

بحث بعنوان

شركات إدارة محافظ الأوراق المالية

بحث مقدم كإحدى متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في القانون

مقدم من الباحث

علاء بلاسم فهد

٢٠٢٢م

□ مقدمة

إن أول فرصة لظهور شركات إدارة محافظ الأوراق المالية هو في إنجلترا إذ إنها تعتبر أول الدول من حيث تأسيس مؤسسات مالية غرضها تكوين محفظة أوراق مالية، وأقدمها في تأسيس ترستات الاستثمار في منتصف القرن التاسع عشر.

ولكن في سنة ١٨٧٩م صدر حكم قضائي للقاضي الإنجليزي السير آرثر أندرشيل Sir under chill باعتبار جميع ترستات الاستثمار باطلة لمخالفتها لأحكام قانون الشركات الصادر سنة ١٨٦٣م لعدم أخذها شكل الشركة^(١)، ولذلك تم إنشاء شركات ففي سنة ١٩٣٩م تشكلت شركة محدودة بالأسهم تتعامل بالأوراق المالية أما في مصر فقد ظهرت هذه الشركات بصدور قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ كشركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، ولكن قبل ظهور هذه الشركات كانت المصارف في مصر هي التي تتولى مهمة إدارة وحفظ الصكوك علاوة على المهمة الفنية الاستشارية التي كانت تقدمها مقابل عمولة، فالمصرف يقوم بمهمتي حفظ الصكوك بموجب عقد وديعة الأوراق المالية وكذلك عملية إدارتها فضلاً عن النصيحة والإرشاد.

إن عمل المصرف في هذا الشأن ذو طبيعتين:

- الأولى: مادية من خلال عقد وديعة الأوراق المالية.
 - الثانية: قانونية وذلك من خلال عقد إدارة محفظة الأوراق المالية، وكل مرحلة منهما تصلح لعقد مستقل^(١).
- وأخيراً في العراق لم ينظم المشرع العراقي صراحة هذا النوع من الشركات وذلك لأن النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي يسمح بقيام الاستثمار المالي بنشاط تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها والتوسط في بيع الأوراق المالية المكونة لتلك المحافظ سنتناول بحث شركة إدارة محافظ الأوراق المالية مبحثين وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: مفهوم شركة إدارة محافظ الأوراق المالية.

المبحث الثاني: التنظيم القانوني لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية.

المبحث الأول

مفهوم شركة إدارة محافظ الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم:

لم تظهر شركات إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر إلا في وقت متأخر وذلك لسببين أولهما ضعف الاقتصاد المصري بشكل عام لأن الاستثمار في الأوراق المالية استثمار غير مباشر يفترض وجود استثمارات عدة في القطاعات الاقتصادية المختلفة والتي تتطلب فائض استثماري وثانيهما قلة عدد الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم والتي تعتبر المصدر الرئيسي الذي تستقي منه شركات إدارة المحافظ صكوكها ومن استقراء النصوص القانونية في قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ يتضح أن شركة إدارة محافظ الأوراق المالية واحدة من شركات الأموال، وهي كذلك تعتبر إحدى شركات الوساطة في تداول الأوراق المالية^(١).

سننولى دراسة مفهوم شركة إدارة محافظ الأوراق المالية من حيث التعريف بها، بيان خصائصها ثم بيان موقف المشرع العراقي من هذا النوع من الشركات، وأخيراً دراسة الطبيعة القانونية لنشاط هذه الشركة وتمييزها من غيرها من النظم القانونية المشابهة وذلك في ثلاثة مطالب على النحو التالي:

المطلب الأول: تعريف شركة إدارة محافظ الأوراق المالية وخصائصها.

المطلب الثاني: موقف المشرع العراقي من شركات إدارة محافظ الأوراق المالية.

المطلب الثالث: الطبيعة القانونية لنشاط شركة إدارة محافظ الأوراق المالية وتمييزها من غيرها.

المطلب الأول

تعريف شركة إدارة محافظ الأوراق المالية وخصائصها

لم يرد تعريف تشريعي لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية في قوانين الدول التي تتبنى تنظيمها، وتطرقنا فقط إلى شكلها القانوني فهي إما شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم.

أما الفقه القانوني فد عرفها جانب منه بانها: (عبارة عن تنظيم مالي على شكل شركة أموال مساهمة أو توصية بالأسهم يتمثل غرضها في إدارة محفظة أوراق مالية (فردية) أو تابعة لصندوق استثمار مملوكة لمقدمي الأموال على أساس تقسيم المخاطر وتحديدها بغية تعظيم الربح في مقابل عمولة^(١)).

ومن هذا التعريف نتضح لنا عناصر التعريف وكما يأتي:

١. إن شركة إدارة محافظ الأوراق المالية تتخذ شكل شركة، ومن ثم فهي تخرج عن تنظيمات الاستثمار كالترست مثلاً الذي لا يتمتع بشخصية معنوية.

٢. يكون غرض الشركة هو إدارة محفظة مالية ونشاطها هذا يميزها عن باقي الشركات العاملة في مجال تداول الأوراق المالية في مصر كشركات السمسرة وشركات ترويج وتغطية الاكتتاب وشركات المقاصة وتسوية المعاملات.

٣. إن الهدف النهائي من هذه الشركة هو تعظيم الربح عن طريق إدارة المحفظة بأسلوب فني يتمثل في استبدال الصكوك وتحريكها والحصول على الأرباح تمثل مقدار الزيادة في القيمة الحقيقية للصكوك أو أرباح دورية تتمثل في معدل الربح المتولد من حيازة الصكوك، وهذا النشاط مقابل عمولة يتم تحديدها في العقد المبرم بين شركة إدارة محافظ الأوراق المالية وبين أصحاب المحفظة أو إدارة صندوق الاستثمار.

