النطاق القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير في النظام السعودي

تأليف : د . محمد بن ناصر البجاد
أستاذ القانون التجاري المساعد
بمعهد الإدارة العامة بالرياض

العنوان :
الرياض : ١١٦٢٢
ص . ب : ٨٦١٠٠
هاتف : ٩٦٦٥٠٣٤٥٥٤٠٠
فاكس : ٩٦٦١٤٦٢١٩٠٧

تعد السوق المالية مجالا خصبا للاستثمار تحرص غالبية الدول على سن القوانين والتشريعات التي من شأنها أن تكفل الحماية له وحفظ حقوق المتعاملين فيه . ويتميز الاستثمار في السوق المالية بجذبه لأموال كبار المدخرين وصغارهم وتوظيفها فيه وذلك لأسباب عديدة ، أهمها سهولة تداول الأوراق المالية وبالتالي تحقيق أرباح سريعة أو على الأمد البعيد ، وتنويع عناصر الاستثمار عن طريق امتلاك أوراق مالية متعددة الأنواع ومتباينة الأشكال مما يقلل من عنصر المخاطرة في هذا النوع من الاستثمار ، كما يوفر هذا النوع من الاستثمار حماية للمدخرات من التضخم ، خصوصا لصغار المدخرين الذين يحوزون رؤوس أموال صغيرة ولا يستطيعون استثمارها في أية مشروعات تجارية ، وذلك لأسباب عديدة منها على سبيل المثال عدم خبرتهم أو عدم مقدرتهم على ممارسة الأنشطة التجارية مثل موظفي الدولة على سبيل المثال الذين لا تسمح لهم الأنظمة في المملكة بممارسة الأعمال التجارية .

وفي المملكة العربية السعودية يتم الاستثمار في سوق الأوراق المالية من خلال محفظة استثمارية يملكها المستثمر يتداول من خلالها الأوراق المالية بالبيع أو الشراء من خلال نظام التداول . ويعتمد الأسلوب الذي تدار به المحفظة الاستثمارية على خبرة المستثمر بمسائل الاستثمار في السوق المالية . فإذا توافرت لدى المستثمر الخبرة اللازمة والقدرة على إدارة المحفظة فسيقوم في هذه الحالة بإدارة المحفظة بنفسه من خلال إصدار أوامر شراء أو بيع الأوراق المالية التي ينتقيها . أما إذا كان لا يملك الخبرة الكافية في الاستثمار بالسوق المالية فيلجأ المستثمر في هذه الحالة إلى شخص آخر يستعين به في تكوين محفظته وإدارتها لحسابه . وهذه الاستعانة قد تأخذ طرقا عديدة ، أهمها أن يستعين المستثمر بأحد المتخصصين للحصول منه على الاستشارات المتعلقة بالاستثمار في السوق المالية . وفي هذه الحالة يبقى القرار بيد المستثمر الذي يقوم بإصدار أوامر البيع أو الشراء بناء على المشورة التي يحصل عليها .

أما الطريقة الأخرى فتتمثل في أن يعهد المستثمر لشخص آخر بتكوين وإدارة محفظته المالية ، وتسمى هذه الطريقة من طرق الاستثمار بـ " إدارة المحفظة لحساب الغير " (La Gestion De Portefeuille Pour Compte De Tiers) . وهناك صورتين لهذه الطريقة ، الأولى منها تتمثل في قيام الشخص بإدارة المحفظة الخاصة بالمستثمر بحيث يترك لهذا الشخص كامل الحرية فيما يتعلق باتخاذ القرار في تكوين وإدارة محفظة المستثمر وفقا للقواعد الاستثمارية والقانونية . وتسمى هذه الطريقة بـ " إدارة المحفظة الفردية لحساب الغير " (La Gestion Individuelle) .

أما الصورة الثانية ، فتتمثل في قيام الشخص بتكوين محفظة من أموال المستثمرين مجتمعين وإدارتها وفقا للقواعد الاستثمارية والقانونية . وفي المملكة العربية السعودية تعتبر صناديق الاستثمار المملوكة للبنوك هي من يمارس هذا النوع من الاستثمار حاليا ، كما ستمارسها قريبا شركات الاستثمار التي تم الترخيص لها

مؤخرا لممارسة هذا النوع من الاستثمار . وصناديق الاستثمار لا تصدر في المملكة أوراقا مالية مطروحة للتداول في السوق المالية يتم تقييم قيمة وأداء الصندوق من خلال قيمتها في السوق المالية . ويتم تقييم الصناديق الاستثمارية من خلال وحدات اعتبارية تمثل قيمة جزء من استثمارات الصندوق يتم تحديد قيمتها كل أسبوع مرة واحدة أو مرتين حسب سياسة البنك في هذا المجال . ومن خلال هذا التقييم يتم دخول وخروج المستثمرين من الصندوق عن طريق شراء أو بيع الوحدات التي يملكونها في الصندوق . كما يتم من خلال هذا التقييم تحديد أداء الصندوق الاستثماري خلال مدة زمنية معينة . وتتميز هذه الطريقة بأنها تصلح لكبار وصغار المستثمرين ، وللخبير منهم ولغير الخبير . كما تتميز بضمان المستثمر إدارة أمواله من قبل أناس متخصصون في الاستثمار في السوق المالية لديهم الكفاءة والخبرة الكافية في هذا المجال . وتسمى هذه الطريقة الجماعية من طرق الاستثمار بـ " إدارة المحفظة الجماعية " (La Gestion Collective) .

وفي المملكة العربية السعودية لا يجوز للمستثمرين التداول في السوق المالية مباشرة من خلال النظام الآلي للتداول (تداول) . فقد قصرت المادة الحادية والعشرون من نظام السوق المالية تداول الأوراق المالية المدرجة عن طريق صفقات (يتم إبرامها بين الوسطاء كل لصالح عميله . وتثبت بموجب قيود تدون في سجلات السوق ، وفق أحكام الفصل الرابع من هذا النظام ، ما لم يتم استثناء مثل هذه الصفقات من التداول بموجب القواعد والتعليمات الصادرة من الهيئة) . وتأكيدا لذلك حظرت المادة الخامسة من لائحة أعمال الأوراق المالية على أي شخص ممارسة أعمال الأوراق المالية - ومن ضمنها تداول الأوراق المالية - إلا أن يكون شخصا مرخصا من هيئة السوق المالية .

وعليه ، يتم تداول الأوراق المالية في المملكة من خلال الوسطاء المرخص لهم . فهناك وسطاء تنحصر مهمتهم في إتاحة الفرصة للمستثمر للتداول في السوق المالية عن طريق فتح محفظة استثمارية له يتولى المستثمر إدارتها بنفسه وعقد صفقات البيع أو الشراء ، وينحصر دور الوسيط في هذه الحالة بتقديم خدمة نقل هذه الأوامر لنظام التداول والقيام بالإجراءات اللازمة لإنهاء صفقات المستثمر وذلك مقابل مبلغ مالي محدد يتمثل في نسبة من قيمة الصفقات التي يبرمها المستثمر . وبهذه الطريقة يستطيع المستثمرون الأفراد ممارسة نشاطهم الاستثماري في السوق المالية مباشرة . كما أن هناك وسطاء يقومون بخدمات لاستثمار لحساب الغير وهؤلاء يكونون عادة منشآت مرخصة لها بمزاولة أعمال الأوراق المالية وتنفيذ الصفقات لحساب عملائها من خلال نظام التداول .

أهمية البحث وأهدافه

من بين طرق إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير تعتبر إدارة المحافظ الفردية لحساب الغير من أحدث هذه الطرق مزاولة في المملكة حيث بدأت الشركات المصرح لها بمزاولة هذه النوع من النشاط الاستثماري . ولم يعنى نظام السوق المالية ولا اللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه بوضع الأحكام القانونية التي تنظم هذا النوع من الاستثمار على وجه الخصوص واكتفى بالنص على المبادئ الأساسية التي تحكم نشاط إدارة الأوراق المالية. وانطلاقا من ذلك ومن جدة هذا النشاط أيضا تبرز أهمية هذا البحث الذي نهدف من خلاله إلى تحديد النطاق القانوني لهذا النوع من الأعمال ، وذلك من خلال تحديد الطبيعة القانونية لهذا النشاط ، وكذلك من خلال تحديد التزامات مدير المحفظة تجاه العميل الفرد ، وفيما يتعلق بحقوق مدير المحفظة فتتمثل في حقه في الحصول على العمولة وحقه في الحصول على المصاريف التي تكبدها . ونظرا لأن هذه الحقوق لا تثير أية إشكالية قانونية لذا رأينا عدم تضمينها هذا البحث

صعوبات البحث :

تمثل أهم صعوبات البحث في عدم توفر مؤلفات أو مصادر فقهية تتناول إدارة المحافظ الفردية لحساب الغير في القانون السعودي بصفة خاصة ، ويمكن أن يعزى ذلك إلى حداثة نظام السوق المالية ولائحة سلوكيات السوق .

أما بالنسبة لقرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية فلم يصدر عنها إلى تاريخ القيام بهذا البحث سوى عدد محدود من القرارات وليس من بينها ما يتعلق بموضوع البحث نظرا لعدم السماح به إلا منذ فترة قصيرة جدا ، وحتى القرارات المشار إليها لا يسهل الرجوع إليها لعدم نشرها ومنع الإطلاع عليها . وإزاء ذلك لجأنا في هذا البحث إلى أسلوب التحليل القانوني المقارن معتمدين على بعض المراجع العلمية المتاحة والمتعلقة ببعض القوانين العربية والأجنبية المقارنة .

خطة ومنهج البحث

يستلزم تحديد النطاق القانوني لنشاط إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير تحديد (المفهوم القانوني لإدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير) في المبحث الأول ، ثم نحدد في المبحث الثاني (التزامات مدير المحفظة) .

المبحث الأول

المفهوم القانوني لإدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير

يقتضي تحديد المفهوم القانوني لإدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير أن نحدد الطبيعة القانونية لهذا النشاط من خلال تحديد تعريفه القانوني (المطلب الأول) ، كما يقتضي أن نحدد الصفة النظامية للشخص المصرح له بممارسة هذا النوع من النشاط وهو مدير المحفظة (المطلب الثاني) .

المطلب الأول

تعريف إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير

لم يضع نظام السوق المالية ولا اللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه تعريفا محددا لنشاط إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير . واكتفى البند رقم (١) من الفقرة (ب) من المادة الثانية والثلاثين من النظام بتحديد المقصود بمدير المحفظة وعرفه بأنه (أي شخص يعمل بصفة تجارية على أساس ترتيب تعاقدي أو غيره بإدارة الأوراق المالية التي يملكها شخص ، أو إدارة صناديق استثمار يملكها شخص طبيعي أو اعتباري بقصد استثمارها في الأوراق المالية ، والذي يمكن أن تشمل أنشطته صفقات في الأوراق المالية ، أو طلب تنفيذ صفقات أوراق مالية لحساب الشخص الذي تم إجراء الترتيبات التعاقدية معه) .

ويلاحظ أن النص السابق أنه لم يتضمن تعريفا للمقصود بإدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير ، كما لم يوضح المقصود بإدارة الأوراق المالية بصفة عامة ولم يضع تعريفا لها . ونفس المنحى سلكه نص البند رقم (٣) من المادة الثانية من لائحة أعمال الأوراق المالية حيث لم يضع تعريفا لإدارة المحافظ الفردية لحساب الغير ، واكتفى بتعريف المقصود بإدارة الأوراق المالية حيث نص على أن الإدارة هي أن (يدير شخص ورقة مالية عائدة لشخص آخر في حالات تستدعي التصرف حسب التقدير) . ويلاحظ على هذا النص عموميته حيث يتضمن القاعدة القانونية العامة التي بناء عليها يتم اعتبار العمل الذي يقوم به الشخص المرخص له من أعمال إدارة الأوراق المالية . وأمام اختلاف أنواع أعمال إدارة الأوراق المالية واختلاف الطبيعة القانونية لكل منها عن الآخر ، كان الأحرى بالمنظم - بجانب نصه على القاعدة القانونية العامة لاعتبار العمل من أعمال إدارة الأوراق المالية - أن يقوم على الأقل بوضع تعريفات لأنواع الأعمال التي تعتبر في الوقت الحاضر من قبيل أعمال إدارة الأوراق المالية ، وذلك منعا لأي لبس أو غموض قد يكتنف تعريف بعض هذه الأعمال خصوصا مع حداثة تنظيم سوق المال السعودية .

وإزاء ذلك ، وانطلاقا من أهمية وضع تعريف لإدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير ، يمكننا أن نعرف إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير بأنها : عقد يقوم بموجبه الشخص المصرح له والذي يسمى بمدير المحفظة بإدارة محفظة أوراق مالية مملوكة للعميل وفقا للشروط المتفق عليها بينهما باسمه ونيابة عن العميل ولحسابه وذلك مقابل عمولة يحصل عليها مدير المحفظة . وتشمل أعمال الإدارة قيام الشخص المصرح له بتكوين المحفظة وممارسة أو الإحجام عن ممارسة الحقوق المالية المتعلقة بالأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة .

ومن التعريف السابق يتضح أن إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير تتمثل في قيام مدير المحفظة بإدارة المحفظة الفردية للعميل . وله في ذلك القيام بجميع التصرفات التي تقتضيها أعمال الإدارة باسمه ولكن لحساب العميل ، مثل عقد صفقات البيع أو الشراء وممارسة أو عدم ممارسة الحقوق المالية المتعلقة بالأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة . ولا يعتبر مدير المحفظة مالكا لها ولما تحتويه من أوراق مالية حيث تبقى ملكية المحفظة للعميل .

