنأتي لاحقاً. ٦- كل مجموعة من الأشخاص أو الأموال تثبت لها الشخصية الاعتبارية بمقتضى نص القانون).

وقد اختلف الفقه المصري في مدى تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية المعنوية وفق التالي:  
**أولاً: عدم الاعتراف بالشخصية الاعتبارية لصناديق الاستثمار**

ذهب بعض الفقه<sup>(٢٥٨)</sup> إلى عدم الاعتراف بالشخصية الاعتبارية لصناديق الاستثمار مستنديين في رأيهم إلى أن نص المادة ٥٢/ من القانون المدني المصري التي حددت على سبيل الحصر الشخصيات الاعتبارية وحالاتها، وصناديق الاستثمار ليست منها، ولا تنطبق عليها إحدى الحالات الستة التي حددها القانون، وصناديق الاستثمار ليست شركة فلا تنطبق عليها الفقرة الرابعة من المادة ٥٢/، حيث أن المقصود في المادة ٣٥/ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥م (ويجب أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة) ليس صناديق الاستثمار بل الشركة المؤسسة لهذا الصندوق<sup>(٢٥٩)</sup>.

بالإضافة إلى عدم انطباق الفقرة السادسة من المادة ٥٢/ من القانون المدني المصري على صناديق الاستثمار لعدم وجود نص خاص في قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م يقرر الشخصية الاعتبارية لصناديق الاستثمار. وبالتالي صندوق الاستثمار ليس هو الشركة المؤسسة ذاتها بل هو أحد مشاريع الشركة المؤسسة له التي توكل إدارته لمدير الاستثمار ويشترك في هذا المشروع مساهمين آخرين غير الشركة المؤسسة، وهذه الشركة المؤسسة هي المتمتعة بالشخصية الاعتبارية دون الصندوق المؤسسة له، حيث يعتبر أنصار هذا الرأي أن المشرع وقع في الخلط بين الشركة ومشروعها، ولذلك فهو يستخدم (شركة الصندوق) أو (الصندوق) أحياناً للتعبير عن شركة الصندوق، ولفظ الصندوق كمشروع للشركة، وهذا الخلط هو الذي أدى إلى الاعتقاد بأن المادة ٣٥/ من قانون سوق المال تحدثت عن الصندوق بأنه شركة مساهمة، ولكن المشرع يقصد بالشركة هنا هي

<sup>(٢٥٦)</sup> المادة ٥٠٦/٢ من القانون المدني المصري.

<sup>(٢٥٧)</sup> د. سميحة القليوبي، مرجع سابق، ص ١١٦م.

<sup>(٢٥٨)</sup> د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ١٩٥ وما بعدها. د. عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، دار النهضة العربية، بدون تاريخ نشر، القاهرة، ص ٤٠ وما بعدها.

<sup>(٢٥٩)</sup> تنص المادة ٣٥/ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م (يجوز إنشاء صناديق استثمار تهدف إلى استثمار المدخرات في الأوراق المالية في الحدود ووفقاً للأوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية. ولمجلس إدارة الهيئة أن يرخص للصندوق بالتعامل في القيم المالية المنقولة الأخرى، أو في غيرها من مجالات الاستثمار طبقاً للقواعد والشروط التي تحددها اللائحة التنفيذية).

ويجب أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي، وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه، أو المتعاملين معه، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة. وعلى الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى إحدى الجهات المتخصصة وفقاً لما تحدده اللائحة التنفيذية).

الشركة المؤسسة له وليس الصندوق ذاته الذي هو مشروع تلك الشركة المتميز بإدارته المتخصصة (مدبر الاستثمار) والمستقلة عن إدارة الشركة المؤسسة، وأيضاً بالمستثمرين فيه الذين ليسوا مساهمين في الشركة المؤسسة.

فالشركة المؤسسة تكتسب شخصيتها الاعتبارية بعد مضي خمسة عشر يوماً من تاريخ قيدها في السجل التجاري وفقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١م، وبالتالي يجب عدم الخلط أيضاً بين الوثائق المنشأة لشركة الصندوق كشركة مساهمة وإدارتها أيضاً والخاضعين للقانون رقم ١٩٥ لعام ١٩٨١م، وبين وثائق الصندوق ذاته وإدارته الخاضعين للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

### ثانياً: الاعتراف بالشخصية الاعتبارية لصناديق الاستثمار

يرى هذا الجانب من الفقه<sup>(٢٦٠)</sup> أنه يجب التفرقة بين صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة مساهمة والتي تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وبين صناديق الاستثمار (المفتوحة فقط)<sup>(٢٦١)</sup> التي تنشئها البنوك وشركات التأمين والتي لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية.

لأن المشرع نص صراحة على اتخاذ الأولى لشكل شركة مساهمة، بينما اكتفى في الثانية، على ذكر أنها نشاط من أنشطة البنك أو شركة التأمين.

وبالتالي هذا إقرار من المشرع بأن صناديق الاستثمار التي تنشئها البنوك أو شركات التأمين لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية، أما صناديق الاستثمار التي حدد لها المشرع شكلها بشكل شركة مساهمة فهي تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة عن شخصية الشركة المؤسسة لها، إذ لا اجتهاد مع صراحة النص.

ويذهب الباحث إلى ما ذهب إليه أنصار الرأي الثاني إلى تمتع صناديق الاستثمار التي لها شكل شركة مساهمة بالشخصية الاعتبارية، وعدم تمتع صناديق الاستثمار التي تنشئها البنوك أو شركات التأمين بالشخصية الاعتبارية.