أما الأسلوب الفني فهو يتمثل في حسن اختيار الصكوك وتنويعها بما يضمن لها تحقيق معدل ربح آمن بعيد عن المخاطر^(١).

أما خصائص شركات إدارة محافظ الأوراق المالية فهي:

أولاً: تعتبر شركات إدارة محافظ الأوراق المالية من شركات الوساطة في تعاملات الأوراق المالية، فهي تلعب دور الوسيط بين المدخرين الذين يشكلون المحفظة من خلال شركة استثمار مالي أو صندوق استثمار وبين أصحاب المشاريع.

ثانياً: إن شركات إدارة محافظ الأوراق المالية هي إحدى شركات الخبرة في الدراسات والتحليلات لجميع المسائل المتعلقة في الأوراق المالية، وهذه الخاصية تميزها من كثير من شركات الوساطة الأخرى المعروفة في القانون المصري كشركات المقاصة وتسوية المعاملات والتي تعتمد على بيانات حسابية، ولهذا فإن جميع الأموال محل الاستثمار تتركز في يدها لاتخاذ ما تراه لتعظيم أرباح المحفظة مما يعطيها سلطة واسعة في اختيار الصكوك المكونة للمحفظة دون تدخل الملاك الحقيقيين للأموال أو من إدارة صندوق الاستثمار، لذلك فهي تعتمد في نشاطها على التوقعات المستقبلية من جراء هذه الخبرة.

ثالثاً: أنها تستثمر الأموال في بناء وعاء أدخاري من الصكوك طويلة الأجل كالأسهم والسندات، ولهذا لا يمكن الحكم على نتائج الاستثمار بالنجاح أو بالفشل في أجل قريب لأن المحفظة قد لا تحقق عائداً في الأجل القصير لهذا أطلق على نشاطها في التشريع الفرنسي حسابات التوفير طويلة الأجل^(١).

المطلب الثاني

موقف المشرع العراقي من شركات إدارة محافظ الأوراق المالية

ذكرنا فيما سبق أن المشرع العراقي أناط مهمة تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية بشركات الاستثمار المالي المنصوص عليها في قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ وتعديله بالأمر ٦٤ الصادر من سلطة الإتلاف المؤقتة، وكذلك ما ورد من نصوص في نظام شركات الاستثمار المالي، وعلى خلاف التشريع المصري الذي أناط مهمة تكوين محفظة الأوراق المالية بشركات الاستثمار المالي وصناديق الاستثمار بينما أناط مهمة إدارتها بالمصارف وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية، ومع ذلك فإن النص الوارد في الفقرة ج من المادة (١) من القسم الخامس من قانون سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٤ من وجهة نظرنا يشير ضمناً إلى شركات إدارة محافظ الأوراق المالية فقد جاء النص بصدد بيان الوسيط في سوق الأوراق المالية وكما يأتي: (يكون الوسيط... شركة أنشأت وفقاً لقانون الشركات ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل وقوانينه اللاحقة وتعديلاته وتكون متخصصه في النشاطات المتعلقة بتداول السندات أو إدارة استثمارات أو عمل استشارات استثمارية والتي يديرها المخول مستوفياً للشروط المنصوص عليها في القسم ٢/٥).

والمأمل لهذا النص يجد أن المشرع العراقي يقصر ممارسة الوساطة في سوق المال على الشركات المتخصصة فقط، ولكن النص لم يحدد شركة بعينها لمزاولة مثل هذه النشاطات وإنما فتح المجال واسعاً أمام تأسيس شركات للقيام بهذه النشاطات في سوق المال العراقية وكأن المشرع أراد تنشيط حركة تداول الأوراق المالية في السوق لدفع الاقتصاد العراقي وتحسينه والاتجاه به نحو اقتصاد السوق.

فالنص يشير ضمناً إلى تأسيس شركات تعمل في إدارة استثمارات الأوراق المالية وهو ما يفهم منه أمكانية تأسيس شركات إدارة محافظ الأوراق المالية على وفق أحكام قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ والمعدل رغم أن الواقع العملي لم يشهد تأسيسها. أما اشتراط المشرع في النص المذكور بتطبيق الشروط الموضوعية الواردة في نص المادة الثانية من القسم الخامس من قانون سوق العراق للأوراق المالية والخاصة بشروط اختيار الوسيط وتطبيق هذه

الشروط على المدير المفوض والمخول بإدارة هذا النوع من الشركات ينسجم تماماً مع ما ورد في المادة ٢٧ من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والتي اعتبرت شركة إدارة محافظ الأوراق المالية إحدى شركات الوساطة مع التشدد في شروط اختيار المدير المفوض بإضافة شروط اختيار الوسيط إليه لأهمية عمل هذه الشركات في سوق المال وتأثيرها على الاقتصاد الوطني.

المطلب الثالث

الطبيعة القانونية لنشاط شركة إدارة محافظ الأوراق المالية وتميزها من غيرها

بموجب قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تتخذ شركة إدارة محافظ الأوراق المالية شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم، وهي في ذلك قد تختلط بكثير من النظم القانونية الأخرى سواء من حيث الشكل القانوني أو حيث طبيعة نشاطها أو من حيث من الهدف أو من حيث الامتيازات الممنوحة لها أو القيود المفروضة عليها.

سنتناول بحث هذه المسائل في نقطتين نعقد الأولى لدراسة طبيعة نشاط الشركة من الناحية القانونية والثانية لتمييز هذا النوع من الشركات من غيره من النظم القانونية المشابهة.