وبناء على ما سبق فإنه يمكن تكييف الطبيعة القانونية لعقد إدارة المحفظة من الناحية القانونية على أنه عقد وكالة بالعمولة ، وبالرجوع إلى تعريف الوكالة بالعمولة نجد أنها (عقد يلتزم بمقتضاه شخص ، يسمى الوكيل بالعمولة بأن يقوم بعمل قانوني باسمه الخاص لحساب موكله نظير أجر يسمى بالعمولة) [1] . وهو ما ينطبق على إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير . وبالتالي يعتبر مدير المحفظة وكيلا بالعمولة (Le commissionaire) يتصرف باسمه ولحساب موكله مقابل عمولة يحصل عليها . وهذه الصفة لمدير المحفظة يؤكدها نص المادة الثامنة عشرة من نظام المحكمة التجارية السعودي الذي عرف الوكيل بالعمولة بأنه الشخص (الذي يتعاطى التجارة بالوصاية والنيابة ويجري معاملاته باسمه أو بعنوان شركة ما لحساب موكله) ، وهو ما ينطبق على المهمة التي يقوم بها مدير محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير .

ويترتب على اعتبار عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير عقد وكالة بالعمولة شموله بخصائص هذا العقد . ومن هذه الخصائص عدم اعتبار هذا العمل عملا تجاريا إلا إذا تمت مباشرته عن طريق المقاولة ، أي على شكل مشروع تجاري مرخص له ، وهو ما يفترض معه ممارسة هذا العمل بشكل متكرر على نحو متصل ومعتاد أي على وجه الاحتراف من خلال إطار تنظيم قانوني معين . وقد أكدت ذلك الفقرة (ب) من المادة الثانية من نظام المحكمة التجارية السعودي بنصها على عدم اعتبار الوكالة بالعمولة عملا تجاريا إلا إذا تمت مباشرتها على وجه المقاولة أي على شكل مشروع (Entreprise) [2] . وعليه فإن إدارة محافظ الأوراق

---

[1] د . محمد الجبر ، (القانون التجاري السعودي) ، الطبعة الرابعة ، ١٤١٧هـ - ١٩٩٦م ، ص ٧٧ .

[2] أنظر : د . محمد العريني ، (القانون التجاري) ، الجزء الأول ، دار المطبوعات الجامعية ، الإسكندرية ، ١٩٩٥م ، ص ١٨٧ . د . محمد الجبر ، المرجع السابق ص ٧٢ ، د . محمد البجاد (النطاق القانوني لمبدأ منع الأجانب من ممارسة التجارة في المملكة العربية السعودية) ، مجلة الإدارة العامة ، معهد الإدارة العامة ، الرياض ، المجلد التاسع والثلاثون ، العدد الثاني ، ربيع الآخر ١٤٢٠هـ - يوليو ١٩٩٩م ، ص ٢٤٣ .

المالية الفردية لحساب الغير لا تعتبر عملا تجاريا في المملكة إلا إذا تمت من خلال منشأة مرخص لها بمزاولة هذا العمل . وهذا ما أكده نص المادة الخامسة من لائحة أعمال الأوراق المالية ، الذي حظر على أي شخص ممارسة الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية ما لم يكن شخصا مرخصا له من هيئة السوق المالية .

ويتميز عقد إدارة المحافظ الفردية بخاصية ثانية من خصائص الوكالة بالعمولة وهي أن مدير المحفظة يتعاقد باسمه الشخصي لحساب شخص أخر لا يظهر في العقد وهو العميل (الموكل) ، وبالتالي تتصرف إلى مدير المحفظة جميع الآثار الناتجة عن العقد لأنه طرفا مباشرا فيه ، فيصبح حسب الحال هو الدائن أو المدين مع الغير الذي تعاقد معه ، ويلتزم مدير المحفظة بأن ينقل للعميل نتيجة التصرف الذي قام به لحسابه ، ولا تنشأ أية علاقة قانونية مباشرة بين العميل ومن تعاقد معه مدير المحفظة [1] .

كما يتميز عقد إدارة المحافظ الفردية بخاصية ثالثة من خصائص الوكالة بالعمولة وهي أن هذا النوع من العقود يتم إبرامه على أساس الاعتبار الشخصي بين الوكيل بالعمولة والعميل (Intuitus Persone) [2] . فالعميل يتعاقد مع مدير المحفظة بناء على ثقته أو معرفته السابقة به وبأنه شخص محترف مصرح له بمزاولة هذا النوع من العمل ولدية الإمكانيات المادية والفنية [3] ، ولدية القدرة والسلطات الواسعة في تمثيل وإدارة مصالح العميل . ويترتب على كون عقد إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير من العقود التي تقوم بناء على الاعتبار الشخصي ، نتيجة مهمة وهي انقضاؤه بموت العميل ، أو الحجر عليه ، أو إفلاسه ، أو إعساره . وبما أن مدير المحفظة يكون دائما شركة مساهمة وفقا لما نص عليه نظام السوق المالية ، وفقا لما سنوضحه لاحقا ، فينتهي العقد أيضا بتصفية الشركة .

وبجانب خصائص عقد الوكالة بالعمولة التي يتميز بها عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير ، من المهم تحديد الخصائص العامة لعقد الإدارة بصفته عقدا من العقود التي أجازها النظام . وتبرز أهمية هذا التحديد في كونه عاملا مهما في تحديد الطبيعة القانونية لهذا العقد .

---

[1] د . محمد الجبر ، (العقود التجارية وعمليات البنوك في المملكة العربية السعودية) ، جامعة الملك سعود ، الرياض ، الطبعة الأولى ، ١٩٨٤م ، ص ٨٣ . د . مصطفى طه ، (الوجيز في القانون التجاري) ، الجزء الثاني ، المكتب المصري الحديث ، الإسكندرية ، ١٩٧١م ، ص ٣٧١ . د . علي البارودي ، (العقود وعمليات البنوك التجارية) ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ص ٥٠ . وباللغة الفرنسية أنظر :

Michel Juglart, Benjamin Ippolito,(Cours de droit commercial),Moncnrestien, paris, P 741. Roger Houin ; Michel Pedomon,(Droit Commercial), Dal'oz,Paris, P 71.

[2] د . محمد الجبر ، المرجع السابق ، ص ٨٦ . د . مصطفى طه ، المرجع السابق ، ص ٣٧٢ .

[3] د . نصر طاحون ، (شركة إدارة محافظ الأوراق المالية) ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٣م ، ص ٣٨٥ .

وعليه يتميز عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير بالخصائص التالية :

١ ـ من حيث تكوينه يعتبر عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير من العقود الشكلية (Contrat Solennel) . والعقود الشكلية هي العقود التي لا تنعقد بمجرد تراضي الطرفين فقط بل يجب لانعقادها إتباع شكل مكتوب معين حدده القانون . وقد تكون هذه الكتابة على شكل ورقة رسمية وقد يكتفي القانون بالورقة العرفية [١] .

وبالرجوع إلى لائحة الأشخاص المصرح لهم يتضح أن المادة الثامنة والثلاثين منها نصت على شروط تقديم الخدمات المختلفة المتعلقة بممارسة أعمال الأوراق المالية للعملاء من قبل الشخص المصرح له ، وهذه الشروط واجبة التطبيق وملزمة للشخص المصرح له ولعميله ، وليس هناك مجال للاتفاق على ما يخالفها وهذا يستنتج من النصوص الآمرة لهذه المادة . ومن بين هذه الشروط ما نصت عليه الفقرة (ب) من تلك المادة من وجوب قيام الشخص المرخص له بوضع (شروط تقديم الخدمات مع العميل بصيغة اتفاقية يبدأ سريان مفعولها فور الحصول على نسخة موقعة من العميل) ، وهذا يقتضي أن يكون هناك اتفاقية مكتوبة بين الشخص المصرح له والعميل تنظم شروط تقديم الخدمات . وبما أن عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير يعتبر من ضمن أعمال الإدارة المنصوص عليها في نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه ، فإن هذه القاعدة تنطبق عليه وعلى غيره من الأشكال القانونية الأخرى من أشكال إدارة الأوراق المالية ، وبالتالي يجب أن يكون العقد المبرم بين مدير المحفظة والعميل عقدا مكتوبا ، وهذا العقد يعتبر ورقة عرفية وليس ورقة رسمية ، وبالتالي يجوز لأطراف العقد أن يضمنوها ما يرونه من شروط بشرط ألا تخالف أحكام نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه وفي الحدود المنصوص عليها .

ونرى أن وجوب كتابة عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير يعتبر شرطا لازما لصحة العقد وليس لإثباته فقط ، وعليه فبدونها يصبح العقد باطل بطلانا مطلقا حتى لو كان بإمكان المتعاقدين إثباته بالإقرار أو اليمين أو أية وسيلة أخرى من وسائل الإثبات عدا الكتابة . وهذه القاعدة مستفادة من النصوص الآمرة للمادة الثامنة والثلاثون من لائحة الأوراق المالية التي أوجبت كتابة اتفاقيات خدمات الأوراق المالية ونصت على عدم سريان تلك الاتفاقيات إلا بعد حصول الشخص المرخص له على نسخة موقعة من العميل ، كما ألزمت الشخص المرخص له بتزويد العميل بشروط تقديم الخدمة قبل ممارسة أي أعمال أوراق مالية معه ،

---

[١] د . عبدالرزاق السنهوري ، (الوجيز في شرح القانون المدني ـ نظرية الالتزام بوجه عام) ، الجزء الأول ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٦٦م ، ص ٣٥ .
Alex Weill, Francoi Terrem, (Dtoit Civil), 3em Ed. , Dalloz , Paris , P 140 .

ونصت بالإضافة إلى ذلك على أن تتضمن الاتفاقية متطلبات شروط تقديم الخدمات المنصوص عليها في اللائحة .

وعليه فمتى ما قام الشخص المرخص له بإدارة محفظة أوراق مالية لحساب الغير بناء على اتفاق شفهي ، فيعتبر تصرفه هذا باطلا بطلانا مطلقا لمخالفته للأحكام المنصوص عليها في المادة الثامنة والثلاثين ، وليس هذا وحسب ، بل يعتبر مخالفا للأحكام التي نص عليها نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه ، وبالتالي تطبق عليه الجزاءات المنصوص عليها في المادة الستين والمادة التاسعة والخمسين من نظام السوق المالية . وهذا ما يؤكد من ناحية أخرى وجوب كتابة العقد .

٢ - يلتزم مدير المحفظة بموجب عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير بالعديد من الالتزامات في مواجهة العميل منها على سبيل المثال أن يقوم بإدارة المحفظة ، كما يلتزم العميل في مواجهة مدير المحفظة بدفع عمولة مدير المحفظة والمصاريف التي يتكبدها جراء قيامه بالإدارة وغير ذلك من الالتزامات الأخرى . وعليه فإن هذا العقد ينشئ التزامات متقابلة ومترابطة بين طرفيه ، مما يمنحه صفة العقد الملزم للجانبين (Contrat Unilateral) ، والعقد الملزم للجانبين هو العقد الذي ينشئ التزامات متقابلة في ذمة كل من المتعاقدين . ويترتب على كون هذا العقد من العقود الملزمة للجانبين أنه إذا لم يقم أحد أطرافه بتنفيذ التزاماته الناشئة عن العقد جاز للطرف الآخر أن يفسخ العقد ، كما يجوز له بدلا من اللجوء للفسخ أن يمتنع عن تنفيذ التزاماته إلى أن يقوم المتعاقد معه بتنفيذ التزامه وهذا ما يسمى بالدفع بعدم تنفيذ العقد [١] .

كما يترتب على كون عقد الإدارة من العقود الملزمة للجانبين فسخ العقد في حالة استحالة تنفيذه لسبب أجنبي لا يعود لأحد أطرافه [٢] . كما لو توفي العميل أو تم الحجر عليه ، أو كما لو تم حظر نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير من قبل هيئة السوق المالية ، أو فرضت شروطا جديدة لا يستطيع مدير المحفظة تلبيتها .

٣ - يعتبر عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير من عقود المعاوضة (Contrat a titre onereux) . وعقد المعاوضة هو العقد الذي يأخذ فيه المتعاقد مقابلا لما التزم به في العقد ، وهو ما يتحقق في عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير ، فمدير المحفظة يحصل على أتعاب مقابل إدارته لمحفظة العميل ، وفي مقابل ذلك يحصل العميل على خدمة إدارة محفظته الاستثمارية في الأوراق المالية وفقا للشروط التي حددها في العقد من قبل مدير المحفظة ، وعليه فكل من طرفي العقد يحصل على مقابل لما التزم به في العقد .

---

[١] د . عبدالرزاق السنهوري ، المرجع السابق ، ص ٣٧ .
Henri Roland, Laurent Boyer, (Droit Civil) , 2em Ed, Litec, Paris. P 28.

[٢] بالنسبة لفسخ العقد في هذه الحالة بالنسبة للعقود الملزمة للجانبين أنظر : د . عبدالرزاق السنهوري ، المرجع السابق ، ص ٣٩ .

ونشير هنا إلى أن العقد قد يكون في بعض الأحيان عقد معاوضة بالنسبة إلى احد المتعاقدين وفي نفس الوقت يكون عقد تبرع بالنسبة للمتعاقد الآخر ، وذلك على سبيل المثال في حالة قيام مدير المحفظة بإدارة محفظة العميل دون الحصول على أتعاب مقابل ذلك لأي سبب كان [1] .