لأن المشرع نص صراحة في المادة /٣٥/ من قانون سوق المال على أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة، وفضلاً عن أنه لا اجتهاد مع صراحة النص، فإنه من المفترض أن المشرع منزه عن الخطأ، وبالتالي لا يمكن التسليم والقول بأن المشرع قد وقع في خلط، خاصة وأن المشرع بعدما نص صراحة على شكل الصندوق تناول فيما بعد من قانون سوق المال ولائحته التنفيذية آلية تشكيل إدارته<sup>(٢٦٢)</sup> ورأسماله، ونظامه الأساسي..... الخ

وهذا فضلاً على أن المشرع جعل نصوص شركات صناديق الاستثمار من أحكام وإجراءات، قواعد عامة تسري على صناديق الاستثمار المنشأة من قبل البنوك أو شركات التأمين، حيث وصف الأولى بالشركات صراحة، فضلاً عن مغايرة المشرع وتفريقه بين الأولى التي تتمتع بالشخصية المعنوية والثانية التي لا تتمتع بالشخصية المعنوية لأنه جعل لكل نوع أحكامه وإجراءاته الخاصة، واعتبر النوع الأول بمثابة الأحكام العامة التي تسري على النوع الثاني في حال خلو النص، حيث تنص المادة /١٧٣/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م

(٢٦٠) د. نزيه عبد المقصود ميروك، مرجع سابق، ص ١٤٢ وما بعدها. د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ٥٧ وما بعدها. د. أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥ م، ص ١٨ ما بعدها. د. فارس محمد أعجبان العجمي، مرجع سابق، ص ٢٠ وما بعدها.

(٢٦١) تنص المادة /١٣٧/ الفقرة /١/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م (يجوز للبنوك وشركات التأمين حسب الأحوال، أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار المفتوحة بعد الحصول على ترخيص من الهيئة ووفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة).

(٢٦٢) تنص المادة /١٤٦/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ سنة ١٩٩٢م (يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة تكون أغلبية أعضائه من غير المساهمين فيه، وكذلك حملة الوثائق أو المتعاملين معهم أو الأشخاص المرتبطة أو الأطراف ذوي العلاقة. ولا يجوز أن يقل عدد الأعضاء المستقلين عن اثنين. ويلزم تشكيل المجلس قبل طرح وثائق الصندوق للاكتتاب).

في الفقرة الأخيرة منها (وفيما عدا ما لم يرد به نص خاص في هذا الفرع، تسري على صناديق الاستثمار المؤسسة بواسطة البنوك وشركات التأمين الأحكام والإجراءات المقررة بشركات صناديق الاستثمار في الفرع الأول من الفصل الثاني من الباب الثالث من هذه اللائحة).

وإذا كان المشرع صريحاً بنصه في المادة /٣٥/ من قانون سوق المال بشأن شركات صناديق الاستثمار التي تتخذ شكل شركة مساهمة، والتي تتمتع بالشخصية المعنوية لحكم كونها شركة مساهمة، فإن المشرع أيضاً كان صريحاً بخصوص صناديق الاستثمار التي تنشئها البنوك وشركات التأمين، حيث لم يصفها بالشركة بل وصفها بالنشاط التابع لشركة التأمين أو البنك حسب الحال، حيث تنص المادة /١٧٣/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال (يجوز للبنوك وشركات التأمين وبعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة المصرية للرقابة على التأمين حسب الأحوال، أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار المفتوحة بعد الحصول على ترخيص من الهيئة وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة).

## المطلب الثاني

### الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار

#### تمهيد وتقسيم:

تُنشأ صناديق الاستثمار من قبل شركة مساهمة<sup>(٢٦٣)</sup>، أو من قبل البنوك أو شركات التأمين، وفي الصورة الأولى يتمتع الصندوق بالشخصية الاعتبارية ويأخذ شكل شركة مساهمة، أما في الصورة الثانية فهو نشاط لمشروع بنك أو شركة تأمين المنشأة له، فلا يتمتع بالشخصية الاعتبارية.

وهذا وإن اشترط المشرع بأن الصندوق لا يُنشأ إلا من خلال شركة مساهمة (وبطبيعة الحال البنوك وشركات التأمين شركات مساهمة) يعطي للصندوق ميزة وأهمية خاصة.

كما أن اشترط المشرع أن يكون أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين فيه وكذلك حملة الوثائق أو المتعاملين معهم أو الأشخاص المرتبطة والأطراف ذي العلاقة<sup>(٢٦٤)</sup> يعطي للصندوق ميزة وأهمية خاصة أخرى.

هذا فضلاً عن أن إدارة الصندوق يتولاها مدير الاستثمار وهو شركة مساهمة<sup>(٢٦٥)</sup> تتمتع بالخبرة المتخصصة لإدارة الصندوق، حيث لا يحق لإدارة الصندوق مباشرة نشاطه إلا عن طريق مدير الاستثمار، ولهذا الأخير سلطات كبيرة تخوله الكثير من الحقوق بحكم كونه مسئول عن إدارة أصول والتزامات الصندوق.

<sup>(٢٦٣)</sup> تنص المادة /١٤٣/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ مع عدم الإخلال بأحكام المادة /١٧٣/ من هذه اللائحة، تتولى الشركات المساهمة التي تؤسس وفقاً لأحكام هذا القانون طرح صندوق استثمار أو أكثر وفقاً للضوابط التي تضمنها الهيئة. وتنص المادة /١٧٣/ من ذات اللائحة لقانون سوق المال (يجوز للبنوك وشركات التأمين وبعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة المصرية للرقابة على التأمين حسب الأحوال، أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار المفتوحة بعد الحصول على ترخيص من الهيئة وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة).

<sup>(٢٦٤)</sup> تنص المادة /١٤٦/ (يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة، تكون أغلبية أعضائه من غير المساهمين فيه وكذلك حملة الوثائق أو المتعاملين معهم أو الأشخاص المرتبطة والأطراف ذوي العلاقة. ولا يجوز أن يقل عدد الأعضاء المستقلين عن اثنين. ويلزم تشكيل المجلس قبل طرح وثائق الصندوق للاكتتاب).

<sup>(٢٦٥)</sup> تنص المادة /١٦٦/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (.....) ويشترط في مدير الاستثمار ما يأتي: ١- أن يكون شركة مساهمة مصرية (.....).

وبالتالي سوف نتناول الطبيعة القانونية ما بين أطراف الصندوق أنفسهم، ثم علاقتهم مع الصندوق، وصولاً إلى الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار.