أولاً- الطبيعة القانونية لنشاط شركة إدارة محافظ الأوراق المالية :

عادة ما يتم أبرام عقد بين شركة إدارة محافظ الأوراق وصندوق الاستثمار أو أصحاب المحفظة لإدارة محفظة الأوراق المالية فتقوم شركة إدارة المحافظ بالإدارة من خلال عقد الوكالة بالعمولة^(١)، فالموكل وشركة إدارة المحافظ يتعاقدان بناءً على ثقة ومعرفة سابقة وباعتبار أن شركة إدارة محافظ الأوراق المالية شركة محترفة في هذا النشاط ومن ثم فإن نشاط هذه الشركة يتحدد في ضوء قواعد الوكالة بالعمولة والتي تجعل تصرفات الشركة في إدارة المحفظة لحساب صندوق الاستثمار أو ملاك المحفظة وهم الذين يتحملون نتائجها.

ورغم قيام شركة إدارة محافظة الأوراق المالية ببعض الأعمال المتعلقة بحفظ الصكوك إلا أن قيامها ببيع وشراء الأوراق المالية هو من الأعمال القانونية التي تغلب على نشاط الشركة، وما دما قد اعتبرنا طبيعة نشاط الشركة بأنه عقد وكالة بالعمولة فإن مسؤوليتها تتحدد على هذا الأساس، وهي مسؤولية مهنية ذلك لان شركة إدارة محافظ الأوراق المالية هي شخص معنوي محترف لهذا النشاط من جانب، ومن جانب آخر فإن أوامر العميل تكاد تتلاشى لقلّة خبرته، وعلى هذا الأساس فإن القانون شدد من مسؤولية الشركة، ومن الآثار المهمة على تكييف العقد بأنه وكالة بالعمولة هم في حالة أقلاس الوكيل (وهو هنا شركة إدارة محافظ الأوراق المالية) فإن لصندوق الاستثمار أو لأصحاب المحفظة (المالكين) الحق في مطالبة التفليسة باسترداد المحفظة التي لم يتم التصرف فيها بعد بوصفه

مالكاً لها وله أيضاً المطالبة بالمبالغ التي تقاضتها الشركة نظير التخلص من بعض صكوك المحفظة مادامت مفرزة ومحفوظة بمعزل عن بقية الأموال لاسيما في الحالة التي تقوم فيها شركة الإدارة بإدارة أكثر من محفظة.

هذا ومن الجدير بالذكر أن كلاً من القانونين الإنجليزي والفرنسي قد اعتبرا شركة إدارة محافظ الأوراق المالية كمدير للاستثمار بمثابة الوكيل عن أصحاب المحفظة، وتتعد مسؤوليتها على هذا الأساس وتستمد شركة إدارة المحافظ سلطاتها الواسعة في إدارة الأموال المستثمرة كوكيل بالعمولة، وظهورها أمام الغير كمالك حقيقي للصكوك المكونة للمحفظة^(١).

ثانياً- تمييز شركة إدارة محافظ الأوراق المالية من غيرها من النظم القانونية المشابهة:

إن أهم النظم القانونية قريبة الشبه بشركة إدارة محافظ الأوراق المالية والتي تكون محلاً للتمييز معها هي: شركات الوساطة العاملة في مجال الأوراق المالية في مصر وتنظيمات الاستثمار ونوادي الاستثمار وأخيراً مصارف الأعمال.

[١] شركة إدارة محافظ الأوراق المالية وشركات الوساطة في الأوراق المالية في مصر:

شركات الوساطة في مجال الأوراق المالية في مصر هي الشركات العاملة في إصدار الأوراق المالية أو في تداولها وقد وردت على سبيل الحصر في المادة (٢٧) من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وهذه الشركات هي: شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، وشركات التأسيس التي تشترك في تأسيس شركات تقوم بإصدار الأوراق المالية وشركات رأسمال المخاطر التي تستخدم رأسمالها في المشاريع شديدة المخاطر المتعلقة بتعاملات الأوراق المالية، وشركات المقاصة وتسوية المعاملات في البورصة وشركات السمسرة.

ورغم أن القاسم المشترك لهذه الشركات والذي يجمعها مع شركة إدارة محافظ الأوراق المالية بأنها من شركات الوساطة في مجال الأوراق المالية وأنها متفقه في الشكل والبنين القانوني إلا أن هناك اختلافاً يتمثل في نشاط الشركات، فنشاط شركات الوساطة يتمثل في الوساطة بين البائع والمشتري وترويج الإصدارات الجديدة وتغطية الاكتتاب ومن ثم فإن تعاملاتها تجد محلها في سوق الإصدار (السوق الأولية) في أسواق الأوراق المالية أو الوكالة من أجل البيع والشراء في السوق المالي بخلاف شركات إدارة محافظ الأوراق المالية والتي يكون محل نشاطها في السوق الثانوية (سوق التداول).

[٢] شركات إدارة محافظ الأوراق المالية وتنظيمات الاستثمار:

يقصد بتنظيمات الاستثمار المؤسسات التي تهدف إلى تكوين وعاء أو سلة من الصكوك لغرض الاستثمار فمنها ما يأخذ شكل شركة مثل شركة الاستثمار المالي، ومنها ما لم يأخذ شكل شركة كترست الاستثمار وكما يأتي:

(أ) شركات إدارة محافظ الأوراق المالية وترست الاستثمار:

ترست الاستثمار عبارة عن كيان قانوني يقوم بتلقي أموال العملاء لتكوين محفظة أوراق مالية وإدارتها بموجب عقد ثلاثي الأطراف بين كل من أمين الاستثمار، ومدير الاستثمار، والمستفيدين (أصحاب الحصص) ويتم اقتسام الأرباح حسب العقد المبرم سواء كان بنسبة معينة أو قيمة محددة (عمولة)، فترست الاستثمار عبارة عن تنظيمات جماعية للأوراق المالية لتكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية^(١).

