

جامعة الفلوجة

كلية القانون



مجلة الباحث للعلوم القانونية

مجلة علمية محكمة

المجلد: الثالث - العدد: الاول- حزيران/يونيو - السنة: ٢٠٢٢

ISSN: 2706-5960

E-ISSN: 2706-5979

رقم الايداع (2409)



جامعة الفلوجة

كلية القانون

مجلة الباحث للعلوم القانونية

المجلد الثالث/العدد الأول/حزيران-يونيو- السنة ٢٠٢٢

ISSN(PRINT) : 2706-5960

ISSN(ONLINE) : 2706-5979

رقم الإيداع في دار الكتب والوثائق الوطنية (٢٤٠٩) لسنة ٢٠٢٠

مجلة الباحث للعلوم القانونية

مجلة علمية محكمة، تنشر أبحاثاً متخصصة في علم القانون وفروعه،
وتصدر بشكل نصف سنوي عن كلية القانون - جامعة الفلوجة، في شهر
حزيران وشهر كانون الأول من كل عام.

ISSN(PRINT) : 2706-5960

ISSN(ONLINE) : 2706-5979

رقم الإيداع في دار الكتب والوثائق الوطنية (٢٤٠٩) لسنة ٢٠٢٠

العنوان:

جمهورية العراق، الأنبار، جامعة الفلوجة، كلية القانون، مجلة الباحث للعلوم
القانونية

البريد الإلكتروني:

jrls@uofallujah.edu.iq

بريد المراسلة:

law.journal@uofallujah.edu.iq

بريد الدعم الفني:

الموقع الإلكتروني للمجلة:

[/https://uofjls.net](https://uofjls.net)

الاشتراك بالمجلة:

يحدد الاشتراك السنوي في المجلة لداخل العراق وخارجه على أساس.
(٥٠,٠٠٠) خمسون ألف دينار عراقي للمؤسسات والأشخاص داخل العراق،
و(١٠٠\$) مئة دولار للمؤسسات والأشخاص خارج العراق.

هيئة تحرير المجلة

رئيس التحرير:

أ. د. رائد ناجي احمد

أعضاء هيئة التحرير:

اسم التدريسي	جهة الانتساب
أ.د. سعد حسين عبد الحلبوسي	كلية القانون جامعة الفلوجة- العراق
Pr.Jean-François Riffard	France / Ecole de droit UCA/droit privé
أ.د. محمد حسن علي القاسمي	كلية القانون / جامعة الإمارات/ الإمارات
أ. د. عادل ناصر حسين	كلية القانون / جامعة الفلوجة- العراق
أ.د. ميساء سعيد موسى	كلية القانون / جامعة ال البيت- الأردن
أ. د. سليمان براك دايع	كلية ألقانون جامعة الفلوجة- العراق
أ.د. خلفي عبد الرحمن	كلية القانون / جامعة عبد الرحمن ميرة بجاية/ الجزائر
أ. د. صدام فيصل كوكز	كلية القانون جامعة الفلوجة- العراق
أ. د. خالد رشيد علي	كلية القانون / جامعة الفلوجة- العراق
أ.د. مصطفى المتولي قنديل	كلية القانون/جامعة العين للعلوم والتكنولوجيا/ الإمارات
أ.د. احمد خلف الدخيل	كلية الحقوق/ جامعة تكريت - العراق
أ.د. وسن قاسم غني	كلية القانون جامعة بابل- العراق
أ.د. بشير جمعة عبد الجبار	كلية القانون والعلوم السياسية الجامعة العراقية - العراق
أ. د. محمد جواد زيدان	كلية القانون/ جامعة الفلوجة-العراق
أ.م. د. محمد خليل يوسف ابو بكر	كلية الحقوق/ جامعة الزيتونة /الأردن-
أ. م. د. نافع بحر سلطان	كلية القانون/ جامعة الفلوجة- العراق
أ.م.د. أسماعيل فاضل حلواص	كلية القانون/ جامعة الفلوجة- العراق
أ.م.د. عمر عبد الكريم جاسم	حوسبة سحابية / جامعة الفلوجة- العراق