### أولاً: العلاقة القانونية ما بين الشركة المؤسسة والمستثمرين

يعتبر كل من الشركة المؤسسة والمستثمرين شركاء في رأس مال الصندوق، حيث يعتبر كل واحد منهم مالكا لحصّة معلومة في رأس المال، وبالتالي هم شركاء، ومحل شراكتهم هو صندوق الاستثمار سواء كان صندوق الاستثمار شركة مساهمة أو مشروع، وشراكتهم هذه في ملكية الصندوق تستند إلى حق الملكية، وهذه الملكية هي ما أشبه ما تكون ملكية شائعة فيما بينهم وفق القانون المدني، ولكن المشرع وضع لها نظاماً خاصاً في قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لكيفية الدخول فيها والتصرف بها وإدارتها.

وإذا كان الصندوق شركة مساهمة فإن مسؤولية الشركاء محدودة بما يملكه كل طرف في صندوق الاستثمار، لأن الصندوق هنا هو شركة مساهمة والشركاء فيه مسئولون بنسبة ما يملكه كل واحد منهم بالشركة فقط، وهذا ما يسمى قصر حجم المخاطر على نسبة المساهمة فقط، فضلاً عن أنه لا مجال للحديث عن مسئوليتهم أمام الغير لأن صندوق الاستثمار كشركة مساهمة يتمتع بالشخصية الاعتبارية وهو المسئول أمام الغير وليس المساهمين فيه، وبالتالي فإن طبيعة العلاقة القانونية هنا بين الشركة المؤسسة والمستثمرين هي علاقة ذات طبيعة نظامية.

أما إذا كان الصندوق ليس شركة مساهمة بل هو نشاط أو مشروع لا يتمتع بالشخصية المعنوية، كصناديق الاستثمار المفتوحة التي تنشئها البنوك وشركات التأمين<sup>(٢٦٦)</sup>، فلا شك أن الشركاء في هذا المشروع لا تكون مسئوليتهم مقصورة على ما قدموه أو ما يملكوه من حصص في هذا المشروع، بل هم مسئولون في أموالهم الخاصة أيضاً وفقاً للقواعد العامة، ولكن يجوز الاتفاق ما بين الشركاء على أن تكون مسئولية بعضهم محددة بما قدمه من مال فقط<sup>(٢٦٧)</sup>، ولكن هذا الاتفاق لا يسري على الغير، بل فيما بين الشركاء فقط، فالشركة المؤسسة والمستثمرين هم شركاء في ملكية هذا الصندوق، ويمكن وصف صورة ملكيتهم له بالملكية الشائعة، بنفس الوقت هم شركاء تجاريين في هذا الصندوق، ولكن كيفية دخولهم في الشراكة وإدارة مشروع شراكتهم لا ينطبق على مفهوم الشركة في القانون التجاري للشركات شكلاً وموضوعاً، وإن كانت ظاهرياً تقترب من شركة المحاصة لعدم تمتع الأخيرة بالشخصية الاعتبارية إلا أنها موضوعاً مختلفة وعاجزة عن توصيف علاقة الشركاء ببعضهم. مما تقدم يعني أن مؤسس الصندوق والمستثمرين شركاء على وجه التضامن فيما بينهم، لأن التضامن مقترض في المسائل التجارية وعلى من يدعي عكس ذلك إثبات ذلك<sup>(٢٦٨)</sup>، لأنهم قانوناً هم أصحاب المشروع مباشرة والأشخاص القانونية الوحيدة المالكة لهذا المشروع، حيث لا يوجد رداء لشخصية معنوية لهذا الصندوق تحمي الشركاء فيه في قصر حجم المخاطرة على ما يملكوه في هذا الصندوق.

فتضامنهم هو تضامن سلبي<sup>(٢٦٩)</sup> فذمم الشركاء المالية تتضافر فيما بينها في ضمان الوفاء بالدين<sup>(٢٧٠)</sup>، وللمدين الحق في مطالبتهم جميعاً أو مطالبة أحدهم بكامل الدين<sup>(٢٧١)</sup> حيث أن وفاء أحد الشركاء بالدين مبرئ لزمة

<sup>(٢٦٦)</sup> راجع المادة ١٧٣/ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

<sup>(٢٦٧)</sup> تنص المادة ٥١٤/ مدني مصري (١- إذا لم يبين عقد الشركة نصيب كل من الشركاء في الأرباح والخسائر، كان نصيب كل منهم في ذلك بنسبة حصته في رأس المال.

٢- فإذا اقتصر العقد على تعيين نصيب الشركاء في الربح، وجب اعتبار هذا النصيب في الخسارة، وكذلك الحال إذا اقتصر العقد على تعيين النصيب في الخسارة.)

<sup>(٢٦٨)</sup> وذلك على عكس التضامن في القانون المدني حيث أنه لا يفترض، بل لا بد من اتفاق عليه، أو نص القانون في حال التضامن السلبي.

<sup>(٢٦٩)</sup> يقصد بالتضامن السلبي، حالة ما إذا تعدد الطرف المدين بالرابطة القانونية بحيث يكون من حق الدائن أن يرجع على أي من المدينين بالدين كله. د. محمد شكري سرور، موجز الأحكام العامة للالتزام (في القانون المدني المصري)، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ص ٣١٠.

الباقيين<sup>(٢٧٢)</sup>، ويرجع الذي وفي الدين إلى بقية شركائه كلٌ بنسبة حصته بالدين<sup>(٢٧٣)</sup>. أما التضامن الايجابي<sup>(٢٧٤)</sup> فلا يمكن تصوره هنا في صناديق الاستثمار لأن صندوق الاستثمار يديره مدير الاستثمار الذي عليه تحقيق وتنفيذ حقوق والتزامات الصندوق.

علمًا أن المادة /١٥١/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال قررت بنص عام، أن حملة الوثائق لا يسألون عن ديون الصندوق إلا في حدود ما يمتلكونه من حصص في الصندوق.

ولكن هل يسري هذا النص في مواجهة الغير؟ وما مدى قوته، خاصة وأنه جاء في اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال؟

يرى الباحث أن هذا النص يسري فقط فيما بين الشركاء، الشركة المؤسسة والمستثمرين فقط، ولا يسري في مواجهة الغير، بحالة أن الصندوق لا يتمتع بالشخصية المعنوية، خاصة وأن هذا النص قد جاء في اللائحة التنفيذية والتي ليس لها أن تضيف أحكام جديدة أو مخالفة لنصوص قانون. أما إذا كان الصندوق شركة مساهمة يتمتع بالشخصية الاعتبارية فإن جميع الشركاء فيه مسئولون بقدر مساهمتهم فقط فيه وفقاً للقواعد العامة للشركات المساهمة.