٤ - وبجانب الخصائص السابقة يعتبر عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير من العقود غير المسماة (Contrat Innomme) ، وهي العقود التي لم يخصص لها النظام أسما معينا ولم يفرد لها تنظيما خاصا بها ، وتخضع للقواعد العامة للعقود [2] . وهذا هو الحال بالنسبة لعقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير . فالمنظم لم يفرد له تنظيما خاصا به واكتفى بالنص على القواعد العامة التي تنظم عقود إدارة محافظ الأوراق المالية دون تحديد أنواع هذه العقود ودون أن يفرد لكل منها تنظيما خاصا به . ويتميز هذا العقد بكونه من العقود غير المسماة بوجود مساحة من الحرية للمتعاقدين في تضمين العقد الشروط التي يرون إدراجها فيه ، ولا يخضعون في ذلك إلا للقواعد العامة في العقود بصفة عامة والقواعد الخاصة بإدارة محافظ الأوراق المالية بصفة خاصة . وبذلك تكون حرية المتعاقدين فيه أكبر من تلك المتعلقة بالعقود المسماة والتي يلتزم فيها الأطراف بالقواعد الخاصة بهذه العقود التي نص عليها النظام وأوجب عليهم التقيد بها .

المطلب الثاني

مدير المحفظة

ينحصر دور مدير محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير في تكوين وإدارة محفظة أوراق مالية فردية مملوكة للعميل . وقد عرف البند رقم (١) من الفقرة (ب) من المادة الثانية والثلاثون من نظام السوق المالية ، وحدد المقصود بمدير المحفظة بأنه (أي شخص يعمل بصفة تجارية على أساس ترتيب تعاقدي أو غيره بإدارة الأوراق المالية التي يملكها شخص . . .) .

وتستلزم ممارسة نشاط إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير أن يكون مدير المحفظة شركة مساهمة مؤسسة في المملكة . وهذا الشرط يستفاد من نص الفقرة (و) من المادة السادسة من لائحة الأشخاص المصرح لهم ، وبناء عليه لا يحوز لغير هذا النوع من الشركات وكذلك للأفراد أن يمارسوا هذا النشاط . ونرى أن نص هذه الفقرة قد يثير بعض الإشكالات القانونية الناتجة عن عدم وضوحه فيما يتعلق بتحديد الصفة القانونية لشخص مدير المحفظة . ولإيضاح ذلك نشير إلى أن

---

[1] د . عبدالرزاق السنهوري ، المرجع السابق ، ص ٤٠ .

[2] Henri Roland, Laurent Boyer, Op. Cit., P 34.

هذه الفقرة نصت على أنه يشترط للترخيص لممارسة أعمال التعامل والحفظ والإدارة أن يكون الشخص مؤسسا في المملكة العربية السعودية وأن يكون :

١ ـ شركة تابعة لبنك محلي .
٢ ـ أو شركة مساهمة .
٣ ـ أو شركة مساهمة تابعة لشركة مساهمة سعودية تمارس أعمال الخدمات المالية .
٤ ـ أو شركة تابعة لمؤسسة مالية أجنبية مرخص لها حسب نظام مراقبة البنوك :

ويتمثل عدم الوضوح الذي أشرنا إليه سابقا في أن هذا النص لم ينص صراحة على كون مدير المحفظة شركة مساهمة إلا في البند (٢) من الفقرة (و) ، ولم ينص عليها في الفقرات الأخرى ، مما قد يعطي انطباعا بأن هذا النشاط يمكن ممارسته من خلال أي شكل قانوني آخر من الأشكال القانونية للشركات .وبالتحليل القانوني لهذا النص نشير إلى أن المقصود بلفظ الشركة في جميع بنود الفقرة (و) هي شركة المساهمة . ولإيضاح ذلك سنتناول تلك البنود فيما يلي :

١ ـ نص البند رقم (١) على أن يكون الشخص المرخص له شركة تابعة لبنك محلي . وهذا النوع من الشركات يكون بالضرورة شركة مساهمة نظرا لأنه تابع لشركة مساهمة وهي البنك المحلي الذي يجب أن يكون وفقا لنظام البنوك شركة مساهمة .

٢ ـ نص البند رقم (٣) على أنه قد يكون الشخص المرخص له شركة تابعة لشركة مساهمة سعودية تمارس أعمال الخدمات المالية . وينطبق على هذه الحالة ما سبق وأن ذكرناه بالنسبة للبند رقم (١) من كون الشركة التابعة للشركة المساهمة تكون بالضرورة شركة مساهمة .

٣ ـ نص البند رقم (٤) على إمكانية كون الشخص المرخص له شركة تابعة لمؤسسة مالية أجنبية مرخص لها حسب نظام مراقبة البنوك . وقد تثير عبارة (مؤسسة) بعض اللبس فيما يتعلق بطبيعتها القانونية حيث قد يفهم أن المقصود بها المؤسسة الفردية ، وكنا نفضل أن يستخدم المنظم عبارة (شركة) أو على الأقل عبارة (منشأة) . والمؤسسة المالية الأجنبية المرخص لها حسب نظام البنوك يجب أن تكون شركة مساهمة وفقا لأحكام هذا النظام ، وبالتالي فإن الشركة التابعة لها تكون بالضرورة شركة مساهمة .

وما يؤكد أيضا ما ذهبنا إليه من وجوب كون مدير المحفظة شركة مساهمة أن الفقرة (و) استثنت صراحة نشاط الترتيب والمشورة من هذه القاعدة ، وذلك بنصها على جواز أن يتخذ مقدم الطلب لهذين النشاطين أي شكل قانوني . وبناء عليه قد يكون مقدم الطلب في هذه الحالة شركة ومن الممكن أن تأخذ هذه الشركة أي شكل من الأشكال القانونية للشركات ، كما قد يكون مقدم الطلب مؤسسة فردية .

وبناء على ما سبق فإن مدير المحفظة يجب أن يكون شركة مساهمة [1]، وما تجدر ملاحظته أن اللائحة لم تحدد نوع الشركة المساهمة ، وعليه فقد تكون الشركة المساهمة في هذه الحالة شركة مساهمة مطروحة للاكتتاب العام ، أو شركة مساهمة مغلقة تتضمن عدد محددا من المساهمين ولا يتم طرحها للاكتتاب العام . وبمفهوم المخالفة لا يجوز أن تكون شركة إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير شركة ذات مسئولية محدودة أو شركة تضامن أو شركة من شركات التوصية ، كما لا يجوز أن تكون مؤسسة فردية أيا كانت خبرة وكفاءة وملاءة صاحب المؤسسة .

ويمكن تبرير إلزام المنظم بأن يكون مدير المحفظة شركة مساهمة بالميزات التي يقدمها هذا النوع من الشركات ومن بين هذه الميزات خضوعها لنظام تشريعي فيما يتعلق بتأسيسها وإدارتها ، وخضوعها في ممارسة أعمالها لرقابة متعددة من جهات مختلفة ، من ذلك على سبيل المثال الجمعية العمومية للمساهمين في الشركة ، ومراقبي الحسابات ، والعديد من الجهات الحكومية مثل وزارة التجارة والصناعة وهيئة السوق المالية .

كما يتميز هذا النوع من الشركات بوضوح مسئوليات واختصاصات مجلس الإدارة والجمعية العمومية والجهات الرقابية على أعمال الشركة ، مما ينعكس على العلاقة بين الشركة ومساهميها والغير الذين لا يجدون صعوبة في التعامل مع الشركة نظرا لوضوح مركزها القانوني ، وهو ما لا يتوافر بالنسبة لأنواع الشركات الأخرى . وأخيرا يسمح هذا النوع من الشركات بوجود الدولة في مثل هذا النوع من النشاط مع المساهمين الآخرين ، حيث تستطيع الدولة أن تساهم في مثل هذا النوع من الشركات كما في مصر وفرنسا [2]. وممارسة الدولة لمثل هذا النشاط من شأنه أن يعزز من ضمانات المساهمين في الشركة والمتعاملين معها .

ونشير أخيرا إلى أنه بموجب نص الفقرة (ز) من المادة السادسة من لائحة الأشخاص المصرح لهم يجب ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسين مليون ريال . ونرى أن مبلغ رأس مال الشركة ضخم نسبيا ، إلا إنه يمكن تبرير ذلك برغبة المنظم في جعل الشركة التي تمارس هذا النوع من النشاط تتمتع بملاءة مالية كبيرة تتناسب مع طبيعة الشركة ومع طبيعة النشاط الذي تزاوله وخطورته ، وتمكنها من مزاولة نشاطها وتحقيق أغراضها بمجرد تكوينها . كما أن هذه الملاءة تكون ضمانة رئيسية للمساهمين في الشركة وللمتعاملين معها وهم ملاك المحافظ الاستثمارية ودائنيها والغير الذي يتعامل مع الشركة بمناسبة تنفيذها لنشاطها .

---

[1] في القانون المصري تأخذ شركة ادارة المحافظ شكل شركة المساهمة أو شكل شركة التوصية بالأسهم . وبالنسبة لتكوين وإدارة حافظة أوراق مالية تابعة لصندوق استثمار فإن شكل الشركة يقتصر على الشركة المساهمة .أنظر : د . نصر طاحون ، (المرجع السابق) ، ص ٢٥٢ ، ص ٢٩١.

[2] د . نصر طاحون ، (المرجع السابق) ، ص ٢٩٣.

وقد انتقد بعض الفقه الفرنسي وضع حد أدنى لرأس المال المدفوع لمثل هذا النوع من الشركات . وبرر ذلك بأنه من شأنه أن يجعل تأسيس شركات المحافظ مقصور على كبار المستثمرين ذوي القدرة المالية الكبيرة وحكرا عليهم ، مما يؤدي إلى سيطرة هؤلاء على هذه الشركات والتحكم في نشاطها وجعلها أداة يحققون بها مصالحهم الخاصة على حساب المستثمرين . كما أن من شأن ذلك أيضا حرمان صغار المستثمرين من مزاولة نشاط إدارة الأوراق المالية وإخراجهم من نطاق الاستثمار في هذا المجال .

وقد رد على هذا الرأي بأن اقتصار ذلك على كبار المستثمرين لا يعني حكر القيام بالنشاط عليهم ، ولا يعني كذلك إخراج صغار المستثمرين من مجال الاستثمار حيث يمكنهم المساهمة في هذه الشركات . يضاف إلى ذلك أن تشريعات الأسواق المالية تمنع الاحتكار والسيطرة على الشركات ، وكذلك استغلال أموال العملاء في عمليات التمويل والمضاربة [1] .

وتتميز شركات إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير وفقا للشكل الذي رأيناه بأن هدفها الوحيد إدارة حافظة مالية ويشمل ذلك تكوين تلك الحافظة . وهذا النشاط هو الذي يميز هذه الشركة عن غيرها من الشركات مثل شركات السمسرة ، وشركات إدارة صناديق الاستثمار ، وشركات خدمات حفظ الأوراق المالية، وغير ذلك من أنواع الشركات الأخرى التي تمارس النشاطات المتعلقة بالأوراق المالية .

وختاما لما سبق يتضح أن عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير يعتبر عقد وكالة بالعمولة . ويعتبر هذا العقد عقدا تجاريا نظرا لأن مدير المحفظة يمارس نشاطه على وجه المقاولة من خلال إطار قانوني محدد نظاما يأخذ شكل شركة المساهمة . كما يتميز هذا العقد بكونه من العقود الشكلية ومن العقود الملزمة للجانبين ومن عقود المعاوضة ويندرج أخيرا ضمن فئة العقود غير المسماة .

---

[1] د . نصر طاحون ، (المرجع السابق) ، ص ٢٩٥.

المبحث الثاني

التزامات مدير المحفظة تجاه العميل

فرض نظام السوق المالية السعودي واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه العديد من الالتزامات على عاتق مدير المحفظة . ويبرر ذلك بأهمية الدور الذي تلعبه شركات إدارة المحافظ بصفة عامة في السوق المالية وبضخامة رؤوس أموالها ، وما يستلزمه ذلك من حماية للأموال المستثمرة في هذا المجال وللمتعاملين فيه . وهذا الدور ينعكس على الاقتصاد الوطني من خلال تدعيم الثقة في السوق المالية ، مما يساهم في استقرارها ويجعلها عامل جذب لأموال المستثمرين والمدخرين .

وبالرجوع إلى نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه نجد أنه نص على العديد من الالتزامات التي يتحملها مدير المحفظة . وهذه الالتزامات تنقسم إلى نوعين :

١ ـ التزامات تتعلق بأداء مدير المحفظة لعمله تجاه هيئة السوق المالية مثل التزامه بالحصول على الترخيص ، والتزامه بتطبيق جميع القواعد والشروط التي نص عليها نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه فيما يتعلق بأدائه لعمله .

٢ ـ التزامات خاصة بالعلاقة بين مدير المحفظة وعميله مالك المحفظة .

وهذا النوع الأخير من التزامات مدير المحفظة هو الذي سنتطرق إليه في هذا المبحث نظرا لارتباطه بالعلاقة بين مدير المحفظة والعميل وهو ما يعتبر محورا رئيسيا من محاور هذا البحث . وهذه الالتزامات تتعدد بحسب مراحل العلاقة مع العميل وتنقسم إلى ثلاثة أنواع رئيسية من الالتزامات وفقا للتالي :

١ ـ التزامات مدير المحفظة قبل التعاقد مع العميل .
٢ ـ التزامات مدير المحفظة عند التعاقد مع العميل .
٣ ـ التزامات مدير المحفظة بعد التعاقد مع العميل .

ويقتضي تحديد التزامات مدير المحفظة تجاه العميل أن نتناول في المطلب الأول من هذا المبحث (التزامات مدير المحفظة قبل التعاقد مع العميل) ، أما في المطلب الثاني فسنتناول (التزامات مدير المحفظة عند التعاقد مع العميل) ، وسنتطرق في المبحث الثالث لـ (التزامات مدير المحفظة بعد التعاقد مع العميل) .