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
٥٢-١٣	الحماية الجزائية لسمعة الانسان من الاخبار الكاذب وشهادة الزور أ.م. خالد احمد علي احمد أ.د. آدم سميان ذياب الغريزي
٩٢-٥٣	المواءمة بين الالتزامات الدولية والتشريعات الداخلية للتصدي لجرمة الاتجار بالبشر أ.م.د. خالد عواد حمادي العلواني
١٢٧-٩٣	الحد من انبعاث الزئبق ومركباته في الغلاف الجوي وفقاً لاتفاقية ميناماتا بشأن الزئبق لسنة ٢٠١٣ أ.م.د. صلاح خيرى جابر
١٦٣-١٢٩	طبيعة قانون المحكمة الاتحادية العليا وقواعده الموضوعية أ.م.د. محمد عزت فاضل
٢٠٩-١٦٥	القيمة القانونية للدليل الجنائي المستند الى إجراء معيب في التشريع العراقي أ.م.د. نعم حمد علي الشاوي
٢٤٨-٢١١	مشكلة اختلاف الاصطلاحات القانونية في التشريعات التجارية العربية أ.م.د. سحر رشيد النعيمي
٣٠٠-٢٤٩	دور شركات وصناديق الاستثمار المالي في تكوين محفظة الاوراق المالية "دراسة مقارنة" د. اياد جواد محمد د. نورس عباس العبودي
٣٥١-٣٠١	حق المستهلك بالحصول على المعلومات في عقود المعلومات م. إخلاص مخلص إبراهيم
٣٨٥-٣٥٣	الالتزام بضمان سلامة الشخص الحاصل على تطعيم (كوفيد-١٩) م.م. اسماء عبد محمد

دور شركات وصناديق الاستثمار المالي في تكوين محفظة الاوراق المالية "دراسة مقارنة"

م. د. نوره عباس العبودي

الجامعة العراقية - العراق

م. د. اياد جواد محمد

الجامعة التكنولوجية - العراق

Doi:<https://doi.org/10.37940/JRLS.2022.3.1.7>

الملخص

ان تكوين محافظ الاوراق المالية ممكن ان يتم من قبل جهات متعددة في القوانين المقارنة. غير ان تكوين هذه المحافظ من قبل شركات الاستثمار المالي وصناديق الاستثمار له خصوصية تتميز في كونها كيانيين حديثي النشأة مقارنة بالكيانات الاخرى ومن جانب اخر تشكل مهمة تكوين محفظة اوراق مالية الجانب الابرز من نشاطهما ان لم يكن هو النشاط الوحيد ، ولكن مع ذلك تختلف خطى سير كل من هذين الكيانيين في سعيهما لتكوين محفظة اوراق مالية وادارتها عن بعضهما البعض، فضلا عن ان المعالجات الصادرة عن المشرع العراقي في سعيه لتنظيم عمل هذين الكيانيين تختلف نوعا ما عن المعالجات الصادرة عن التشريعات المقارنة لاسيما في دور صناديق الاستثمار الذي جعل منه محفظة استثمارية مكونة من قبل كيانات اخرى بخلاف القوانين المقارنة التي جعلت منه كيانا مستقلا ومهما من كيانات تكوين محفظة الاوراق المالية، وهو ما جعل من البحث في تكوين محفظة الاوراق المالية من قبل شركات الاستثمار المالي وصناديق الاستثمار يحظى بأهمية بالغة .

الكلمات المفتاحية: محفظة الاوراق المالية، شركات الاستثمار المالي، صناديق الاستثمار.

The role of financial investment companies and investment funds in establishing stock portfolios- a comparative study

Dr. Ayad Jawad Mohammed Al khafaji
Technology University-IRAQ

Dr. Nawras Abbas Al Abboudi

Al iraqia University \ college Of Law and Political Sciences-IRAQ

Abstract

The formation of stock portfolios can be done by multiple parties in comparative laws. However, the formation of these portfolios by financial investment companies and investment funds has a particularity that is distinguished by the fact that they are two newly established entities compared to other entities on the one hand, and on the other hand, the task of establishing a stock portfolio form the most prominent aspect of their activity if it is not the only activity. However, there is difference about steps of each of these two entities in their quest to form stock portfolios and the method of management. in addition, to the fact that the dealings of the Iraqi legislator in its quest to regulate the work of these two entities differ somewhat from the dealings issued by the comparative legislation. So, this shows importance of examining the formation of the stock portfolios by financial investment companies and investment funds.