وهي في هذا تتفق مع شركات إدارة محافظ الأوراق المالية من حيث الغرض، فغرضها تكوين وإدارة المحافظ، ولكن مع ذلك يختلفان في الشكل القانوني، فترسات الاستثمار تخضع للصيغة العقدية بينما تخضع شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في تأسيسها ونشاطها للصيغة النظامية ويترتب على ذلك أن شركة إدارة محفظة الأوراق المالية تتمتع بالشخصية المعنوية على عكس ترست الاستثمار، فضلاً عن أن ترست الاستثمار من حيث البنيان القانوني يكون ثلاثي الأطراف من أمين الاستثمار وهو المصرف الذي يحتفظ بالصكوك وما عليه إلا الإدارة المادية لهذه الصكوك وفقاً لأوامر مدير الاستثمار والذي يكون في ترست الاستثمار إما فرد أو شركة أو مؤسسة وأخيراً أصحاب الأموال أو أصحاب الصكوك أو المساهمين في الترس.

(ب) شركات إدارة محافظ الأوراق المالية وشركات الاستثمار المالي:

قلنا فيما سبق أن شركات الاستثمار المالي هي شركات مساهمة غرضها الأساس هو تكوين محافظ الأوراق المالية، وفي بعض الأحيان إدارتها وفقاً لمبدأ اختيار الصكوك وتوزيع المخاطر وهذه الشركات تتخذ شكلين هما: شركات استثمار مالي ذات نهاية مغلقة (رأسمال ثابت) وشركات استثمار مالي ذات نهاية مفتوحة (رأسمال متغير)، وهذه الشركات تلعب دور الوسيط بين المدخرين والمستثمرين وبين المشاريع الصناعية والتجارية الكبرى عن طريق اقتناء تشكيله من الصكوك، وهي تقوم بعمليات التمويل غير المباشر ويحظر عليها القيام بعمليات المضاربة أو السيطرة أو التمويل المباشر حفاظاً على أموال المدخرين، ورغم اتفاق شركات الاستثمار المالي مع شركات إدارة محافظ الأوراق المالية من حيث الشكل في كونها شركات مساهمة، ومن حيث الغرض فغرضها تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، ومن حيث الأسلوب في مباشرة النشاط فهما يتخذان ذات الأسلوب في اختيار الصكوك وتنوعها فضلاً عن حرمان المستثمر من إدارة الشركة إلا أن هناك اختلافاً مهماً بينهما هو أن شركة الاستثمار المالي تتلقى الأموال من المستثمرين وتسعى هي لتكوين محفظة الأوراق المالية وإدارتها بأسلوبها، أما شركات إدارة محافظ الأوراق المالية فهي أما أن تتلقى محافظ الأوراق المالية التي تم تكوينها لإدارتها أو تتلقى أموال المساهمين

عن طريق صناديق الاستثمار، ولشركة الاستثمار سلطة إصدار وثائق مالية لها صلاحية التداول في سوق المال بينما لا يكون ذلك لشركة إدارة المحافظ، ورغم هذه الاختلافات فإن الشبه بينهما يبدو كبيراً.

[٣] شركات إدارة محافظ الأوراق المالية ونوادي الاستثمار:

تعرف نوادي الاستثمار بأنها: عبارة عن تنظيم بين عدة أشخاص على دراية بالأمور الاستثمارية المتعلقة بالأوراق المالية يتمثل غرضها الوحيد في إحاطة النادي بالمعلومات المالية والاقتصادية الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية للاستفادة منها في تكوين وإدارة محافظهم المالية^(١)، ومن خصائص هذه النوادي أنها تنشأ بين أعضاء محددتين متقاربتين في الخبرة والهدف والنادي ليس بحاجة إلى طلب أموال من المدخرين لعدم حاجته إلى رأسمال فغرضه هو تبادل الخبرات بين أعضائه، وقد ذاع صيت هذه النوادي في فرنسا وقد أدرجها القانون الفرنسي ضمن الشركات المدنية المتمتعة بالشخصية المعنوية^(٢)، ورغم تشابه هذه النوادي مع شركات إدارة محافظ الأوراق المالية في أن كليهما يقوم بنشاط متعلق بالأوراق المالية عن طريق تكوين محفظة صكوك إلا أن اختلافات جوهرية بينهما: أولاً: من حيث الشكل القانوني، فشركة إدارة محافظ الأوراق المالية شركة تجارية (مساهمة أو توصية بالأسهم) أما نوادي الاستثمار فهي بحسب القانون الفرنسي شركات مدنية.

ثانياً: من حيث النشاط، فنشاط شركات إدارة محافظ الأوراق المالية هو الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق تكوين وإدارة محفظة صكوك، أما نشاط نوادي الاستثمار فهو يتعلق في إسداء النصح والإرشاد وتبادل الخبرات، وهذه النوادي لا تسري بحقها القواعد والقيود المتعلقة بالشركات التجارية، وليس لها طرح أوراق مالية للاكتتاب.

[٤] شركات إدارة محافظ الأوراق المالية ومصارف الأعمال:

يقصد بمصارف الأعمال: تلك المؤسسات المالية التي تهدف إلى تقديم خدمة مصرفية معتمدة للمشروعات القائمة عن طريق المشاركة في رؤوس أموالها أو بطريق تقديم ائتمانات إليها أو فتح الاعتمادات لها، ويتمثل غرضها المباشر في أعمال التمويل، وقد أطلق عليها أسم شركات التمويل^(٣).

وتقسم مصارف الأعمال أو شركات الأعمال إلى ثلاثة أقسام هي: القسم الأول لتمويل الأفراد والقسم الثاني لتمويل المبيعات والقسم الثالث هو شركات التمويل التجاري، وهذه المؤسسات تقوم بتقديم الائتمان طويل الأجل والقروض، وتقوم بعمليات التمويل عن طريق اقتناء صكوك شركات الإصدار بينما يكون غرض شركة إدارة محافظ الأوراق المالية اقتناء صكوك لتكوين سلة من الصكوك وإدارتها بغية تعظيم الربح وليس من أجل تمويل هذه الشركات والذي هو أقرب للعمليات الائتمانية.