المطلب الأول

التزامات مدير المحفظة قبل التعاقد مع العميل

فرضت لائحة الأشخاص المصرح لهم على مدير المحفظة العديد من الالتزامات في مرحلة ما قبل التعاقد مع العميل . ومرحلة ما قبل التعاقد هي مرحلة المفاوضات النهائية الجادة التي تسبق توقيع العقد . وفي هذه المرحلة يفترض في العميل أن يكون لدية الرغبة الجدية في الشروع بالتعاقد مع مدير المحفظة مما يجعله في حكم العميل الاحتمالي ، وفي هذه المرحلة يفترض أن يقوم مدير المحفظة بتنفيذ التزاماته التي فرضها عليه النظام في مرحلة ما قبل التعاقد ، وليس في المرحلة التي تسبقها وهي مرحلة قيام العميل بمجرد الحصول على معلومات أو استفسارات مبدئية تساعده على اتخاذ القرار بالتعاقد أو عدم التعقد مع مدير المحفظة . حيث لا يمكن التسليم في هذه الحالة بوجوب قيام مدير المحفظة بتنفيذ هذه الالتزامات .

وتتمثل التزامات مدير المحفظة تجاه العميل في مرحلة ما قبل التعاقد بوجوب قيام مدير المحفظة بتصنيف العميل على إحدى فئات الأشخاص التي حددتها لائحة الأشخاص المصرح لهم ، وتزويد العميل بشروط تقديم الخدمات ، والحصول على معلومات حددتها اللائحة تتعلق بالعميل الفرد ، وسنوضح فيما يلي كل من هذه الالتزامات .

١ ـ تصنيف العملاء

أوجبت الفقرة (أ) من المادة السادسة والثلاثين من لائحة سلوكيات السوق على الشخص المصرح له قبل قيامه بأعمال أوراق مالية مع عميل أو لحسابه أن يصنف العميل على إحدى الفئات التالية :

١ ـ عميل فرد .
٢ ـ عميل فرد ـ تنفيذ ـ فقط .
٣ ـ طرف نظير .

ويلاحظ على نص هذه الفقرة أنه يشمل أعمال الأوراق المالية بصفة عامة ، وليس مقصورا على أعمال إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير ، شأنه في ذلك شأن نصوص نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه .

وقد نصت الفقرة (ب) من هذه المادة على أنه لا يجوز للشخص المرخص له أن يصنف أي عميل على أكثر من فئة من الفئات السابقة . وهذا ما أكده أيضا نص الفقرة (ج) من نفس المادة التي قصرت تعامل الشخص المرخص له مع عميله المصنف (عميل فرد ـ تنفيذ ـ فقط) ، وذلك بصفته وكيلا عن هذا العميل يتصرف وفقا لتعليماته وتوجيهاته . وبما أنه وكيل تنفيذ فقط فقد حظرت عليه تقديم المشورة

لذلك العميل ، وهذا أيضا تأكيد لما ورد في الفقرة (ب) من عدم جواز تصنيف العميل على أكثر من فئة من الفئات المحددة في الفقرة (أ) .

وإزاء ذلك فأنه من المهم جدا تصنيف فئة العملاء الذين يجوز لمدير المحفظة - بصفته من الأشخاص المصرح لهم بمزاولة نشاط الأوراق المالية - أن يتعامل معهم والقيام بإدارة محافظهم الفردية من بين الفئات السابقة . وللقيام بذلك نرى أهمية الرجوع إلى تعريف المقصود بالفئات السابقة الوارد في قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح السوق المالية وقواعدها ، وكذلك الرجوع للطبيعة القانونية لعقد إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير .

وبالرجوع لقائمة المصطلحات نجد أنها عرفت فئات العملاء وفقا للتالي :

١ - العميل الفرد : يعني في لائحة الأشخاص المرخص لهم ، عميلا ليس طرفا نظيرا ، وقد يكون إما شخصا طبيعيا وإما شخصا اعتباريا .

٢ - عميل فرد - تنفيذ - فقط : عميل يقوم الشخص المرخص له بالتعامل فقط كوكيل له وفقا للتعليمات التي يتلقاها منه دون تقديم المشورة .

٣ - الطرف النظير : يعني في لائحة الأشخاص المرخص لهم ، عميلا يكون شخصا مرخصا له ، أو شخصا مستثنى ، أو شركة استثمارية ، أو منشأة خدمات مالية غير سعودية ، وفيما عدا تلك اللائحة فإن الطرف النظير يعني الطرف الآخر في صفقة .

وبالرجوع إلى الطبيعة القانونية لعقد إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير رأينا أنه عقد وكالة بالعمولة يقوم من خلاله مدير المحفظة بالتعاقد باسمه ولكن لحساب موكله . وهذا الدور القانوني لمدير المحفظة لا يمكن تحقيقه من خلال التعريفات السابقة لفئات العملاء إلا بالنسبة للعميل الفرد والطرف النظير . ولا يمكن نظاما أن يؤدي مدير محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب العميل خدمة إدارة المحفظة للعميل الفرد - تنفيذ - فقط ، وذلك لسبب بسيط جدا وهو أن مدير المحفظة الذي يتعامل مع هذه الفئة لا يعتبر وكيلا بالعمولة ، وذلك لاختلاف طبيعة النشاط الذي يقوم به مدير المحفظة في هذه الحالة . فوفقا لنص الفقرة (ج) من المادة (٣٦) ووفقا لتعريف العميل الفرد - تنفيذ - فقط ، فإن الشخص المرخص له يتعامل بصفته وكيلا ينفذ ما يطلبه العميل ووفقا للتعليمات التي يتلقاها منه . وعليه قد يعتبر في هذه الحالة وكيلا عاديا عن العميل أو سمسارا وذلك حسب طبيعة العقد المبرم بينهما ، ولكن لا يمكن اعتباره بأي حال من الأحوال وكيلا بالعمولة ، وذلك لاختلاف الطبيعة القانونية لعمل الشخص المرخص له الذي يعمل كوكيل تنفيذ فقط بصفته وكيلا للعميل الفرد ، عن العلاقة القانونية لعمل الشخص المرخص له الذي يدير محفظة الأوراق المالية للعميل الفرد ويعتبر مديرا لها .

وبناء على ما سبق ينحصر تقديم خدمة إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية لحساب الغير من قبل مدير المحفظة ، على العميل الفرد أو العميل الذي يعتبر طرفا نظيرا سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو اعتباريين .

ومتى ما قام مدير المحفظة بتصنيف العميل على إحدى الفئات السابقة فيجب عليه بناء على نص الفقرة (د) من المادة السادسة والثلاثين ، أن يقوم بإعداد سجل لكل عميل يسمى سجل تصنيف يتضمن جميع المعلومات الكافية التي تؤيد تصنيف العميل على الفئة التي تم تصنيفه عليها من قبل مدير المحفظة . ونرى أن إلزام مدير المحفظة بإعداد هذا السجل هو من أجل إتاحة الفرصة لهيئة السوق المالية للتأكد من سلامة تصنيف مدير المحفظة للعميل ، ولإثبات التزامه بنصوص اللائحة في هذا الخصوص ، ولما يقتضيه التزامه بالإفصاح .

ومتى ما تم إعداد هذا السجل فنرى أنه يخضع للقواعد التي نصت عليها المادة السادسة عشرة من لائحة الأشخاص المصرح لهم المتعلقة بالاحتفاظ بالسجلات ، والتي نصت على إلزام الشخص المرخص له بالاحتفاظ بالسجلات لمدة عشر سنوات ما لم تحدد الهيئة خلاف ذلك ، كما نصت على أن الحفظ يتم بأي وسيلة من وسائل الحفظ بشرط أن تكون قابلة للمعاينة بشكل مطبوع ، وأتاحت الفرصة للعميل الحالي أو السابق الاطلاع عليها والحصول على نسخة منها. وأعطت الهيئة الحق في معاينة سجلات الشخص المرخص له مباشرة أو من خلال أي شخص تعينه الهيئة لهذا الغرض .

٢ ـ تزويد العميل بشروط تقديم الخدمات

بناء على ما نصت عليه الفقرة (أ) من المادة الثامنة والثلاثين من لائحة الأشخاص المرخص لهم ، يجب على مدير المحفظة ـ بحكم أنه من الأشخاص المصرح لهم بممارسة أعمال الأوراق المالية ـ تزويد عميله بشروط تقديم الخدمات التي من خلالها يتم تحديد أسس ممارسة مدير المحفظة لأعمال إدارة محفظة العميل لحساب هذا العميل . ويجب تزويد العميل بتلك الشروط قبل ممارسة أية أعمال لحساب العميل .

وقد ألزمت الفقرة (ج) من نفس المادة مدير المحفظة بالتأكد من أن شروط تقديمه للخدمات تحتوي على تفصيل كاف لأسس تنفيذ أعمال إدارة المحفظة . والهدف من هذا التفصيل هو إعطاء فكرة شاملة للعميل عن نطاق وطبيعة أعمال مدير المحفظة وحقوقه والتزاماته تجاه العميل ، وكذلك حقوق العميل والتزاماته تجاه مدير المحفظة .

كما نصت الفقرة (د) من نفس المادة على وجوب قيام مدير المحفظة بالتأكد من أن شروط تقديمه للخدمات متفقة مع متطلبات شروط تقديم الخدمات المنصوص عليها في الملحق (٥-٢) من لائحة الأشخاص المصرح لهم . وما تجدر ملاحظته

هنا أن اتفاق هذه الشروط مع ما نص عليه من شروط في الملحق المشار إليه أمر إلزامي يجب على مدير المحفظة الالتزام به . ويبرر ذلك برغبة المنظم في تقرير أكبر قدر من الحماية الممكنة للعميل وللسوق المالية من خلال تبصير العميل بما هو مقدم عليه . ويلاحظ على الشروط التي تضمنها الملحق أنها شروط عامة ، تم وضعها لتتوافق مع الخدمات التي يقدمها أي شخص مرخص له مع أو لحساب عميل فرد ومهاما كان نوع الخدمة المتعلقة بالأوراق المالية . وبما أن الأشخاص المرخص لهم قد يباشرون نشاطات متعددة تتعلق بالأوراق المالية مثل التعامل والحفظ والترتيب والإدارة والمشورة ، ونظرا لعمومية تلك الشروط الواردة في الملحق رقم (٥ - ٢) ، لذا سنحاول إيضاح أهم الشروط المتعلقة بممارسة أعمال إدارة الأوراق المالية لحساب الغير من بين هذه الشروط .

وبالرجوع إلى الشروط الموضحة في الملحق رقم (٥ - ٢) نرى أن يقوم مدير محفظة الأوراق المالية لحساب الغير بتزويد العميل بشروط تقديم الخدمات متضمنة البيانات التالية :

١ - بدء العمل :

والمقصود به تحديد تاريخ سريان شروط تقديم الخدمة للعميل ويكون عادة إما من تاريخ توقيع العقد ، أو من تاريخ محدد في العقد يكون لاحقا لتاريخ توقيع العقد . ونرى أنه كان من الأفضل من الناحية القانونية ذكر تحديد سريان العقد بدلا من البدء في العمل لأنها أبلغ بالتعبير عن المقصود به .

٢ - الاسم والعنوان والهيئة المشرفة :

ويقصد به اسم مدير المحفظة وعنوانه ، والمقصود بالهيئة المشرفة الجهة التي يخضع لإشرافها ورقابتها وهي هي السوق المالية .

٣ - أهداف الاستثمار للعميل الفرد

٤ - القيود :

أية قيود يرى العميل إدراجها في العقد المبرم مع مدير المحفظة تتعلق بأنواع الأوراق المالية التي يرغب العميل الاستثمار فيها . كما تشمل الأسواق التي يرغب العميل تنفيذ صفقات فيها .

٥ - الخدمات التي سوف يقدمها مدير المحفظة وتتمثل في إدارة المحفظة لحساب العميل والقيام بما تستلزمه أعمال الإدارة .

٦ - المدفوعات مقابل الخدمات وتشمل تفصيل لأي مدفوعات يتوجب على العميل سدادها لمدير المحفظة . ويشمل ذلك كيفية الدفع والتحصيل ، فترات الدفع ، أي دفعة أخرى تستحق لمدير المحفظة أو لأحد تابعيه فيما يتعلق بأي صفقة ينفذها لحساب العميل .

٧ - مدير الاستثمار :

وهذا البيان مخصص لحالة مدير المحفظة الذي يتصرف بصفته مديرا لها ، ويجب أن يشمل هذا البيان على التفاصيل التالية :

(أ) - ترتيبات إعطاء التعليمات لمدير المحفظة وتأكيد تلك التعليمات .
(ب) - القيمة المبدئية للمحفظة الاستثمارية للعميل .
(ج) - المكونات المبدئية للمحفظة الاستثمارية التي تتم إدارتها .
(د) ـ الفترة المحاسبية الواجب فيها تقديم كشوفات عن المحفظة الاستثمارية .
(هـ) ـ السلطات التقديرية لمدير المحفظة والقيود الواردة على الاستثمارات .
(و) - كيفية قياس الأداء . ونر أن المقصود به أداء مدير المحفظة لمهامه .
(ز) - كيفية إجراء التقويم . ونرى أن المقصود به تقويم المحفظة .
٨ - التحذير من المخاطر :
ويقصد به اتخاذ الخطوات اللازمة لإفهام العميل بطبيعة المخاطر المتعلقة بطبيعة النشاط .
٩ - إقراض الأوراق المالية :
وهو بيان ما إذا كان يجوز لمدير المحفظة ممارسة نشاط إقراض الأوراق المالية لحساب العميل .
١٠ - طريقة الإنهاء :
ويقصد بها كيفية إنهاء شروط تقديم الخدمات وبمعنى آخر كيفية إنهاء العقد مع العميل .
١١ - الشكاوى :
ويقصد بها تحديد كيفية التقدم بشكوى على الشخص المرخص له .
١٢ - حق تصفية أصول العميل الفرد :
وتتضمن وصف لأي حق لمدير المحفظة يتمكن من خلاله من تصفية أصول العميل أو الضمانات أو إغلاق أو تصفية محفظته الاستثمارية عند العجز عن السداد .