بالتالي إن حقوق والتزامات الشركاء في صندوق الاستثمار وكيفية إدارتها تجعل طبيعة العلاقة القانونية فيما بينهم تختلف حسب ما إذا كان الشركاء في صندوق استثمار شركة مساهمة، فطبيعة علاقتهم القانونية فيما بينهم هي طبيعة نظامية وفقاً لقانون شركات المساهمة، أما طبيعة علاقتهم القانونية فيما بينهم في صندوق استثمار لا يتمتع بالشخصية المعنوية، فهي علاقة ذات طبيعة قانونية خاصة.

#### ثانياً: العلاقة القانونية ما بين صندوق الاستثمار والشركة المؤسسة والمستثمرين

- إذا كانت صناديق الاستثمار تتمتع بالشخصية الاعتبارية، فإن الشركة المؤسسة والمستثمرون هم مساهمون في صندوق الاستثمار الذي يتخذ شكل شركة مساهمة، وإن مسئوليتهم تكون محدودة بنسبة مساهمتهم في صندوق الاستثمار، كما أن المشرع المصري نص على عدم الجواز للصندوق بتملك أي أصل في أي كيان قانوني تكون فيها مسئولية الشركاء فيه غير محدودة<sup>(٢٧٥)</sup>، وان هذا النص تأكيد لحماية الشركاء المقررة أصلاً لهم (بحكم كونهم شركاء مساهمين في شركة مساهمة) في حالة تمتع صندوق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية.

فالأحكام العامة التي تحكم هذه العلاقة هي نصوص قانون شركات المساهمة، فضلاً عن أنهم يخضعون للأحكام الخاصة في قانون سوق المال، وبالتالي إن طبيعة العلاقة القانونية هنا هي علاقة نظامية مزدوجة لها أحكامها العامة في قانون الشركات والخاصة في قانون سوق المال، ولا شك إن الأحكام الخاصة تقيد الأحكام العامة وفقاً لمبدأ الخاص يقيد العام.

- أما إذا كانت صناديق الاستثمار لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية، فإن كل الشركاء هم أصحاب المشروع مباشرة حيث لا يوجد رداء قانوني بينهم وبين صندوق الاستثمار لعدم تمتع الأخير بالشخصية الاعتبارية، حيث أن علاقتهم بالمشروع قائم على أساس حق الملكية، وإن مسئوليتهم من هذا المشروع هي مسئولية غير محدودة، وإن كان هذا المشروع يدار من قبل شركة متخصصة، لكن هذا المشروع هو تابع للشركاء المتبوعين مباشرة، لأن المشروع يمثل عقل وإرادة ولسان أصحابه، وبالتالي لا ينطبق والحال هذا مع نص المادة /١٤٩/ فقرة ٦/ من

(٢٧٠) د. محمد شكري، مرجع سابق، ص ٣١٢.

(٢٧١) المادة /٢٨٥/ فقرة ١/ من القانون المدني المصري.

(٢٧٢) المادة /٢٨٤/ من القانون المدني المصري.

(٢٧٣) المادة /٢٩٨/ من القانون المدني المصري.

(٢٧٤) يقصد بالتضامن الايجابي، حالة ما إذا تعدد الطرف الدائن في الرابطة القانونية، بحيث يكون من حق أي من الدائنين أن يستوفي الدين كله من المدين بالنيابة عن الباقيين، ليكون الوفاء به له مبرراً لذمة المدين في مواجهة هذا الدائن وبقية الدائنين. د. محمد شكري سرور، مرجع سابق، ص ٣٥٠.

(٢٧٥) المادة /١٤٩/ الفقرة ٦/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تنص (لا يجوز للصندوق تملك أي أصل في أي كيان قانوني تكون مسئولية الشركاء فيها غير محدودة).

اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، حيث أن هذه الفقرة من تلك المادة تسري على الشركاء في الصناديق المتمتعة بالشخصية الاعتبارية فقط، وبالتالي لا يستطيع الغير اختصام صندوق الاستثمار هنا لأنه لا يتمتع بالشخصية المعنوية، بل يجب عليه اختصام المشروع المتمثل بأصحابه الشركاء ولهذا الصندوق، فالشركاء هم الأشخاص القانونية الوحيدة التي تملك هذا المشروع (صندوق الاستثمار) والذي لا يتمتع هذا الأخير بالشخصية المعنوية.

وبالتالي فإن طبيعة العلاقة القانونية التي تحكم الشركاء في الصندوق والصندوق هي علاقة نظامية قائمة على حق الملكية التي تخضع للأحكام العامة والأحكام الخاصة في قانون سوق المال.

والقانون نصّ على محدودية مسؤولية حملة الوثائق عن ديون الصندوق بمقدار حصصهم فيه وذلك بنص المادة ١٥١/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، والذي يسري فقط فيما بين الشركاء، الشركة المؤسسة والمستثمرين فقط، ولا يسري في مواجهة الغير، بحالة أن الصندوق لا يتمتع بالشخصية المعنوية، كما نص على أن الصندوق نفسه لا يسأل إلا عن الالتزامات الناشئة عن مباشرته لنشاطه.

علماً بأن صندوق الاستثمار الذي يتمتع بالشخصية الاعتبارية يعد تاجراً لأنه شركة مساهمة<sup>(٢٧٦)</sup>. والشركة المؤسسة له تعد أيضاً تاجراً لأنها شركة مساهمة، أما باقي الشركاء المساهمين، فهذا يتبع لطبيعة عملهم الأصلي، فإن كانوا تاجراً لحق هذا الوصف على شركائهم في الصندوق، وإلا فإن مساهمتهم في شركة مساهمة (وهي هنا الصندوق) تعد عملاً مدنياً بالنسبة لهم<sup>(٢٧٧)</sup>. أما إذا كان صندوق الاستثمار لا يتمتع بالشخصية الاعتبارية، فإنه لا يعد تاجراً لعدم تمتعه بالشخصية الاعتبارية، لكن مشروعه ونشاطه من الأعمال التجارية، والشركة المؤسسة له هي تاجر بحكم كونها شركة مساهمة وبقيّة الشركاء أيضاً تعد مشاركتهم هنا عملاً تجارياً وإن كان هناك وكياً عنهم يدير هذا العمل التجاري وهو مدير الاستثمار.