المبحث الثاني

التنظيم القانوني لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم:

يقصد بالتنظيم القانوني لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية: بيان القواعد القانونية المتعلقة بأحكام بتأسيس الشركة وأحكام منح إجازة مزاولة نشاطاتها في سوق المال، وبيان السلطات الممنوحة لها في مزاولة ذلك النشاط.

سنتناول بحث هذه المسائل في ثلاثة مطالب وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول: أحكام تأسيس شركة إدارة محافظ الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أحكام منح الإجازة لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية في سوق المال.

المطلب الثالث: السلطات الممنوحة لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية.

المطلب الأول

أحكام تأسيس شركة إدارة محافظ الأوراق المالية

يقصد بتأسيس الشركة: مجموعة الأعمال القانونية والأفعال المادية التي يستلزمها إنشاء الهيكل القانوني للشركة أو بمعنى آخر هي الأعمال التي يقوم بها المؤسسون من إجراءات التأسيس ثم أجازتها بممارسة النشاط^(١).

وقبل البحث في إجراءات التأسيس لابد من بيان مدى حرية الأفراد في تأسيس مثل هذا النوع من الشركات ثم التعرف على صور التأسيس وأخيراً بيان الإجراءات المطلوبة لهذا التأسيس على وفق ما جاء في قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية.

أولاً - مدى حرية الأفراد في تأسيس شركة إدارة محافظ الأوراق المالية:

هناك اتجاهان تبلورا في هذا الشأن: الاتجاه الأول هو اتجاه القائلين بحرية التأسيس والاتجاه الثاني هو اتجاه المطالبين بضرورة الموافقة المسبقة.

[١] أنصار حرية التأسيس:

لا يشترط أنصار هذا الاتجاه الحصول على الإجازة أو الترخيص السابق من السلطات العامة قبل مزاولة النشاط وحقته هو ترك الباب مفتوحاً لقوى السوق (العرض والطلب) والمنافسة بين جميع الشركات بالإضافة إلى أنه

يضمن حياد السلطات والبعد عن المجاملات، ومن ثم فإن مبدأ حرية التأسيس يتفق مع مبدأ حرية التجارة، ويساعد على سرعة تأسيس الشركات لاستثمار الأموال ولا تعني حرية التأسيس ترك الأمور بين المؤسسين دون رقابة صارمة، إلا أن هذه الرقابة تكون لاحقه للتأسيس فضلاً عن العقوبات التجارية والإدارية والمدنية والجنائية^(١).

[٢] أنصار الموافقة المسبقة قبل مزاولة النشاط:

يشترط هذا الاتجاه لمباشرة النشاط حصول الموافقة المسبقة، وهذا الاتجاه يجد تطبيقه في عدد من الدول كالدول النامية وذلك لأنه يحقق الرقابة السابقة التي تحول دون تأسيس شركات احتيالية، ومن ثم فهي تحمي الادخار العام والثقة الاستثمارية، ولكن من عيوبه أنه يسبب عرقلة في استثمار الأموال المدخرة^(١).

ثانياً- صور التأسيس:

لتأسيس شركات الأموال عموماً صورتان:

الأولى: التأسيس الفوري، والثانية: التأسيس المتتابع، والمؤسس قد يكون شخصاً طبيعياً وقد يكون شخصاً معنوياً، وتشير الفقرة ٣ من المادة (٧) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إلى أن المؤسس هو الذي يشترك اشتراكاً فعلياً في تأسيس الشركة بنية تحمل المسؤولية الناشئة عن ذلك، وعلى هذا الأساس يعتبر مؤسساً كل من وقع العقد الابتدائي أو طلب التأسيس أو قدم حصة عينه عند تأسيسها وبالنسبة لشركات إدارة محافظ الأوراق المالية نجد أن قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لم يشترط صورة خاصة للتأسيس وبالتالي يمكن تأسيس هذه الشركة وفقاً لنظام التأسيس الفوري في مصر الذي يقتصر على المؤسسين في الاكتتاب في أسهم الشركة على أنفسهم دون اللجوء إلى الجمهور في صورة اكتتاب عام كما ويمكن تأسيسها وفقاً لنظام التأسيس المتتابع عن طريق الاكتتاب العام.

ثانياً- الإجراءات المطلوبة للتأسيس:

نصت المادة (١٢٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على الإجراءات المطلوبة لتأسيس شركة إدارة محافظ الأوراق المالية وكما يأتي:

١. تقديم طلب التأسيس.
٢. أرفاق شهادة من مصلحة السجل التجاري تفيد عدم التباس الاسم التجاري للشركة مع غيرها من الشركات.
٣. إقرار السلطة المختصة في الشخص المعنوي بتعيين ممثل له في مجلس إدارة الشركة وذلك إذا كان هذا الشخص عضواً بمجلس الإدارة.
٤. إقرار من مراقب الحسابات يفيد قبول التعيين.

٥. شهادة من الجهة التي تم الاكتتاب عن طريقها تفيد تمام الاكتتاب في جميع أسهم الشركة وحصصها وأن القيمة الواجب سدادها على الأقل من الأسهم أو الحصص النقدية قد تم أدائها وأن هذه القيمة لا يجوز السحب منها إلا بعد شهر نظام الشركة وعقد تأسيسها في السجل التجاري.
٦. بيان من وكيل المؤسسين بالتعديلات التي أدخلت على نموذج العقد الابتدائي للشركة ونظامها.
٧. إذا تضمن العقد إنشاء حصص تأسيس فتقدم الأوراق التي تثبت وجود الالتزام أو الحق الذي أعطيت الحصص المذكورة في مقابله وما يفيد التنازل عنه للشركة بعد أنشائها.
٨. إذا دخل في رأسمال الشركة حصة عينية يتعين تقديم ما يفيد تقسيمها واستكمال إجراءات ذلك.
٩. تقديم ما يفيد سداد رسم التأسيس.