ويلاحظ على البيانات السابقة التي يجب أن تتضمنها شروط تقديم الخدمات أنها تعطي صورة واضحة للعميل عن طبيعة التصرف القانوني المقبل عليه ، ومن شأنها أن تجعله يتخذ القرار المناسب بشأن المضي قدما في التعاقد مع مدير المحفظة أو التراجع عن ذلك .

المطلب الثاني

التزامات مدير المحفظة عند التعاقد مع العميل

تفترض هذه المرحلة أن مدير المحفظة قد وفي بالتزاماته في مرحلة ما قبل التعاقد من جهة ، وموافقة العميل المبدئية على التعاقد مع مدير المحفظة لإدارة

محفظة الأوراق المالية المملوكة له من ناحية أخرى . وعليه فالطرفين بصدد إتمام التعاقد وهذا يستلزم قيام مدير المحفظة بتنفيذ الالتزامات التي فرضتها عليه لائحة الأشخاص المصرح لهم في هذه المرحلة . وتتمثل هذه الالتزامات في وجوب قيام مدير المحفظة بتقديم صيغة مكتوبة لشروط تقديم الخدمات للعميل يسري مفعولها فور توقيع نسخة منها من قبل العميل ، وهو ما يسمى إبرام عقد إدارة محفظة الأوراق المالية لحساب الغير . وكذلك وجوب حصول مدير المحفظة على معلومات خاصة عن العميل قبل بدء التعامل معه ، وهو ما عبرت عنه لائحة الأشخاص المصرح لهم بمعرفة العميل . وسنوضح فيما يلي كل من هذه الالتزامات .

١ ـ أبرام عقد إدارة المحفظة

نصت الفقرة (ب) من المادة الثامنة والثلاثين من لائحة سلوكيات السوق على وجوب (وضع شروط تقديم الخدمات مع العميل بصيغة اتفاقية يبدأ سريان مفعولها فور الحصول على نسخة موقعة من العميل) . ويتضح من نص هذه الفقرة أن المقصود بعبارة اتفاقية شروط الخدمات التي استخدمها المنظم في هذه الفقرة هو عقد إدارة المحفظة المبرم بين مدير المحفظة والعميل . ويتضح من هذا النص أنه يجب لإبرام عقد إدارة المحفظة أن تتم صياغة عقد بين مدير المحفظة والعميل وهذا يتطلب أن يكون العقد مكتوبا ، ويبدأ سريانه بمجرد توقيع نسخة منه من قبل العميل .

وقد سبق وأن رأينا أن تتطلب اللائحة كتابة عقد إدارة محفظة الأوراق المالية لحساب الغير يعتبر شرطا لصحة العقد وبدونها يصبح العقد باطل بطلانا مطلقا ، ويجعل هذا النوع من العقود يندرج ضمن العقود الشكلية . ومنعا للتكرار نحيل فيما يتعلق بكتابة العقد إلى ما سبق وأن ذكرناه بشأن خصائص عقد إدارة المحفظة وكونه من العقود الشكلية [١] .

أما ما يتعلق بإبرام العقد فقد أوضحت الفقرة (ب) أن العقد يسري فور الحصول على نسخة موقعة منه من العميل . وهذا يقتضي أن يقوم مدير المحفظة بصياغة العقد وتضمينه شروط تقديم الخدمات المشار إليها سابقا ، وتقديمه للعميل الذي يقوم بالتوقيع على نسخة منه وتقديمها لمدير المحفظة . وسواء تم التوقيع الأطراف في نفس لحظة التقديم أو في وقت لاحق فالعبرة دائما ببدء سريان العقد بتاريخ حصول مدير المحفظة على نسخة منه . ولم يذكر المنظم تبريرا لهذه القاعدة التي نرى أنها مخالفة للقواعد العامة في التعاقد والتي بمقتضاها يعتبر العقد مبرما بمجرد توقيعه،من الطرفين . إضافة إلى ذلك يلاحظ أن المنظم لم يلزم مدير المحفظة بتحديد تاريخ حصوله على النسخة الموقعة من العميل . مما قد يثير صعوبة إثبات تاريخ سريان العقد ، خصوصا عندما يتعمد مدير المحفظة إغفال إثبات ذلك لغاية يقصدها ، وهو الشخص المحترف في ممارسة هذا النوع من الأعمال مقابل المستثمر الذي يكون محدود المعرفة مقارنة معه ، مما قد يفتح المجال للتجاوز على

[١] أنظر ما سبق ، ص ٨ .

حقوق العميل بأي صورة من الصور . وعليه فإن مثل هذه القاعدة تحدث لبسا غير مبرر فيما يتعلق بتاريخ سريان العقد .

ومتى ما تم إبرام العقد وفقا للشكل السابق فقد ألزمت الفقرة (هـ) من المادة الثامنة والثلاثون مدير المحفظة الاحتفاظ بسجل لشروط تقديم التي يزود بها العميل وأي تعديلات لتلك الشروط . وفحوى هذا الالتزام أنه يجب على مدير المحفظة أن يحتفظ بالعقد المبرم مع العميل وأي تعديلات قد تطرأ عليه . وتسري قواعد الاحتفاظ بالسجلات المنصوص عليها في المادة السادسة عشرة من لائحة الأشخاص المصرح لهم ، التي تحدد مدة الحفظ والوسيلة التي يتم بها وكيفية الإطلاع على السجلات والحصول على نسخة منها وحق الهيئة في معاينتها [1]، على التزام مدير المحفظة بالاحتفاظ بسجلات شروط تقديم الخدمات للعملاء والتعديلات التي قد تطرأ عليها .

٢ ـ معرفة العميل

ألزمت الفقرة (أ) من المادة التاسعة والثلاثين من لائحة الأشخاص المصرح لهم ، الشخص المرخص له بمزاولة نشاط التعامل في الأوراق المالية ، أو تقديم المشورة ، أو الإدارة لحساب العميل الفرد ، الحصول من العميل الفرد على معلومات تتعلق بوضعه المالي ، وخبرته في مجال الاستثمار وأهدافه الاستثمارية المتعلقة بالخدمات التي يتم تقديمها له من قبل الشخص المصرح له . وقد سمت المادة التاسعة والثلاثون هذا الالتزام بـ (معرفة العميل) .

وقد أوجبت تلك الفقرة على الشخص المرخص له أن يحصل على هذه المعلومات قبل البدء بتقديم الخدمة للعميل . وعليه فإن قيام الشخص المرخص له بتنفيذ هذا الالتزام لا يتم إلا بعد توقيع العقد وقبل البدء في تقديم الخدمة ، ونرى أنه لا يمكن إلزام الشخص المرخص له بتنفيذ هذا الالتزام قبل توقيع العقد ، بسبب الطبيعة القانونية لهذا الالتزام التي تستوجب أن يتم بعد توقيع العقد حيث يصبح المستثمر عميلا للشخص المصرح له ، أما قبل ذلك فلا يعتبر المستثمر عميلا للشخص المصرح له ، وبالتالي لا يقوم هذا الالتزام من الناحية القانونية في مواجهة الشخص المرخص له . ويبرر الحصول على تلك المعلومات بأهميتها المرتبطة بمبدأ الإفصاح المفروض على كل ما يتعلق بممارسة الشخص المرخص له لأعماله ومن ضمن ذلك المعلومات المتعلقة بعملائه الذين يتعامل معهم .

وقد حددت الفقرة (ب) من المادة التاسعة والثلاثين الحد الأدنى من المعلومات التي يجب الحصول عليها من العميل ، ونصت على أنها المعلومات التي نص عليها الملحق رقم (٥ ـ ٣) . ولا نرى أن هذا النص ورد على سبيل الحصر حيث يمكن إضافة أية معلومات أخرى يرى مدير المحفظة أهمية الحصول عليها نظرا لتنوع وتشعب هذه المعلومات مما يجعل قصرها على المعلومات التي وردت في الملحق

---

[1] أنظر ما سبق ص ١٧ .

غير مبرر . وعليه فإن لمدير المحفظة أن يطلب الحصول على معلومات إضافية زائدة عن المعلومات التي نص عليه الملحق المشار إليه إذا رأى أهمية الحصول عليها ، ونرى أن هذا الحق لا يرد على إطلاقه وأنه مقيد بكون المعلومات الإضافية منطقية وغير مبالغ فيها .

وبالرجوع إلى الملحق (٥ ـ ٣) نجد أنه تضمن نموذج معرفة العميل وقد تضمن هذا النموذج الحد الأدنى من المعلومات التي أشارت إليها الفقرة (ب) . وتتمثل هذه المعلومات في معلومات شخصية عن العميل ، ومعلومات عن دخله السنوي التقريبي ، وصافي ثروة العميل التقريبية ما عدا منزله ، ومعلومات عن جهة عمله والبنك الذي يتعامل معه ، ومعلومات عامة تتضمن تحديد ما إذا كان العميل عضو مجلس إدارة أو مسئول في شركة مدرجة في السوق المالية ، كما تتضمن أي معلومات مالية أخرى عن الوضع المالي للعميل .

ويجب على الشخص المرخص له وفقا لنص الفقرة (ج) من المادة التاسعة والثلاثين ، أن يطلب من عملائه الأفراد تحديث المعلومات المطلوبة منهم مرة واحدة كحد أدنى سنويا . وفي حال امتناع العميل الفرد عن تقديم المعلومات المطلوبة ، فقد فرضت الفقرة (د) من المادة التاسعة والثلاثين على الشخص المرخص له عدم جواز التعامل مع العميل ، أو تقديم المشورة له ، أو الإدارة لحسابه . ويترتب على ذلك نتيجة مهمة جدا وهي وجوب فسخ العقد المبرم مع العميل بقوة النظام . ويعتبر الفسخ في هذه الحالة بناء على امتناع العميل عن القيام بما هو مطالب به نظاما ، وبالتالي يتحمل التبعات القانونية المترتبة على ذلك .

وأخيرا نشير إلى أن الفقرة (هـ) من المادة التاسعة والثلاثون ألزمت الشخص المصرح له الاحتفاظ بسجل لجميع المعلومات التي يحصل عليها من العميل الفرد . ونشير هنا إلى أن قواعد الاحتفاظ بالسجلات المنصوص عليها في المادة السادسة عشرة من لائحة الأشخاص المصرح لهم ، التي تحدد مدة الحفظ والوسيلة التي يتم بها وكيفية الإطلاع على السجلات والحصول على نسخة منها وحق الهيئة في معاينتها [1] ، تسري على التزام الشخص المصرح له بالاحتفاظ بسجلات معلومات العملاء الأفراد .

المطلب الثاني

التزامات مدير المحفظة بعد التعاقد مع العميل

بعد أن يتم إبرام عقد إدارة محفظة الأوراق المالية لحساب الغير يشرع مدير المحفظة بتنفيذ التزامه المنصوص عليه في العقد وهو إدارة محفظة الأوراق المالية لحساب العميل ، وذلك وفقا لما يتطلبه تنفيذ التزامه من مراعاة للجوانب الفنية

---

[1] انظر ما سبق ص ١٧ و ص ٢٠ .

والقانونية ومن خلال العقد المبرم بينه وبين العميل . وتعتبر إدارة المحفظة هي الالتزام الرئيس لمدير المحفظة في عقد إدارة محفظة الأوراق المالية لحساب الغير . وقد فرضت لائحة الأشخاص المصرح لهم على مدير المحفظة أن يقوم بإدارتها مع الالتزام ببعض المبادئ التي تقوم عليها الإدارة الحسنة للمحفظة وهي الأمانة والأخذ بالاعتبار مسألة تعارض مصالح مدير المحفظة مع مصالح العميل . وعليه سنتناول في المطلب الأول التزام مدير المحفظة بـ (إدارة المحفظة) ، ثم سنوضح في المطلب الثاني (مبادئ إدارة الحافظة) التي يجب على مدير الحافظة الالتزام بها إثناء قيامه بإدارة الحافظة لحساب العميل .

المطلب الأول

إدارة المحفظة

تعتبر إدارة المحفظة هي الالتزام الرئيس لمدير المحفظة تجاه العميل الناشئ عن عقد إدارة محفظة الأوراق المالية لحساب العميل . وتعتبر الالتزامات السابقة للتعاقد والمتزامنة معه واللاحقة عليه التزامات ثانوية ترتبط بهذا الالتزام الرئيس .

وتتمثل فحوى هذا الالتزام بقيام مدير المحفظة بإدارة محفظة أوراق مالية لحساب العميل الفرد . ويمكن تعريف إدارة المحفظة بأنها قيام مدير المحفظة بتكوين محفظة العميل وتحديد مكوناتها من الأوراق المالية المدرجة في السوق المالية ومن ثم إدارة الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة ، وذلك من خلال تحريك المحفظة عن طريق شراء أوراق مالية جديدة أو بيع محتوياتها أو الإبقاء عليها ، وفقا لظروف السوق ووفقا لما يتطلبه العقد المبرم مع العميل .

ويلحظ من هذا التعريف أن مفهوم الالتزام بإدارة محفظة الأوراق المالية لحساب العميل الفرد يشمل عنصرين أساسين هما تكوين المحفظة وتحريك محتوياتها ، ويضاف إليهما عنصر ثالث وهو ممارسة مدير المحفظة للحقوق والامتيازات التي تمنحها الأوراق المالية المكونة للمحفظة وسنوضح فيما يلي كل من هذه العناصر .

أولا : تكوين المحفظة

يمكن تعريف تكوين محفظة الأوراق المالية للعميل بقيام مدير المحفظة ابتداء باختيار الأوراق المالية المكونة لمحفظة العميل . فالمحفظة هي عبارة عن تشكيلة من عدد من الأوراق لشركة أو لعدة شركات من الشركات المدرجة في السوق المالية [1] .