وجدير بالذكر أن الشركة المؤسسة ولا أي من المستثمرين أيضاً يسيطر على صندوق الاستثمار، سواء كان هذا الأخير شركة مساهمة أو مشروع لا يتمتع بالشخصية المعنوية، لأن أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة<sup>(٢٧٨)</sup>.

### ثالثاً: العلاقة القانونية ما بين مدير الاستثمار وصندوق الاستثمار والشركاء فيه (عقد الإدارة)

إذا كان صندوق الاستثمار شركة مساهمة فإنه لا توجد علاقة مباشرة ما بين مدير الاستثمار والشركة المؤسسة والمستثمرين، لأن الذي يبرم عقد الإدارة مع مدير الاستثمار هنا هو صندوق الاستثمار بوصفه شركة مساهمة يتمتع بالشخصية الاعتبارية، والشركة المؤسسة والمستثمرون هم مساهمون فقط في صندوق الاستثمار. أما إذا كان صندوق الاستثمار لا يتمتع بالشخصية المعنوية، فإن الذي يبرم عقد الإدارة مع مدير الاستثمار، هي إدارة المشروع، أي إدارة الصندوق الممثل للشركاء مباشرة.

أوجب المشرع المصري أن تكون إدارة صناديق الاستثمار من قبل جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار تسمى هذه الجهة مدير الاستثمار<sup>(٢٧٩)</sup>. ولا شك بأن طبيعة العلاقة القانونية ما بين مدير الاستثمار

<sup>(٢٧٦)</sup> تنص المادة ١٠/ من القانون ١٧ لسنة ١٩٩٩ (يكون تاجراً: ١- كل من يزاول على وجه الاحتراف باسمه ولحسابه عملاً تجارياً. ٢- كل شركة تتخذ أحد الأشكال المنصوص عليها القوانين المتعلقة بالشركات أياً كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله).

<sup>(٢٧٧)</sup> إن معيار التفرقة بين الشركة التجارية والشركة المدنية عندما يكون موضوعياً، هو ذات المعيار الذي يفرق بين التاجر وغير التاجر. د. سميحة القليوبي، مرجع سابق، ص ٩. لكن المشرع المصري اتخذ المعيار الشكلي البحت كما ذكرنا آنفاً في المادة ١٠/ من القانون ١٧ لسنة ١٩٩٩.

<sup>(٢٧٨)</sup> المادة ٣٥/ الفقرة ٣/ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تنص (ويجب أن يتخذ صناديق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي، وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه، أو متعاملين معه، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة).

<sup>(٢٧٩)</sup> المادة ٣٥/ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الفقرة الأخيرة (وعلى الصندوق أن يعهد في إدارة نشاطه إلى إحدى الجهات المتخصصة وفقاً لما تحدده اللائحة التنفيذية). وتنص المادة ١٦٦/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م



والصندوق (سواء كان هذا الأخير متمتعاً بالشخصية المعنوية أم لا) هي طبيعة عقدية، وبالتالي ما هي الطبيعة القانونية لعقد الإدارة؟

نص القانون المصري<sup>(٢٨٠)</sup> (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. ويجب أن يتضمن عقد إدارة الصندوق بصفة خاصة البيانات التالية:

- أ- حقوق والتزامات طرفي العقد.
- ب- مقابل الإدارة الذي يتقاضاه مدير الاستثمار.
- ج- حالات وإجراءات استرداد قيمة وثائق الصندوق طبقاً لأحكام نشرة الاكتتاب.
- د- حدود سلطة مدير الاستثمار في الاقتراض من الغير لحساب الصندوق بما يتفق وأحكام المادة ١٥١/ من هذه اللائحة.
- هـ- الإجراءات الواجب إتباعها في حالة تغيير مدير الاستثمار.
- و- حالات إنهاء وفسخ العقد.

إن هذه البيانات هي على سبيل المثال وليس الحصر، ولكن ذهب البعض<sup>(٢٨١)</sup> إلى أن إغفال أحد هذه البيانات لا يؤدي إلى إبطال العقد بل يؤدي فقط إلى عدم إقرار الهيئة للعقد الذي لا يتضمن البيانات الجوهرية، لأن هذه البيانات هي إرشادية وتنظيمية لطرفي العقد، ولكن ذهب رأي آخر<sup>(٢٨٢)</sup> إلى أن إغفال أحد هذه البيانات الجوهرية يؤدي إلى أن العقد هو عقد باطل، لأن هذه البيانات تندمج في ركن الشكل لعقد الإدارة، كما أن المادة ١٦٩/ من اللائحة هي قاعدة أمرية.

ويرى الباحث إن إغفال أحد تلك البيانات في عقد الإدارة يجعل من هذا العقد قابلاً للإبطال فقط، وبالتالي إما أن تُجيزه الهيئة الذي أعطاهها المشرع سلطة قضائية خاصة للتحقق من اتفاق أحكامه مع القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له، فتصبح عليه الهيئة وصف العقد الصحيح والمنتج لأثاره، أو أن ترفضه الهيئة لنقصان أحد تلك البيانات فينقلب هذا العقد باطلاً برفضها له، وبالتالي على مدير الاستثمار تقديم عقد جديد يُراعى فيه مع الصندوق أسباب إبطال الهيئة لعقدهم القديم، لأنه من المعروف وفق مبادئ القانون الخاص في العقود، إن تخلف أحد أركان العقد يجعل من العقد باطلاً بطلاناً مطلقاً، أما إذا تخلف أحد شروط العقد فيجعل هذا العقد قابلاً للإبطال. وبالتالي إذا ما أقرت الهيئة عقداً ناقصاً لأحد تلك البيانات، فإنه بإقرارها له يجعل هذا العقد عقداً صحيحاً لما لها من سلطة بنص القانون، وقرارها هنا هو قرار مُنشئ، وهذا ما يحول والقول بأن تلك البيانات هي من أركان العقد، ولا شك إذا ما رفضته فيكون قرارها كاشفاً.