وبعد تقديم هذه المستمسكات يتم الموافقة على تأسيس الشركة من قبل هيئة سوق المال ولطالب التأسيس التظلم من القرار الإداري برفض التأسيس أو الترخيص خلال خمسة عشر يوماً وفي حالة عدم الفصل في التظلم فإن دعوى الإلغاء تبدأ بنهاية مدة الستين يوماً الخاصة بفحص التظلم.

المطلب الثاني

أحكام منح الإجازة لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية في سوق المال

يقصد بمنح الإجازة (الترخيص حسب تعبير المشرع المصري) بأنه: إعطاء شهادة أو رخصه ممن يملك السلطة (هيئة سوق المال) للمرخص إليه للقيام بنشاط معين (وهو هنا إدارة محفظة الأوراق المالية) وفقاً لشروط خاصة^(١).

هذا وقد نصت المادة (٢٩) من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على شروط عدة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وهي تتلخص في شكل الشركة وحسن السمعة واليسر المالي سنلقي كلمة موجزة عنها.

أولاً- الشكل القانوني لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية:

إن شركة إدارة محافظ الأوراق المالية تتخذ شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، ومن مفهوم المخالفة لا يجوز لهذه الشركة أن تكون على شكل شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن أو مشروع فردي أيًا كانت خبرة وكفاءة صاحب المشروع الفردي، ومن ناحية ثانية إذا كان نشاط شركة إدارة محافظ الأوراق المالية هو إدارة محفظة تابعة لشركة صندوق استثمار فإن شكل الشركة يقتصر على الشركة المساهمة فقط دون شركة

التوصية بالأسهم، ومن جانبنا فإنه من المفضل أن يقتصر نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية على الشركات المساهمة دون غيرها للأسباب الآتية:

التنظيم التشريعي المتقن للشركات المساهمة فرأس المال محل الاكتتاب هو ملك لعدد من المدخرين الراغبين في توظيف مدخراتهم دون التعرض لكثير من المخاطر أذ تتحدد مسؤولية المساهم بمقدار مشاركته فضلاً عن أن القائمين على إدارة هذه الأموال هم من الخبراء والذين يخضعون في مباشرة نشاطهم لرقابة متعددة من الهيئة العامة إلى مراقبي الحسابات إلى المصارف وهيئات سوق المال بالإضافة إلى حياد مجلس الإدارة في الشركات المساهمة وهو أمر غير مؤكد بالنسبة لشركات التوصية بالأسهم^(١).

قابلية صكوك الشركة المساهمة للتداول في سوق المال لسهولة الاشتراك في المشاريع وسهولة الانسحاب دون خسارة.

أنها تسمح بوجود الدولة مع مساهمين آخرين متعددين وطنين أو أجانب.

ثانياً- الحد الأدنى لرأس مال شركة إدارة محافظ الأوراق المالية :

قيدت المادة (١٢٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أن يكون رأس مال الشركة التي تباشر نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية بمبلغ معين، وهذا المبلغ بموجب القانون المذكور ثلاثة ملايين جنية مصري^(١) على الأقل وأن لا يقل المدفوع عن النصف، فالمادة المذكورة تشير إلى رأس المال المصدر ورأس المال المدفوع في شركة إدارة محافظ الأوراق المالية فرأس المال المصدر يعني القيمة الاسمية لكافة الأسهم الصادرة عن الشركة المساهمة (حصص نقدية أو عينية) وبالنسبة لشركة التوصية بالأسهم يضاف إليها مجموع قيمة حصص التضامن^(١).

أما رأس المال المدفوع فهو يعني قيمة ما يدفعه المساهمين ابتداءً والذي تبدأ به الشركة نشاطها وغالباً ما يكون ربع رأس المال المصدر^(١)، إلا أن المشرع المصري أشتراط في شركات إدارة المحافظ أن لا يقل عن النصف ورغم أن رأس المال هذا يعتبر فعال فيه نسبياً إلا أن الحكمة في ذلك تكمن:

١. رغبة المشرع في جعل مبادرة تأسيس شركات إدارة محافظ الأوراق المالية في أيدي من يتمتع بملاءة مالية كبيرة، فوجود رأس مال كبير يعتبر ضمانه رئيسية للمساهمين والغير وهم هنا أصحاب المحافظ المالية ومن ثم يظهر تأثير ذلك على الاقتصاد الوطني.

٢. إن اشتراط حد أدنى لرأس المال يعتبر نوعاً من الرقابة السابقة وضماناً للمتعاملين في بلد لم يصل فيه الوعي الاستثماري الدرجة المطلوبة، وقد أنتقد جانب من الفقه الفرنسي^(١) وضع حد أدنى لرأس مال الشركات المتعاملة

في مجال الأوراق المالية، وأنصب نقده في أن تحديد رأس مال كبير كشرط للتأسيس يترك المبادرة في تأسيس الشركات للمجموعات المالية المقتردة، ولكن ذلك لا يعني إخراج صغار المستثمرين من المساهمة في الاستثمارات بل يمكنهم الاشتراك في صناديق الاستثمار أو المساهمة في شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، فضلاً عن قيام المشرع الوطني بإصدار القوانين التي تحد من احتكار شركات إدارة المحافظ وشركات الاستثمار المالي لعمليات الاستثمار.