---

[1] حول نفس المعنى في القانون المصري أنظر : د . نصر طاحون ، (المرجع السابق) ، ص ٣٤٩ .

وعليه يتمثل التزام مدير المحفظة في انتقاء الأوراق المالية المكونة لمحفظة العميل . وهذا الانتقاء يتم بناء على عوامل عديدة ، منها ما يتعلق بطبيعة ونوعية الأوراق المالية المنتقاة من حيث مدى ربحيتها وعنصر المخاطرة في الاستثمار فيها ، ومنها ما يتعلق بالهدف العام للمحفظة ونوعية المكاسب التي تهدف إلى تحقيقها وما إذا كانت أهداف المحفظة تحقيق مكاسب سريعة ، أو ثابتة ، أو كبيرة ، أو آمنه ، أو خليط من بين هذه المكاسب .

ويلتزم مدير المحفظة عند قيامه بتكوين المحفظة بانتقاء الأوراق المالية المناسبة لتكوينها من ضمن الأوراق المالية المدرجة في السوق المالية ، بناء على الهدف العام للمحفظة ، ومن واقع خبرته بالسوق ، وعلى أسس فنية واقتصادية مبنية على كون الأوراق المالية المنتقاة لتكوين المحفظة تكون ذات عوائد جيدة وتتميز بتزايد قيمتها بناء على أداء وكفاءة الشركات المصدرة لهذه الأوراق .

وإضافة للعناصر السابقة لاختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة ، يجب على مدير المحفظة مراعاة التنويع القانوني لهذه الأوراق عند انتقاء الأوراق المالية المكونة للمحفظة . ويقصد بالتنويع القانوني عدم الاكتفاء بشكل قانوني واحد من الأوراق المالية مثل الأسهم فقط أو السندات أو غيرها [1] ، وبالتالي عليه أن يكون المحفظة من تشكيلة من الأوراق المالية المختلفة من حيث طبيعتها القانونية ، وذلك ما لم يقيد عقد إدارة المحفظة مدير المحفظة في اختيار شكل قانوني محدد للأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة [2] . كما يشمل التنويع القانوني للأوراق المالية المكونة للحافظة اختيار نوع الورقة من حيث قصرها على الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب أو على تلك المتداولة في السوق المالية أو من هذين النوعين .

---

[1] د . نصر طاحون ، (المرجع السابق) ، ص ٣٥٥ .

[2] في المملكة العربية السعودية تتعدد الأشكال القانونية للأوراق المالية التي من الممكن أن تتكون منها محفظة العميل ، حيث حددت المادة الثانية من نظام السوق المالية الأوراق المالية التي تطرح في سوق الأوراق المالية في الأنواع التالية :

١ ـ أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول .

٢ ـ أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة أو الهيئات والمؤسسات العامة .

٣ ـ الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار .

٤ ـ أي أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة وأي حقوق في توزيع الأصول أو أحدهما

وقد خولت الفقرة (هـ) من هذه المادة مجلس هيئة السوق المالية صلاحية إضافة أي حقوق أخرى أو أدوات دين إلى أنواع الأوراق المالية المطروحة في السوق إذا رأى في ذلك تحقيقا لسلامة السوق أو حماية للمستثمرين ، ولهذه الأسباب أيضا خولت تلك الفقرة المجلس صلاحية استثناء ما تم اعتباره أوراقا مالية بموجب هذه المادة إذا رأى أنه لم يعد هناك ضرورة للاستمرار في اعتبارها أوراقا مالية . ونرى أن نص المنظم صراحة على هذه القاعدة يأتي من منطلق حرصه على مواكبة التطورات السريعة في مجال أسواق المال والقانون التجاري بصفة عامة والتي تقتضي تخويل مجلس إدارة الهيئة المرونة اللازمة لمواكبة هذه التطورات . وفي السوق المالية السعودية تعتبر الأسهم هي الورقة الوحيدة المدرجة في السوق في الوقت الحاضر . أنظر : د . محمد البجاد ، (جريمة الاحتيال في السوق المالية وفقا للنظام السعودي) ، مجلة الإدارة العامة ، العدد الثالث ، المجلد السادس والأربعون ، رجب ١٤٢٧هـ ـ أغسطس ٢٠٠٦م ، ص ٤٠٥ .

وبجانب التنويع القانوني هناك أيضا التنويع القطاعي لمكونات المحفظة ، ويقصد به توزيع الأوراق المالية التي ستتكون منها المحفظة على القطاعات الاقتصادية المختلفة التي تصنف تحتها الأوراق المالية المدرجة أو المتداولة في السوق المالية [1] . وهذا يفترض أن يتم تكوين المحفظة من مجموعة من الأوراق المالية مختلفة المصدر بحيث يتم تقسيمها ، على سبيل المثال ، بين الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصناعية ، ومجموعة أخرى مصدرة من الشركات الزراعية ومجموعة ثالثة مصدرة من الشركات الخدمية وهكذا . والهدف من ذلك يكون التقليل من حدة المخاطر التي قد تواجه الاستثمار في هذه الحالة من جهة ، ومحاولة توسيع فرصة الحصول على أرباح من جهة ثانية ، خصوصا وأن قطاعات السوق الاقتصادية لا تعمل على وتيرة واحدة فأحيانا ترتفع مؤشرات بعض القطاعات وتنخفض مؤشرات البعض الآخر .

وبجانب النوعين السابقين لتكوين محفظة الأوراق المالية الخاصة بالعميل الفرد هناك نوع ثالث وأخير وهو التنويع الجغرافي للأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة . وفحوى هذا النوع يتمثل في عدم الاقتصار في تكوين المحفظة على الأوراق المالية المدرجة في السوق المالية للدولة أو الإقليم الذي ينتمي له مدير المحفظة ويباشر نشاطه عادة فيه [2] ، بحيث قد تشتمل المحفظة على أوراق مالية مدرجة في أسواق دولة أخرى أو إقليم آخر داخل الدولة ، وذلك متى ما كان مسموحا لمدير المحفظة ممارسة نشاطه في أسواق مالية أخرى . ويبرر ذلك بتغير الظروف الاقتصادية العالمية خصوصا في ظل ظهور العولمة ، وتقارب وارتباط أسواق المال العالمية ببعضها البعض ، مما يتيح في بعض الدول الإمكانية لمدير المحفظة بالتعامل مع أسواق المال الدولية أو الإقليمية الأخرى التي تقع خارج الدولة أو خارج الإقليم الموجود فيه .

ونشير أخير إلى أن حرية مدير المحفظة في تنويع الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية للعميل وفقا للقواعد السابقة ، مقيدة بما تم النص عليه في عقد إدارة المحفظة المبرم مع العميل ، كما أنها مقيدة من ناحية أخرى بحجم رأس المال المستثمر في المحفظة الذي ينعكس إيجابا أو سلبا على تنويع الأوراق المالية المكونة للمحفظة ، فكل ما كان حجم رأس المال المستثمر كبيرا كلما زادت فرصت التنويع والعكس صحيح .

أما إذا لم يكن مدير المحفظة مقيدا في العقد المبرم بينه وبين العميل بطريقة تكوين الحافظة ، أو أن العقد المبرم مع العميل سكت عن تنظيم هذه المسألة ، ففي هذه الحالة عليه أن يشرع في تكوينها بناء على خبرته ووفقا لمعيار الرجل الحريص .

---

[1] حول هذا المعنى أنظر : د . نصر طاحون ، المرجع السابق ، ص ٣٦٠ .
[2] د . نصر طاحون ، المرجع السابق ، ص ٣٦١ .

ثانيا : تحريك المحفظة

بعد أن يتم تكوين المحفظة من قبل مدير المحفظة وهي أول مرحلة من مراحل إدارة المحفظة تأتي مرحلة تحريك المحفظة . ويقصد بتحريك المحفظة القيام بإدارة الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة ، عن طريق قيام مدير المحفظة ببيع أو شراء الأوراق المالية الموجودة في المحفظة وإحلال أوراقا أخرى بدلا عنها سواء كانت مطابقة لها أو مختلفة عنها من حيث الشكل القانوني ، أو الاحتفاظ بها والإبقاء عليها لبعض الوقت وذلك بهدف تحقيق ربح ، ويقوم مدير المحفظة بذلك بناء على توقعات ودراسات وتحليل فني للسوق المالية والظروف المحيطة بها [1] .

وبناء على هذا التعريف يتضح أن لمدير المحفظة كافة الصلاحيات فيما يتعلق بممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة ، كما له الحق في التصرف بالأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة وإحلال أوراق مالية أخرى عوضا عنها عن طريق بيعها وشراء أخرى . ويمكن تبرير ذلك بأن تحقيق الأهداف الاستثمارية للعميل المتمثلة في تحقيق أرباح مجزية وزيادة أصول المحفظة ، يتطلب التغيير المستمر لمحتويات المحفظة وفقا للمعطيات الفنية للسوق وقواعد الاستثمار فيه .

كما يمكن تبرير ذلك من ناحية أخرى ، بأن مدير المحفظة يعتبر وكيلا بالعمولة يتصرف باسم ولحساب العميل الفرد ، وهو ما يمنحه أيضا الصلاحيات اللازمة لتحقيق أهداف العميل والتي بدونها لا يمكن تحقيق ذلك . وما يؤكد ذلك أنه جرت العادة على تفويض مدير المحفظة بكافة الصلاحيات اللازمة لإدارة المحفظة ، وفقا للقواعد الفنية والقانونية المنصوص عليها في نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه المتعلقة بإدارة المحافظ الاستثمارية ، ووفقا لما هو متعارف عليه في هذا المجال ، ووفقا للسلطة التقديرية لمدير المحفظة .

ويقوم مدير المحفظة عادة بإدارة المحفظة بناء على الصلاحيات الممنوحة له بموجب العقد المبرم مع العميل ، ومن خلال شروط تقديم الخدمة التي يجب أن يتضمنها العقد المبرم بينهما . وقد رأينا أن هذه الشروط تضمنت العديد من القواعد التي تحدد صلاحيات مدير المحفظة فيما يتعلق بقيامه بتنفيذ التزامه تجاه العميل بإدارة المحفظة من ذلك على سبيل المثال القواعد التالية :

١ ـ الخدمات التي سوف يقدمها مدير المحفظة وتتمثل في إدارة المحفظة لحساب العميل والقيام بما تستلزمه أعمال الإدارة .

---

[1] عرف البعض إدارة الأوراق المالية التي تتكون منها المحافظة بأنها : (عملية مراجعة الاستثمارات التي تتضمنها المحافظة لإحلال استثمارات جديدة محل استثمارات قديمة يتم التصرف فيها بالبيع لإعادة تشكيل وتنويع استثمارات المحفظة . وهذه المراجعة وتلك التغييرات قد تكون بالنسبة لجميع الاستثمارات وقد تقتصر على البعض دون البعض الآخر وفقا للوضع الأمثل للحافظة) . د . محمد إسماعيل عثمان حميد ، (أسواق المال) ، مشار إليه في مؤلف د . نصر طلحون ، المرجع السابق ، ص ٣٦٦ .

٢ ـ القيمة المبدئية للمحفظة الاستثمارية للعميل .
٣ ـ المكونات المبدئية للمحفظة الاستثمارية التي تتم إدارتها من الأوراق المالية .
٤ ـ القيود التي يرى العميل إدراجها في العقد المبرم مع مدير المحفظة المتعلقة بأنواع الأوراق المالية التي يرغب أو لا يرغب العميل الاستثمار فيها .
٥ ـ تحديد الأسواق التي يرغب العميل تنفيذ صفقات فيها .
٦ ـ السلطات التقديرية لمدير المحفظة والقيود الواردة على الاستثمارات .
٧ ـ ترتيبات إعطاء التعليمات لمدير المحفظة وتأكيد تلك التعليمات .

ومن خلال ما سبق يتضح أن العميل هو من يرسم حدود صلاحيات مدير المحفظة ، ويقوم العميل بذلك بناء على مدى خبرته وأهدافه الاستثمارية وما إذا كانت استثماره في المحفظة طويل أو قصير الأجل ، ومدى رغبته في تحمل مخاطر الاستثمار .
ومتى ما حدد العميل قواعد إدارة المحفظة فيجب على مدير المحفظة أن يلتزم بها ولا يخرج عنها أثناء تنفيذه لمهامه ، إلا وفقا لما تحدده السلطة التقديرية الممنوحة له من قبل العميل في بعض الحالات ، ويكون مسئولا أمام العميل عن أية تجاوزات تحدث منه لهذه القواعد .

وإضافة لما سبق نشير إلى أن العميل ليس ملزما بتحديد صلاحيات مدير المحفظة المتعلقة بإدارة المحفظة . فقد يتم النص صراحة في العقد على تخويل مدير المحفظة كافة الصلاحيات التي يرى استخدامها عند قيامه بإدارة المحفظة ، أو يتم اعتبار وجود هذا التخويل ضمنيا وذلك عندما يسكت عقد إدارة المحفظة عن تحديد صلاحيات مدير المحفظة أو بعضها . وفي هذه الحالات يفترض أن العميل منح مدير المحفظة كافة الصلاحيات اللازمة لإدارة المحفظة ، وعليه يكون لمدير المحفظة أن يمارس كافة المهام التي تقتضيها الإدارة الحسنة للمحفظة ، وهو ملزم في هذه الحالة بالتصرف وفقا لمعيار رب الأسرة الحريص وإدارة المحفظة على هذا الأساس [١] .