ولكن هل كتابة العقد هي للإثبات فقط أم أنها ركن من أركان عقد الإدارة؟ أي هل هو عقد رضائي أم عقد شكلي؟ قبل الإجابة على هذا التساؤل لا بد وأن نوضح بأن عقد الإدارة ليس من العقود المسماة<sup>(٢٨٣)</sup> بل هو من العقود غير المسماة<sup>(٢٨٤)</sup> ولا شك بأن عقد الإدارة هو عقد شكلي لأن المشرع ألزم مدير الاستثمار بأن يخطر الهيئة بصورة عن هذا العقد<sup>(٢٨٥)</sup>، أي يجب أن يكون العقد مكتوباً، فهو عقد شكلي<sup>(٢٨٦)</sup>، وبالتالي تخلف ركن الكتابة في

(يجب على الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار ويطلق على هذه الجهة اسم مدير الاستثمار).

<sup>(٢٨٠)</sup> المادة ١٦٩/ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

<sup>(٢٨١)</sup> د. علي عبد الله عبده، مرجع سابق، ص ١٢٧. د. عبد الرحمن السيد قرمان، مرجع سابق، ص ٢٨.

<sup>(٢٨٢)</sup> د. فارس محمد أعجبان العجمي، مرجع سابق، ص ٢١٣ وما بعدها.

<sup>(٢٨٣)</sup> العقد المسمى: هو العقد الذي نظمته المشرع وخصه باسم معين لشيوعه بين الناس في تعاملهم. د. محمود عبد الرحمن محمد، النظرية العامة للالتزامات، الجزء الأول مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ص ٢٨.

<sup>(٢٨٤)</sup> العقد الغير مسمى: فهو الذي لم يخصصه المشرع باسم معين ولم يتولى تنظيمه، لأنه لم يبلغ في أهميته وتداوله الدرجة التي يستحق معها مثل هذا التنظيم. د. محمود عبد الرحمن محمد، مرجع سابق، ص ٢٨.

<sup>(٢٨٥)</sup> المادة ١٦٩/ من اللائحة التنفيذية القانونية رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

عقد الإدارة يجعل هذا العقد باطلاً بطلاناً مطلقاً<sup>(٢٨٧)</sup>، هذا ولم يشترط المشرع أن تكون الكتابة على ورقة رسمية أو عرفية.

وذهب بعض الفقه<sup>(٢٨٨)</sup> إلى أن طبيعة عقد الإدارة هو عقد وكالة<sup>(٢٨٩)</sup> وذهب آخرون إلى أنه نوع من أنواع الوكالة التجارية وهي الوكالة بالعمولة<sup>(٢٩٠)</sup> وذهب جانب آخر<sup>(٢٩١)</sup> إلى أن طبيعة عقد الإدارة هو عقد وكالة وعقد مقاوله بدون تداخل ما بين العقدين، واعتبروا أن العقد هو عقد وكالة بالنسبة للتصرفات القانونية، وأنه عقد مقاوله بالنسبة للتصرفات المادية، كما رأى آخرون<sup>(٢٩٢)</sup> أن عقد الإدارة ذو مفهوم ثنائي لأنه يتضمن شقين، الأول تنظيمي فهي يخضع للقوانين القانونية والقرارات المتعلقة بسوق المال، والثاني هو شق تعاقدي، وهو عقد وكالة بالعمولة.

وفي الحقيقة وإن كان يميل عقد الإدارة هنا إلى عقد الوكالة أو الوكالة بالعمولة أكثر من أي عقد آخر، إلا أنه أوسع نطاق من عقد الوكالة، كما أن مسؤوليات والتزامات وحقوق مدير الاستثمار لا تنطبق في كثير من الأحيان مع عقد الوكالة أو الوكالة بالعمولة، وبالتالي يرى الباحث أن عقد الإدارة هو عقد ذات طبيعة قانونية خاصة، ولكن بنفس الوقت يطبق عليه أحكام عقد الوكالة في حال عدم التعارض مع طبيعته الخاصة.

ومن مجمل ما تقدم يمكن القول:

لا شك إن صناديق الاستثمار التي تتخذ شكل شركة مساهمة، هي مبدئياً ذات طبيعة نظامية وفقاً لقانون الشركات، وإن كان المشرع في قانون سوق المال وضع بعض القيود والالتزامات والأحكام المختلفة والخاصة مثل الإدارة المتخصصة التي تتولى إدارة هذه الشركة من قبل شركة أخرى... الخ، فإن قواعد قانون شركات المساهمة هي القواعد العامة لصناديق الاستثمار، وقواعد قانون سوق المال هي القواعد الخاصة لصناديق الاستثمار، والخاص يقيد العام، أي لا تطبق قواعد قانون شركات المساهمة عند تعارضها مع قواعد قانون سوق المال، وبالتالي الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار ذات شكل شركة مساهمة، هي طبيعة نظامية خاصة.

أما الصناديق التي لا تتمتع بالشخصية المعنوية، بل تعتبر مشروع أو نشاط للشركة المؤسسة مع المستثمرين، فإنها قائمة على عدة علاقات قانونية تم التعرض إليها جميعها آنفاً، حيث أن طبيعة العلاقة بين الشركة المؤسسة والمستثمرين هي علاقة ذات طبيعة خاصة، كما أن علاقة الشركاء (الشركة المؤسسة والمستثمرين) مع مشروعهم صندوق الاستثمار هي علاقة نظامية قائمة على حق الملكية، كما أن العلاقة ما بين مدير الاستثمار وصندوق الاستثمار والشركاء في الصندوق (عقد الإدارة) هي علاقة عقدية ذات طبيعة قانونية خاصة، وبالتالي يمكن القول عن الطبيعة القانونية لصندوق استثمار لا يتمتع بالشخصية الاعتبارية، بأنه مشروع ذات طبيعة قانونية خاصة.

<sup>(٢٨٦)</sup> وهذا ما ذهب إليه د. عبد الرحمن سيد قرمان، مرجع سابق، ص ٢٢. د. فارس محمد عجمان العجمي، مرجع سابق، ص ٣١١.