ثالثاً- الخبرة والكفاءة:

نصت المادة (٢٩) الفقرة د من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على: (يشترط لمنح الترخيص.... أن تتوفر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها على النحو الذي يصدر به قرار من مجلس إدارة الهيئة). وشرط الخبرة شرط مهم بشأن إدارة المال المستثمر، فالقرار الاستثماري بضم صكوك إلى المحفظة أو التخلص من بعض الصكوك لا يأتي بصورة عشوائية وإنما وليد تحليلات وبحوث ودراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية. أما شرط الكفاءة فهو يعني القدرة على إنجاز عمل معين فهو شرط لازم للعمل في استثمارات الأوراق المالية.

رابعاً- أداء التأمين المطلوب:

نصت المادة (٢٩/هـ) من قانون سوق المال المصري على: (يشترط لمنح الترخيص.... أداء تأمين يحدد قيمته والقواعد والإجراءات المنظمة للخصم منه واستكمالته وإدارة حصيلته بقرار من مجلس إدارة الهيئة). فالغرض من أداء التأمين هو جدية السير في إجراءات التأسيس فهو يعد ضماناً للأخطاء المهنية التي ترتب مسؤولية على شركات إدارة المحافظ، ويجب أن يستمر مقدار التأمين ثابتاً خلال ممارسة الشركة لنشاطها بمعنى الالتزام باستكمالته في حالة خصم جزء والا تعرض للعقوبة المقررة^(١).

خامساً- حسن السمعة - النزاهة:

نصت المادة (٢٩/و) من قانون سوق المال المصري على: (يشترط لمنح الترخيص... إلا يكون قد سبق الحكم على مؤسسي الشركة أو مديرها أو أحد أعضاء مجلس الإدارة خلال الخمس سنوات السابقة على تقديم طلب الترخيص بعقوبة جنائية أو بعقوبة جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة أو إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو الحكم بإشهار الإفلاس ما لم يكن قد رد إليه اعتباره).

فالغرض من هذا الشرط هو أبعاد أيادي الأشخاص غير الآمنة عن أموال المساهمين أو أموال العملاء في التحكم في مصير رؤوس أموال كبيرة تؤثر سلبيًا مع الأوراق المالية.

المطلب الثالث

السلطات الممنوحة لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية

إن السلطات الممنوحة لهذه الشركة تفرضها طبيعة نشاطها كشخص محترف يعمل من خلال التحليلات والتوقعات المستقبلية لأسعار الصكوك وظروف أسواق المال وتمثل سلطات شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في الانفراد بإدارة المحفظة وكذلك تمتعها بسلطات استثنائية في بعض التشريعات في الدول الغربية كسلطة تمثيل صندوق الاستثمار أمام الغير وسلطة التصويت سنتناولها بالبحث تباعًا.

أولاً- الانفراد بإدارة محفظة الأوراق المالية إدارة فنية:

إن تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية هما محوري نشاط شركة إدارة المحافظ والمقصود بذلك قيام الشركة بالعمليات القانونية والمادية دون أتباع أية تعليمات من أصحاب رؤوس الأموال إلا إذا كانت التعليمات محددة وأمرة في العقد ولا تمنعها القواعد التجارية.

إن أصحاب رؤوس الأموال لا يشتركون في اختيار مجلس إدارة الشركة والمديرين، فشركة إدارة محافظ الأوراق المالية تتمتع بسلطة المبادرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية لاسيما تلك التي تتعلق بتحريك المحفظة، ولها سلطة وضع السياسة الاستثمارية الخاصة بتكوين المحفظة وهو ما يطلق عليه سياسة التنوع، ومعنى ذلك إن شركة إدارة المحافظ هي التي تحدد إذا كانت إدارتها شاملة أم متخصصة، ومعنى ذلك أيضاً إن شركة صندوق الاستثمار لا يمكنها إلزام شركة إدارة المحافظ بالتعامل مع صكوك مالية هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن شركة إدارة المحافظ المالية هي التي تحدد أسلوب إدارتها إذا كان مرناً أو جامداً.

ثانياً- سلطة تمثيل المحفظة أو الصندوق أمام الغير:

أسهبت اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في بيان سلطات شركة إدارة محافظ الأوراق المالية بصفة خاصة ومدير الاستثمار بصفة عامة لاسيما في إدارة محفظة مملوكة لصناديق استثمارية دون التعرض للوكالة عن أصحاب المحفظة الفردية لأن الأخيرة غالباً ما تخضع لقيود وضوابط عقدية، هذا ومن الجدير بالذكر أنه لم يرد نص في قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ يشير إلى قيام شركة إدارة المحافظ بتمثيل أصحاب رؤوس الأموال، ولكن بالرجوع إلى القواعد العامة فإن شركة إدارة المحافظ مخولة في إدارة المحفظة ولا تتعدها لتمثيل أصحاب رؤوس الأموال إلا إذا نص على ذلك في العقد، وعلى هذا الأساس فإن

أصحاب المحفظة هم الذين يمثلونها أمام الغير وأصحاب الصندوق - مجلس إدارة الصندوق هو الذي يمثل صندوق الاستثمار أمام الغير^(١).

إن شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في القانون الأنكلوسكسوني لا تتمتع بسلطة تمثيل صندوق الاستثمار أمام الغير وأمام القضاء وإنما يتمتع بها أمين الاستثمار (المصرف المودع) باعتباره صاحب الملكية القانونية لأموال الصندوق أو يتمتع بسلطة الإدارة المادية للصكوك^(١).