وفي جميع الأحوال متى ما تم تحديد صلاحيات مدير المحفظة وفقا لما ذكرناه سابقا ، فإن مدير المحفظة يتمتع باستقلالية تامة فيما يتعلق بكيفية ممارسة الصلاحيات المسندة إليه . وله في هذه الحالة اتخاذ القرارات اللازمة لتحريك المحفظة واختيار الأوقات المناسبة لذلك ، وهذا ما يفترض معه أن لدى مدير المحفظة خطة استثمارية قام بوضعها لإدارة المحفظة وفقا للصلاحيات الممنوحة له ، وبناء على الأسس التي يراها بناء على خبرته وكفاءته في هذا المجال . وليس للعميل التدخل في أسلوب الإدارة الذي ينفذ به مدير المحفظة خطته الاستثمارية لأصول المحفظة ، إذا كان هذا الأسلوب لا يتعارض مع ما هو محدد في عقد الإدارة

---

[١] د . هشام فضلي ، (إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير) ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، ٢٠٠٤م ، ص ١٠١ .

، أولا يتعارض مع نصوص نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه والأصول المتعارف عليها إذا لم يحدد العقد أسلوب الإدارة .

ويمكن تبرير ذلك بأنه من الضروري منح تلك المساحة من التصرف لمدير المحفظة لممارسة مهامه ، نظرا لما تقتضيه طبيعة أعمال إدارة الأوراق المالية من سرعة في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتنفيذها لتعظيم الأرباح أو لتحاشي الخسائر .

ثالثا : ممارسة الحقوق التي تمنحها الأوراق المالية المكونة للمحفظة :

بجانب تكوين المحفظة وإدارة الأوراق المالية المكونة لها هناك عنصر ثالث يجب على مدير المحفظة القيام به ، ويتمثل هذا العنصر في قيام مدير المحفظة بممارسة الحقوق التي تمنحها الأوراق المالية المكونة للمحفظة ، ويعتبر عنصر من عناصره

ويمكن تبرير قيام مدير المحفظة بذلك للسببين التاليين :

١ ـ إن عقد الوكالة المبرم بين مدير المحفظة والعميل الفرد هو عقد وكالة بالعمولة ، وبناء على هذا العقد فإن الوكيل بالعمولة يتصرف باسمه الشخصي ولكن لحساب عميله الذي يتم نقل آثار هذا التصرف لحسابه . ويقتضي ذلك من الناحية القانونية أن تكون الأوراق المالية المكونة لمحفظة العميل مملوكة لمدير المحفظة صوريا ، ومسجلة باسمه في نظام التداول وفي سجلات الشركات التي تكون أوراقها المالية محفظة العميل ، مما يجعل مدير المحفظة هو المالك الحقيقي لها أمام الغير بمختلف فئاتهم . وهذا يلزمه بممارسة الحقوق المتصلة بتلك الأوراق حسب ما تقرره الأنظمة ذات العلاقة وحسب تقديره الشخصي لذلك .

٢ ـ تقتضي الطبيعة القانونية لإدارة المحفظة أن يقوم مدير المحفظة بممارسة الحقوق التي تخولها الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة . وذلك لكون مثل هذا العمل تقتضيه طبيعة هذا النوع من أعمال الإدارة . فالعلاقة وبين العميل علاقة وكالة بالعمولة ، وهو ما يفرض على مدير المحفظة أن يقوم بممارسة الحقوق المتصلة بالأوراق المالية المكونة لمحفظة العميل ونقل ما ترتبه هذه الحقوق من آثار للعميل .

وبناء على ما سبق وبصفته المالك صوريا للأوراق المالية المكونة لمحفظة العميل ، يجب على مدير المحفظة أن يقوم بالحصول على عوائد الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة وتسليمها للعميل . وفيما يتعلق بحضور الجمعيات العمومية للشركات التي تتكون من أوراقها المالية محفظة العميل والتصويت فيها ، يجب على مدير المحفظة أن يلتزم بالتوجيهات التي يتلقاها من العميل في هذا الشأن . ويكون مسئولا في مواجهة العميل إذا لم يتقيد بهذه التعليمات ، أما إذا لم يوجه العميل مدير المحفظة بهذا الخصوص وترك له حرية تقدير ذلك ، فعلى مدير المحفظة أن يمارس

هذا الحق وفقا لتقديره الشخصي . كما أن لمدير المحفظة ممارسة حق التقاضي فيما ينشأ من منازعات متعلقة بالأوراق المالية المكونة لمحفظة العميل .

ونشير أخير إلى أنه في حالة تعرض مدير المحفظة لأضرار نتيجة لتنفيذ توجيهات العميل المتعلقة بممارسة الحقوق المتصلة بالأوراق المالية المكونة للمحفظة ، فيعتبر العميل مسئولا عن الأضرار التي لحقت بمدير المحفظة بصفته مالك الورقة المالية تجاه الغير .

المطلب الثاني

مبادئ إدارة المحفظة

وفقا لما رأينا سابقا يخضع مدير محفظة الأوراق المالية الفردية لحساب الغير عند قيامه بإدارة المحفظة بتكوينها وإدارة الأوراق المالية المكونة لها ، بناء على السلطة المخولة له بموجب أحكام العقد المبرم بينه وبين العميل في ظل نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه . كما يخضع مدير المحفظة للواجبات التي يقررها مبدأ الأمانة في إدارة محفظة العميل المنصوص عليها في لائحة الأشخاص المصرح لهم .

وقد نصت المادة الأربعون من لائحة الأشخاص المصرح لهم صراحة على التزام مدير المحفظة بمبدأ الأمانة الذي يجب الالتزام به تجاه العميل أثناء قيامه بإدارة المحفظة . حيث ألزمت الشخص المرخص له (بواجبات الأمانة المنصوص عليها في الملحق (٥ ـ ٤) تجاه عملائه الأفراد) . وبالرجوع لهذا الملحق نجد أنه حدد واجبات الأمانة في أربعة مبادئ يجب على مدير المحفظة الالتزام بها وهي كالتالي :

١ ـ الإخلاص .
٢ ـ تضارب المصالح .
٤ ـ عدم وجود أرباح سرية .
٥ ـ العناية والمهارة والحرص .

ونشير إلى أن الفقرة (ب) من المادة الخامسة من لائحة الأشخاص المصرح لهم نصت أيضا على وجوب التزام الشخص المصرح له بالعديد من المبادئ الأخلاقية والسلوكية التي يجب على مدير المحفظة الالتزام بها . ومن هذه المبادئ هناك مبادئ لها علاقة بمبدأ الأمانة لم يتم تضمينها في الملحق مثل النزاهة ، مراعاة مصالح العملاء ، معاملة العملاء بعدل وإنصاف ، التأكد من مدى ملاءمة أسلوب إدارة المحفظة للعميل . كما أن هناك مبادئ أخرى تم النص عليها في الملحق وفي

هذه الفقرة مثل المهارة والعناية والحرص ، عدم تضارب المصالح . ومبادئ أخرى لم ينص عليها في الفقرة (ب) وفي الملحق مثل الالتزام بسرية المعلومات التي تم الحصول عليها من العميل وكذلك الالتزام بفهم المخاطر . وهذا خلط يخشى معه استبعاد الالتزام ببعض المبادئ التي لم يتم النص عليها في الملحق وبالتالي عدم الحرص على الالتزام بها في العلاقة مع مدير المحفظة .

وللرد على ذلك نوضح بأن المبادئ التي نصت عليها الفقرة (ب) من المادة الخامسة تعتبر مبادئ عامة يجب التقيد بها من قبل جميع الأشخاص لمرخص لهم . ونرى أن المبادئ المشار إليها في الملحق ما هي إلا تفصيل لبعض المبادئ الواردة في الفقرة (ب) وتعتبر امتدادا لها وضعها المنظم انطلاقا من حرصه على تكريس مبدأ الأمانة . نضيف إلى ذلك أن تعداد مبادئ الأمانة التي تضمنها الملحق جاءت على سبيل المثال وليس الحصر ، وهذا واضح من نص الملحق نفسه حيث لم ينص على أي تحديد أو قصر على المبادئ الواردة فيه واستبعاد ما عداها . ونرى أن الخلط الناشئ في هذا الخصوص ناتج عن عيب في صياغة اللائحة كان من المفترض بالمنظم تداركه .

ويلاحظ على المادة الأربعين من اللائحة أنها لم تتضمن تعريفا محددا للمقصود بالالتزام بالأمانة ، ويمكن تبرير ذلك بصعوبة وضع مثل هذا التعريف لاتساع نطاقه واختلاف مفهومة من مجال لآخر . وقد عرف البعض المقصود بالالتزام بالأمانة أثناء إدارة المحفظة بأنه (أن يباشر المدير السلطات المخولة له بقصد تحقيق مصلحة العميل وليس تحقيق مصلحته الشخصية أو مصلحة الغير ، وأن يكف عن كل عمل من شأنه أن يسبب ضررا للعميل ، وأن يلتزم بالحيدة تجاه كل من تتشابه أوضاعهم من عملائه)[1] . ويلاحظ على هذا التعريف عموميته التي يقتضيها في نظرنا مثل هذا النوع من التعريفات ، كما يلاحظ اتساع نطاقه حيث يشمل العديد من الأعمال التي لا يمكن تعدادها وحصرها في فئة واحدة أو حتى في عدة فئات .

ولتحديد واجبات مدير المحفظة المتعلقة بالتزامه بالأمانة يجب الرجوع لنص الفقرة (ب) من المادة الخامسة بالإضافة إلى نص المادة الأربعين من اللائحة والملحق (٥ - ٤) . ومن نصوص هذه المواد نجد أن هناك واجبات عديدة يتميز بعضها بالعمومية والبعض الآخر له خصوصية مستمدة من الطبيعة الخاصة لعمل مدير المحفظة .

والواجبات العامة المتعلقة بمبدأ الأمانة هي الالتزام بالنزاهة في ممارسة الأعمال ، وهذا يفترض بمدير المحفظة الترفع عن كل ما يخل بالإضرار بالعميل . والالتزام بمراعاة مصالح العملاء ومعاملتهم بعدل وإنصاف وهذا ما عبر عنه البند رقم (١) من الملحق بالإخلاص . كذلك يلتزم مدير المحفظة بعدم تحقيق أرباح سرية من خلال استخدام ممتلكات أو معلومات أو فرص العميل لمنفعته الخاصة أو لمنفعة

---

[1] د . هشام فضلي ، المرجع السابق ، ص ٧١ .

شخص آخر دون الإفصاح للعميل بذلك . كما يجب على مدير المحفظة أن يلتزم ببذل العناية والمهارة التي من المفترض أن يبذلها أي شخص يملك معرفته وخبرته أثناء تنفيذ التزامه تجاه العميل .

وسنقتصر في بحثنا هذا على إيضاح الواجبات الخاصة المتعلقة بالأمانة المتمثلة في التزام العميل بالمحافظة على (سرية المعلومات) التي يحصل عليها من العميل وذلك في المبحث الأول ، كما سنوضح مبدأ (عدم تضارب المصالح) في المبحث الثاني .

المطلب الأول

سرية المعلومات

انطلاقا من أهمية المعلومات المتعلقة بالعميل التي يحصل عليها مدير المحفظة فقد ألزمت المادة التاسعة والعشرين من لائحة الأشخاص المصرح لهم هذه الفئة بالمحافظة على سرية المعلومات التي يحصلون عليها من العملاء . ويبرر النص على سرية المعلومات التي يتم الحصول عليها من العملاء بأن الإفصاح عنها يتعارض مع مبدأ الأمانة في التعامل ومع آداب المهنة ، حيث تعتبر هذه المعلومات بمثابة وديعة لدى مدير المحفظة . كما قد يسبب ذلك خسائر مادية ومعنوية للعميل من خلال التشهير به وكشف أسراره .

ويلاحظ على نص هذه المادة أنه يثير نوعا من اللبس فيما يتعلق بتحديد النطاق الذي تتعلق به هذه المعلومات ، وما إذا كانت مقصورة على المعلومات المتعلقة بالعميل سواء الشخصية أو تلك المتعلقة باستثماره ، أو بأي معلومات يمكن الحصول عليها من العميل حسب ما يوحي بذلك ظاهر النص سواء كانت شخصية أو غير شخصية.

وللإجابة على ذلك نشير إلى أن المقصود بها المعلومات المتعلقة بالعميل وليس المقصود بها أي معلومة تصدر من العميل . وما يؤكد وجهة النظر هذه الاستثناءات التي أوردتها المادة التاسعة والعشرين للحالات التي يجوز لمدير المحفظة أن يفصح فيها عن المعلومات التي حصل عليها من العميل . فهذه الاستثناءات تقتضي أن تكون هذه المعلومات متعلقة بالعميل سواء كانت متعلقة بشخصه أو باستثماراته لدى مدير المحفظة . يضاف إلى ذلك أن القول بشمول هذا المبدأ لأي معلومة تصدر عن العميل ، لا يعتبر منطقيا نظرا لكون العميل قد يصدر عنه معلومات عامة مختلفة لا علاقة له بها ولا يمكن قصرها أو حكرها عليه .

وعليه فإن صياغة المادة التاسعة والعشرين تعتبر ركيكة ويفترض بالمنظم تعديلها لتعبر عن حقيقة المقصود منها .

وبناء على ما سبق يلتزم مدير المحفظة بالمحافظة على المعلومات السرية الشخصية التي يحصل عليها عن العميل . سواء كان حصوله عليها من العميل نفسه ، أو حصل عليها من أي شخص آخر بحكم مزاولته لنشاطه . وسواء كان الحصول عليها بطريق مباشر أو بطريق غير مباشر . وهذه المعلومات قد تتعلق بشخص العميل من خلال المعلومات الشخصية التي يحصل عليها مدير المحفظة ، كما قد تتعلق بوضعه المالي وأهدافه الاستثمارية مثل حجم محفظة العميل وكمية أو نوعية الأوراق التي تحتويها وغير ذلك .