<sup>(٢٨٧)</sup> لأن تخلف أحد أركان العقد يجعل العقد باطلاً بطلاناً مطلقاً.

<sup>(٢٨٨)</sup> د. عبد الرحم سيد قرمان، مرجع سابق، ص ٢٠.

<sup>(٢٨٩)</sup> تنص المادة ٦٩٩/ من القانون المدني المصري (الوكالة عقد بمقتضاه يلتزم الوكيل بأن يقوم بعمل قانوني كحساب الموكل).

<sup>(٢٩٠)</sup> د. نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٣م، ص ٣٨١.

يجدر الإشارة أن الفرق بين الوكيل العادي والوكيل بالعمولة هو أن الأول يتعاقد باسم ولحساب موكله، بينما الثاني يتعاقد باسمه الشخصي لحساب موكله.

<sup>(٢٩١)</sup> د. محمود مصطفى حسن، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠م، ص ٣٥٩.

<sup>(٢٩٢)</sup> فارس محمد أعجبان العجمي، مرجع سابق، ص ٣٠٨.



### الخاتمة

تعد صناديق الاستثمار أحد أوجه الاستثمار الجماعي في سوق الأوراق المالية، ويمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها وعاء استثماري تتجمع فيه المدخرات لتكوين محفظة أوراق مالية أو أكثر بشكل يتناسب مع الهدف من إنشائه، ويدار حصراً من خلال جهة متخصصة ومستقلة عن الجهة المؤسسة له والمستثمرين فيه، ويكون نشاطه الاستثماري وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر.

وأطراف الصندوق هم: مؤسس الصندوق ومدير الاستثمار (شركة الإدارة) والمستثمرين، ولا يعد أمين الحفظ (البنك الوديع) أحد أطراف الصندوق في القانون المصري.

وتتنوع صناديق الاستثمار وفقاً للمعيار الذي ينظر إليها به، وهذه المعايير يمكن إجمالها بما يلي: أولاً: صناديق الاستثمار وفقاً لمعيار رأس المال، ثانياً: صناديق الاستثمار وفقاً لأهدافها، ثالثاً: صناديق الاستثمار وفقاً لعوائدها، رابعاً: الصناديق المتخصصة، خامساً: صناديق الاستثمار وفقاً لمحلها، سادساً: صناديق الاستثمار الإسلامية.

وقد اختلف الفقه المصري في مدى تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية المعنوية، إلى عدم الاعتراف بالشخصية الاعتبارية لصناديق الاستثمار مستندين في رأيهم إلى أن المادة ٥٢/ من القانون المدني المصري حددت على سبيل الحصر الشخصيات الاعتبارية وحالاتها، وصناديق الاستثمار ليست منها، ولا تنطبق عليها إحدى الحالات الستة التي حددها القانون، وصناديق الاستثمار ليست شركة فلا تنطبق عليها الفقرة الرابعة من المادة ٥٢/، حيث أن المقصود في المادة ٣٥/ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥م (ويجب أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة) ليس صناديق الاستثمار بل الشركة المؤسسة لهذا الصندوق.

أما الجانب الآخر فهو يُفرق بين صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة مساهمة والتي تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وبين صناديق الاستثمار (المفتوحة فقط) التي تنشئها البنوك وشركات التأمين والتي لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية، لأن المشرع نص صراحة على اتخاذ الأولى لشكل شركة مساهمة، بينما اكتفى في الثانية، على ذكر أنها نشاط من أنشطة البنك أو شركة التأمين. وهذا الذي يؤيده الباحث.

ويعتبر كل من الشركة المؤسسة والمستثمرين شركاء في رأس مال الصندوق، حيث يعتبر كل واحداً منهم مالكاً لحصة معلومة في رأس المال، وبالتالي هم شركاء، ومحل شراكتهم هو صندوق الاستثمار سواء كان صندوق الاستثمار شركة مساهمة أو مشروع، وشراكتهم هذه في ملكية الصندوق تستند إلى حق الملكية، هذا وإن طبيعة العلاقة القانونية ما بين الشركة المؤسسة والمستثمرين، إذا كان الشركاء في صندوق استثمار شركة مساهمة، هي طبيعة نظامية وفقاً لقانون شركات المساهمة، وإن مسئوليتهم عن ديون الصندوق مقتصرة على نسبة مساهمتهم فيه فقط وفقاً للقواعد العامة للشركات المساهمة.

أما طبيعة علاقتهم القانونية فيما بينهم، في صندوق استثمار لا يتمتع بالشخصية المعنوية، فهي علاقة ذات طبيعة قانونية خاصة، وهم مسئولون عن ديون مشروعهم (الصندوق)، وأن نص المادة ١٥١/ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال التي قررت "أن حملة الوثائق لا يسألون عن ديون الصندوق إلا في حدود ما يمتلكونه من حصص في الصندوق". يسري فقط فيما بين الشركاء، الشركة المؤسسة والمستثمرين فقط، ولا يسري في مواجهة الغير، بحالة أن الصندوق لا يتمتع بالشخصية المعنوية، خاصة وأن هذا النص قد جاء في اللائحة التنفيذية والتي ليس لها أن تضيف أحكام جديدة أو مخالفة لنصوص قانون.

أما طبيعة العلاقة القانونية ما بين صندوق الاستثمار والشركاء فيه، فإذا كان الصندوق شركة يتمتع بالشخصية الاعتبارية فهي علاقة نظامية مزدوجة لها أحكامها العامة في قانون الشركات والخاصة في قانون سوق المال، ولا شك إن الأحكام الخاصة بتقيد الأحكام العامة وفقاً لمبدأ الخاص يقيد العام.

أما إذا كانت صناديق الاستثمار لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية، فإن كل من الشركاء هم أصحاب المشروع مباشرة حيث لا يوجد رداء قانوني بينهم وبين صندوق الاستثمار لعدم تمتع الأخير بالشخصية الاعتبارية، حيث أن علاقتهم بالمشروع قائم على أساس حق الملكية، وبالتالي فإن طبيعة العلاقة القانونية التي تحكم الشركاء في الصندوق والصندوق هي علاقة نظامية قائمة على حق الملكية التي تخضع للأحكام العامة والأحكام الخاصة في قانون سوق المال.