أما في فرنسا فإنه بموجب المادة ٣ من قانون صناديق الاستثمار لسنة ١٩٥٧ النافذ حالياً أو جبت على شركة إدارة المحافظ أن تتولى إدارة الصندوق فضلاً عن تمثيل الحصص أمام الغير وأمام القضاء^(١)، ومثال ذلك قيام شركة إدارة المحافظ برفع دعاوى ضد مديري الشركات التي ضمت صكوكها للمحفظة مثلما يفعل أصحاب الصكوك أنفسهم. خلاصة الكلام أن صناديق الاستثمار لها من يمثلها أمام الغير وأمام القضاء، وأما بخصوص الصكوك محل محفظة الأوراق المالية فيمكن أن تتمتع شركة إدارة المحافظ بالسلطة في التصويت عن هذه الصكوك لأنها جهة فنية، وهي التي قامت بجمعها بعد دراسة مستفيضه.

ثالثاً - سلطة التصويت:

المقصود بسلطة التصويت حق أصحاب الأسهم في عرض آرائهم في الهيئات العامة للشركات مصدرة الصكوك أذ أن شركة إدارة المحافظ تقوم بإدارة محافظ مالية لشركات أموال، وان الغالبية من مكونات هذه المحفظة هي من الأسهم وأن المساهمين هم الذين يختارون مجلس الإدارة والقائمين على إدارة الشركة، ومن هنا تظهر أهمية حق التصويت في الهيئات العامة للشركات لما يترتب عليه من نتائج مهمة كالتصديق على الميزانية، إقرار الأرباح والخسائر، وهذا الحق في التصويت أما أن يستخدمه المساهم في الصندوق أو المحفظة وأما أن يستخدم من قبل مجلس إدارة الصندوق وأصحاب المحفظة وأما أن تستخدمه شركة إدارة المحافظ لدى القيام بنشاط الصندوق وإدارة ذلك، وبالنسبة للمساهم الفرد لا يمكنه من الناحية العملية استخدام هذا الحق لأن حصته في الصندوق مشاعة مع باقي المساهمين وحصته في الصكوك التي تضمنها المحفظة غير مفرزة وغير محددة وحصته في الصندوق أيضاً تكون محددة بكمية من وثائق الاستثمار التي يحوزها فضلاً عن سلبية صغار المساهمين، وبالنسبة لشركة إدارة المحافظ وهي الأمينة على المحافظ المالية في تكوينها وإدارتها فلها استخدام حق التصويت، ولما كانت هذه الشركات هي التي تختار الصكوك وفق سياسة علمية، فبعد هذا التقييم يمكن ضم الصكوك للمحفظة، وباستخدام حق التصويت يمكنها توجيه إدارة الشركة لصالح المساهمين أو على الأقل التخلص من هذه الصكوك إذا تبين لها فساد الإدارة. سنتعرف

باختصار على موقف القوانين المقارنة من تمتع شركة إدارة محافظ الأوراق المالية بسلطة التصويت ونبداها في جانب من القوانين الغربية ومن ثم التعرض لما ورد في القانون المصري.

[١] سلطة التصويت في بعض القوانين الغربية:

اختلفت القوانين الغربية في تحديد شخص من له حق التصويت بالنسبة لأسهم المحفظة، ففي ظل القانون الأنكلو أمريكي فإن صناديق الاستثمار تقوم وفقاً لنظام الترسر والذلي يعطي هذا الحق للمصرف المودع به الصكوك بصفته أميناً للاستثمار، ونظراً لكون أمين الاستثمار هو المكلف بالرقابة على شركة إدارة المحافظ وليس العكس بالإضافة إلى عدم خضوعه لرقابة الشركاء فإنه قد يسيء استخدام حق التصويت، وقد أترف القضاء الإنجليزي للشركاء في الصندوق بإلزام المصرف على التصويت على قرارات الشركاء شرط أن يكون الرأي بهذه القرارات صادر من مجموع الشركاء^(١).

إن هذا الاتجاه يجد سنده في عقد الترسر الذي غالباً ما يتضمن جواز الاجتماع في شكل جمعية لاتخاذ بعض القرارات الهامة للدفاع عن مصالحهم غير أن ذلك لا يمنع من النص في عقد الترسر على تخويل شركة إدارة محافظ الأوراق المالية باستخدام حق التصويت. أما بالنسبة للقانون الفرنسي والذي يأخذ بفكرة الملكية الشائعة لأموال الصندوق وتعتبر شركة إدارة المحافظ بمثابة الوكيل عن الشركاء والمشتاعين في مباشرة حقوق التصويت للشركات التي يحوز الصندوق أسهمها، إلا أن شروط استخدام هذا الحق يتم بالاتفاق بين شركة إدارة المحافظ المالية مع أمين الاستثمار (المصرف)^(١).

[٢] سلطة التصويت في القانون المصري:

نصت المادة ١٦٧/٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على: (يجب أن يتضمن عقد إدارة الصندوق بصفة خاصة البيانات الآتية... تحديد من يمثل الصندوق في مجالس الإدارات والهيئات العامة للشركات التي يستثمر الصندوق أمواله في شراء بعض أسهمها).

والمأمل لهذا النص يجد أن المشرع المصري ترك لشركة الصندوق تخويل من يستخدم سلطة التصويت، فقد تخول شركة إدارة محافظ الأوراق المالية هذه السلطة، وقد تخولها بصورة جزئية أي لصنف معين من الأسهم. وبالنسبة للمحفظة المملوكة لفرد غير تابعة لصندوق استثمار فصاحب المحفظة وهو المساهم الأصلي هو الذي يستخدم هذا الحق^(١).

ثانياً- المراجع الأجنبية:

- Galard (A) Les clubs d'investissement – Memoire de l'universite de Paris, 1977. .١٤
- Goode (R), Commercial law, Penguin Book 2 ed., London, 1995. .١٥
- Mestre (J) et Flikeres (G), Lamy sociétés, Droit sociétés commerciales S. A, Paris, 1988. .١٦
- Senard, les organes de placement collectif en valeurs mobilières These, Paris, Dalloz, 1971. .١٧
- Senn (J) Les sociétés d'investissement ou fonds de placement – nouvelle formule de wpargne lausann, 1962. .١٨