وتأكيدا لمبدأ سرية المعلومات الذي نصت عليه المادة التاسعة والعشرين وانطلاقا من أهمية الالتزام به ، فقد نصت المادة الثلاثون من لائحة الأشخاص المصرح لهم على الترتيبات الواقية من تسرب المعلومات . وقد أوضحت هذه المادة أن هذه الترتيبات تتمثل في قيام مدير المحفظة بكتابة السياسات والإجراءات والتي من خلالها يتم تحديد الأشخاص المصرح لهم بالحصول على هذا النوع من المعلومات وحضر الإفصاح عن هذه المعلومات لأي شخص آخر . كما ألزمت نفس المادة مدير المحفظة بوضع الترتيبات الواقية من تسريب هذا النوع من المعلومات .

وبالرغم من النص على مبدأ سرية المعلومات إلا أن المادة التاسعة والعشرين نصت على العديد من الاستثناءات على هذا المبدأ وذلك في الحالات التالية :

١ ـ نص البند رقم (١) من المادة التاسعة والعشرين على الحالة الأولى وهي (إذا كان الإفصاح عن المعلومات مطلوبا بموجب النظام أو لوائحه التنفيذية أو الأنظمة السارية المفعول في المملكة) . وعبارة النظام ولوائحة التنفيذية يقصد بها نظام السوق المالية واللوائح الصادرة بناء عليه .

وبناء عليه متى ما أوجب نظام السوق المالية وأي من اللوائح الصادرة بناء عليه على مدير المحفظة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالعميل ، فيجب على مدير المحفظة الإفصاح عنها ولا يجوز له التمسك بسريتها . ونفس القاعدة يجب الالتزام بها في حالة تطلب أي نظام آخر ساري المفعول في المملكة من مدير المحفظة الإفصاح عن هذه المعلومات .

٢ ـ الحالة الثانية نص عليها البند رقم (٢) من المادة التاسعة والعشرين وهي حالة موافقة العميل على الإفصاح عن المعلومات السرية المتعلقة به . ولم يحدد النص نوع الموافقة وما إذا كانت كتابية أو شفهية . وعليه فقد تتم الموافقة بإحدى هاتين الطريقتين ، وإن كنا نرى أنه كان من الأفضل أن تشترط اللائحة أن تكون الموافقة كتابية ، وذلك انطلاقا من أهمية الإفصاح عن المعلومات السرية المتعلقة بالعميل من جهة ، وتدعيم إثبات موافقة العميل وقيامه بنفسه بالإفصاح عن تلك المعلومات من جهة ثانية . ويلاحظ على هذا النص أنه قصر صدور الموافقة على العميل بشخصه ، مما يترتب عليه عدم قبوله من وكيله الشرعي أو الوصي أو الولي

عليه . وهذا قد يعطل الحصول على المعلومات المتعلقة بالعميل ، وعليه كان الأحرى بواضع اللائحة ألا تفوت عليه مثل هذا المسألة المهمة ، والتي بناء عليها نرى ضرورة إعادة صياغة هذا البند .

٣ ـ نص البند رقم (٣) من المادة التاسعة والعشرين على الحالة الثالثة وبموجبها يسمح لمدير المحفظة بالإفصاح عن المعلومات السرية المتعلقة بالعميل ، إذا كان الإفصاح عنها ضروريا وبشكل معقول لأداء خدمة معينة للعميل .

ولم يحدد هذا البند الحالات التي يكون فيها الإفصاح ضروريا عن معلومات العميل السرية ولم يضع قاعدة لذلك أو يذكر على سبيل المثال لا الحصر بعض الحالات التي يتم فيها ذلك . وتبرز أهمية هذا التحديد في عدم فتح هذا المجال أمام مدير المحفظة والتابعين له وتركه لسلطتهم التقديرية والذي قد يضر بمصالح العميل .

كما يلاحظ على هذا النص أنه عبارة الشكل الذي يتم الإفصاح قد تثير بعض اللبس حول ما إذا كان المقصود بها أن يتم الإفصاح كتابة أو شفاهة ، أو أن المقصود بها مقدار ونوعية المعلومات التي سيتم الإفصاح عنها . وبهذا الخصوص نرى أن المقصود بها هو مقدار هذه المعلومات ونوعيتها وليس الطريقة التي تتم بها . وما يحدد هذه الطريقة ـ في نظرنا ـ هي طبيعة الموقف الذي يتطلب الإفصاح عن هذه المعلومات . فقد يتم طلبها كتابيا وفي هذه الحالة يتم الإفصاح عنها كتابة ، كما قد يتم طلبها شفاهة ويتم الإفصاح عنها شفاهة في هذه الحالة .

٤ ـ أما الحالة الرابعة فقد نص عليها البند رقم (٤) وهي حالة كون هذه المعلومات لم تعد سرية . ولم يحدد هذا النص المعايير التي بناء عليها يمكن اعتبار المعلومات غير سرية . مما يجعل تقدير كون المعلومة المتعلقة بالعميل سرية أو غير سرية راجع لمدير المحفظة ولتابعيه ، وهذا يترك الباب مفتوحا على مصراعيه أمامهم لتقدير مدى سرية المعلومات ، وهذا فيه خطورة كبيرة على مصالح العميل .

ويتضح مما سبق أن النص على هذه الحالة بدون تحديد تلك المعايير يعد لغوا لا فائدة منه ، إضافة إلى أنه قد يضر بمصالح العميل وعليه يفترض بالمنظم تعديله .

المطلب الثاني

تضارب المصالح

ألزمت الفقرة (أ) من المادة الحادية والأربعون من لائحة الأشخاص المصرح لهم الشخص المصرح له بالتأكد من رعايته لمصالح العميل وعدم تأثير أي تضارب

بين مصالحه ومصالح عميله على الصفقات أو الخدمات التي يقدمها الشخص المرخص له لعميله .

ولم تحدد هذه المادة المقصود بتضارب المصالح ومن نصوصها يمكن تعريفه بأنه قيام مدير المحفظة وأي من التابعين له بالقيام بأي تصرف غير حيادي تغلب فيه مصلحة مدير المحفظة على مصلحة العميل ، أو تغلب فيه مصلحة عميل على مصلحة عميل آخر . ولا يمكن من الناحية العملية حصر جميع حالات تضارب المصالح نظرا لتعددها وتغيرها من وقت لآخر .

وعدم أخذ تضارب المصالح بالاعتبار من قبل مدير المحفظة أو التابعين له يضر بمصلحة العميل ، ويتنافى مع مبدأ الأمانة الملزم به مدير المحفظة عند قيامه بإدارة محفظة العميل نظرا لعدم قيام بالالتزام برعاية مصالح العميل . لذلك حرصت المادة الحادية والأربعون على وضع القواعد التي من شأنها معالجة حالات التضارب أو المحتمل بين مصلحة مدير المحفظة ومصلحة العميل . ومن هذا المنطلق ألزمت الفقرة (ب) من تلك المادة مدير المحفظة في جميع الأحوال بالإفصاح للعميل كتابيا عن التضارب القائم أو حتى المحتمل قيامه بين مصالحه ومصالح العميل . ولم تستثن من ذلك إلا حالة واحدة نصت عليها الفقرة (ج) من نفس المادة ، وهي حالة كون الإفصاح عن التضارب يعتبر إفصاحا عن معلومات داخلية . ولم توضح تلك الفقرة بمن تتعلق هذه المعلومات وما إذا كانت تتعلق بمدير المحفظة أو بإحدى الشركات المصدرة للأوراق المالية التي تتكون منها محفظة العميل . ونرى أن المعلومات الداخلية المقصودة في هذه الحالة هي تلك المتعلقة بمدير المحفظة ، وليس بالشركات المصدرة للأوراق المالية التي تتكون منها محفظة العميل ، والتي حظر نظام السوق المالية ولائحة سلوكيات السوق الإفصاح عنها من قبل من يحوزها ، وإلا تم اعتباره مرتكبا لجريمة الإفصاح عن المعلومات الداخلية .

وللتخفيف من آثار حق مدير المحفظة في عدم الإفصاح عن التضارب متى ما كان يعد إفصاحا عن المعلومات الداخلية لمدير المحفظة ، فقد ألزمت الفقرة (ج) مدير المحفظة أن يتخذ الخطوات المعقولة لضمان المعاملة العادلة للعميل . وهذا الالتزام يجد أساسة بضرورة في التزام مدير المحفظة بالتأكد من رعاية مصالح العميل وهو مما تقتضيه واجبات الأمانة في التعامل مع العميل .

وفي جميع الأحوال يجب على مدير المحفظة أن يحرص على عدم وجود تضارب في المصالح بينه وبين عملائه . وفي حالة وجود تضارب بين مصلحة مدير المحفظة وعمليه بالنسبة لأي تعامل أجراه مدير المحفظة ، فقد ألزمت الفقرة (د) من المادة الحادية والأربعون مدير المحفظة أن يدفع للعميل أي خسارة يتكبدها نتيجة لهذا التضارب ، إلا إذا كان مدير المحفظة قد أفصح للعميل عن هذا التضارب وفقا للفقرة (ب) من نفس المادة ووافق العميل كتابيا على هذا التعامل الذي قام به مدير المحفظة . واشتراط موافقة العميل الكتابية يؤكد حرص المنظم على قيام مدير المحفظة بجميع

الالتزامات المفروضة عليه بموجب نظام السوق المالية واللوائح والقواعد الصادرة بناء عليه ، وخصوصا التزامه بالحياد ورعاية مصالح العميل .

الخاتمة

تناول هذا البحث النطاق القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية لحساب الغير ، وهذا النوع من إدارة الأوراق المالية على قدر كبير من الأهمية لمساسه المباشر بأموال صغار وكبار المستثمرين في السوق المالية ، ولحداثة التصريح بمزاولته من قبل الشركات المرخص لها .

وقد حاولنا من خلال هذا البحث تحديد النطاق القانوني لهذا النوع من إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير وإيضاح أهم الأحكام المتعلقة بها. وقد جاءت جميع الملاحظات والنتائج في ثنايا هذا البحث تعبر عما نراه من رأي شخصي يتعلق بهذه الأحكام .

ونجمل ما نراه وما خلصنا إليه في هذه البحث في ضرورة قيام المنظم بإفراد أحكام خاصة لكل نوع من أنواع إدارة المحافظ الاستثمارية ، نظرا لاختلاف هذه الأنواع عن بعضها البعض من مختلف الجوانب . مما يبرر أهمية هذا الإيضاح كونه لمنع أي ليس أو خلط بين هذه الأنواع بين المتعاملين في السوق بمختلف فئاتهم ، في ظل الصياغة الركيكة للائحة الأشخاص المرخص لهم وغيرها من اللوائح الصادرة بناء على نظام السوق المالية المشار إليها في هذا البحث .

المراجع :

أولا : الكتب في العلوم القانونية

١ - هشام فضلي ، (إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير) ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، ٢٠٠٤م .

٢ - عبدالرزاق السنهوري ، (الوجيز في شرح القانون المدني - نظرية الالتزام بوجه عام) ، الجزء الأول ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٦٦م .

٣ - علي البارودي ، (العقود وعمليات البنوك التجارية) ، منشأة المعارف ، الإسكندرية .

٤ - محمد الجبر ، (القانون التجاري السعودي) ، الطبعة الرابعة ، ١٤١٧هـ - ١٩٩٦م .

٥ - محمد الجبر ، (العقود التجارية وعمليات البنوك في المملكة العربية السعودية) ، جامعة الملك سعود ، الرياض ، الطبعة الأولى ، ١٩٨٤م .

٦ - محمد العريني ، (القانون التجاري) ، الجزء الأول ، دار المطبوعات الجامعية ، الإسكندرية . ١٩٩٥م

٧ - مصطفى طه ، (الوجيز في القانون التجاري) ، الجزء الثاني ، المكتب المصري الحديث ، الإسكندرية ، ١٩٧١م .

٨ - نصر طاحون ، (شركة إدارة محافظ الأوراق المالية) ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٣م .

ثانيا : المقالات العلمية

١ - محمد البجاد (النطاق القانوني لمبدأ منع الأجانب من ممارسة التجارة في المملكة العربية السعودية) ، مجلة الإدارة العامة ، معهد الإدارة العامة ، الرياض ، المجلد التاسع والثلاثون ، العدد الثاني ، ربيع الأخر ١٤٢٠هـ - يوليو ١٩٩٩م ، ص ٢٤٣ .

٢ - محمد البجاد ، (جريمة الاحتيال في السوق المالية وفقا للنظام السعودي) ، مجلة الإدارة العامة ، العدد الثالث ، المجلد السادس والأربعون ، رجب ١٤٢٧هـ - أغسطس ٢٠٠٦م ، ص ٤٠٥ .

ثالثا : الأنظمة واللوائح

١ - نظام السوق المالية السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ .

٢ ـ لائحة سلوكيات السوق الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ١ـ ١١ـ ٢٠٠٤ وتاريخ ١٤٢٥/٨/٢٠هـ ..

٣ ـ لائحة أعمال الأوراق المالية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ٢ـ ٨٣ ـ ٢٠٠٥ وتاريخ ١٤٢٦/٥/٢١هـ .

٤ ـ قائمة المصطلحات المستخدمة في نظام الهيئة الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية رقم ٤ ـ ١١ ـ ٢٠٠٤ وتاريخ ١٤٢٥/٨/٢٠هـ والمعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٣ ـ ٢١٩ ـ ٢٠٠٦ وتاريخ ١٤٢٧/١٢/٣هـ .

رابعا : مراجع باللغة الفرنسية

1 - Alex Weill, Francoi Terrem, (Dtoit Civil), 3em Ed. , Dalloz , Paris .

2 - Henri Roland, Laurent Boyer, (Droit Civil) , 2em Ed, Litec, Paris.

3 -Michel Juglart, Benjamin Ippolito,(Cours de droit commercial),Moncnrestien, paris.

4 - Roger Houin ; Michel Pedomon,(Droit Commercial), Dalloz,Paris .