أما عن العلاقة القانونية ما بين مدير الاستثمار وصندوق الاستثمار والشركاء فيه (عقد الإدارة). لقد أوجب المشرع المصري أن تكون إدارة صناديق الاستثمار من قبل جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار تسمى هذه الجهة مدير الاستثمار، وهذا يكون عن طريق عقد بين الصندوق ومدير الاستثمار، سواء كان الصندوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية أو لا، وبالتالي فإن الطبيعة القانونية لعقد الإدارة هنا وإن كان يميل إلى عقد الوكالة أو الوكالة بالعمولة أكثر من أي عقد آخر، إلا أنه أوسع نطاقاً من عقد الوكالة، كما أن التزامات وحقوق مدير الاستثمار وبالتالي مسؤولياته، لا تنطبق في كثير من الأحيان مع عقد الوكالة أو الوكالة بالعمولة، وبالتالي يرى الباحث أن عقد الإدارة هو عقد ذات طبيعة قانونية خاصة، ولكن بنفس الوقت يطبق عليه أحكام عقد الوكالة في حال عدم التعارض مع طبيعته الخاصة.

وبالتالي من مجمل ما تقدم من علاقات، فإن الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار التي تتخذ شكل شركة مساهمة، هي مبدئياً ذات طبيعة نظامية وفقاً لقانون الشركات، وهي القواعد العامة لصناديق الاستثمار، وبالإضافة إلى قواعد قانون سوق المال الخاصة لصناديق الاستثمار، والخاص يقيد العام. وبالتالي الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار ذات شكل شركة المساهمة هي طبيعة نظامية خاصة.

أما الصناديق التي لا تتمتع بالشخصية المعنوية، فإنها قائمة على عدة علاقات قانونية تم التعرض إليها جميعها آنفاً، وبالتالي يمكن القول عن الطبيعة القانونية لصندوق استثمار لا يتمتع بالشخصية الاعتبارية، بأنه مشروع ذات طبيعة قانونية خاصة.

### التوصيات

أن يسعى المشرع السوري إلى إصدار قانون شامل لسوق الأوراق المالية محتوياً على صناديق الاستثمار، وأن يكون واضحاً في إعطاء الصناديق الشخصية الاعتبارية من عدمها، وهذا فضلاً عن بيان طبيعة العلاقات القانونية لأطراف الصندوق بما يساعد على تحديد المسؤوليات فيما بينهم وبين الصندوق وأمام الغير أيضاً. مستفيدين من الخبرة المصرية قانوناً وفقهاً.

### قائمة المراجع

المراجع العربية

## أولاً: الكتب

- د. أحمد فاروق وشاحي، التنظيم القانوني لصندوق الاستثمار العقاري وفقاً لأحكام القانون المصري والقانون المقارن، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧م.
- د. أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥م.
- د. أنطوان الناشف وخليل هندي، العمليات المصرفية في السوق المالية، الجزء الثاني، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان- طرابلس، طبعة ٢٠٠٠م.
- د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لأسواق المال، الطبعة الثانية، بدون دار نشر، ٢٠١٢م.
- د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٥م.
- د. حسني المصري، شركات الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨١م.
- د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الخامسة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١م.
- د. سامي عبد الباقي أبو صالح، الإطار القانوني للاستثمارات الأجنبية في مصر، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣م.
- د. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من وجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١م.
- د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥م.
- د. فارس محمد أعجيان العجمي، رقابة سوق المال على إدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٢م.
- د. عبد الغفار حنفي، البورصات - أسهم وسندات وصناديق استثمار -، المكتب العربي الحديث، بدون تاريخ نشر.
- د. عبد الفضيل محمد أحمد، توظيف الأموال، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، بدون تاريخ نشر.
- د. عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون تاريخ نشر.
- د. عطية عبد الحليم صقر، صناديق الاستثمار (الإطار القانوني- التكيف الشرعي- المعاملة الضريبية)، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٧م.
- د. علي حسن عبد القادر، فقه المضاربة، مطبعة الوفاء، المنصورة، بدون تاريخ نشر.
- د. كمال طلبة المتولى سلامة، صناديق الاستثمار في الميزان، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١م.

- د. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، دار الكتب القانونية، القاهرة، ٢٠١٠م.
- د. محمد شكري سرور، موجز الأحكام العامة للالتزام (في القانون المدني المصري)، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون تاريخ نشر.
- د. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية (آليه عملها- الرقابة عليها- الربط بين البورصات)، مؤسسة الطوبجي، القاهرة، ٢٠٠٤م.
- د. محمود عبد الرحمن محمد، النظرية العامة للالتزامات، الجزء الأول مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون تاريخ نشر.
- د. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الأولى، ١٩٩٥م.
- د. منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالاسكندرية، ٢٠٠٢م.
- د. منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٤م.
- د. منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ١٩٩٩م.
- د. نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٣م.
- د. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦م.

#### ثانياً: المجالات

- د. عاطف حسن النقلي، صناديق الاستثمار في الواقع والتجربة المصرية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأول والثاني.

#### ثالثاً: الرسائل العلمية (دكتوراه، ماجستير)

- د. أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، أثر صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة أسيوط، ٢٠٠٩م.
- أحمد عبد المجيد قنوت، العلاقة القانونية ما بين الشركة القابضة والشركات التابعة، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الحقوق، ٢٠١٢م.
- د. علي عبد الله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦م.

- د. محمود مصطفى حسن، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠م.

#### رابعاً: القوانين

- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م
- القانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩م
- القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م.
- القانون المدني المصري.

#### المراجع الأجنبية

- Fabozzi F-J , *Investment management* , ٣<sup>rd</sup> edition, prentice- Hall, new Jersey, ١٩٩٩.
- Fischer D-E and Jordan R-J, *Security analysis and portfolio management* ٤<sup>e</sup> edition prentice – Hall, New Jersey, ١٩٨٧.
- Fredman A-J and Wiles R. *How mutual funds work*, ٣<sup>rd</sup> edition, prentice- Hall, New Jersey.