Keywords: stock portfolios, financial investment companies, investment funds.

المقدمة

اولا - فكرة البحث

ان محفظة الأوراق المالية هي مجموعة من الاستثمارات في الأوراق المالية تتم عن طريق تشكيلة من الأوراق منتقاة بوساطة سياسة استثمارية محددة. وهذه السياسة تفترض ان يقوم بها اشخاص ذو مؤهلات خاصة؛ لأن تكوين هذه المحفظة يعتمد على كيفية انتقاء الأوراق المكونة لها، وهذا الانتقاء يسبقه بالضرورة عملية تحليل لمكونات المحفظة، سواء أتعلق هذا التحليل بالأوراق ذاتها ام بالشركات المصدرة لها او حتى بالأسواق التي يتم تداولها فيها. لذا يشترط ان يكون القائم بهذه العملية ممن يتحلّى بمؤهلات معينة. وكانت فكرة تكوين محفظة الأوراق المالية تتم في بادئ الأمر عن طريق استثمارات صغيرة قائمة على الروابط الشخصية وذلك بأن يعهد إلى شخص مشهود له بالأمانة والكفاءة يتلقى المدخرات من معارفه ويقوم باستثمارها ، بيد أن هذا النظام تطور ليفرز كيانات استثمارية مختلفة قد يكون لها شخصية معنوية تقوم بتأسيس محافظ أوراق مالية ضخمة ومتنوعة (١). بيد أن ابرز هذه الكيانات على صعيد التشريعات المقارنة هي شركات الاستثمار المالي وصناديق الاستثمار وان كان المشرع العراقي وبصدد صناديق الاستثمار قد اختط لنفسه موقفا يكاد يكون مغايرا في النظر اليها ككيان مستقل من كيانات تكوين المحفظة وكما سيأتي بيان ذلك في ثنايا البحث.

ثانيا - اهمية البحث

تكمن اهمية البحث في تعرضه لأبرز الكيانات المالية المكونة لمحافظ الاوراق المالية على صعيد التشريعات المقارنة والتشريع العراقي المتمثلة بشركات

(١) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار

النهضة العربية، ٢٠٠٨م. ص ١٢٤.

الاستثمار المالي وصناديق الاستثمار ومحاولته الوقوف وبدقة على الدور الأساس الذي يناط بكل من هذين الكيانين في تجميع رؤوس الاموال عن طريق حث صغار المدخرين على الاستثمار في سوق الاوراق المالية على اعتبار ان الاستثمار في هذه الاسواق من العوامل البارزة في نشاط الحركة الاقتصادية في البلد ككل ، ويسعى البحث في سبيل ذلك الى ابراز نقاط القوة والضعف في التشريعات العراقية التي تناولت كل من هذين الكيانين ولا سيما دورهما في تكوين محافظ الاوراق المالية وفضلا عن ذلك يتعرض البحث لأبرز نقاط الالتقاء والافتراق بين المحافظ المالية المكونة بواسطة كل من شركات الاستثمار المالي وصناديق الاستثمار اذ يتجلى في ذلك حقيقة النشاط الذي تمارسه هذه الكيانات في انشاء المحفظة وبيان الفئة المستثمرة فيها .

ثالثاً- منهج البحث

بغية التعرض لحقيقة الدور الذي تمارسه اي مؤسسة مالية في تكوين محافظ الاوراق المالية واستجلاء اهم نقاط الالتقاء والافتراق بينها وبين سواها من الكيانات المالية التي تسهم في توجيه حركة رؤوس الاموال نحو الاستثمار في قطاع الاوراق المالية لا غنى للبحث عن التمسك بالمنهج التحليلي المقارن ومن هنا سيعمد البحث الى المقارنة بين كل من التشريع العراقي والتشريع الاماراتي والمصري والقطري بوصفها تشريعات متطورة معمول بها في دول تنشط فيها حركة الاستثمار في سوق الاوراق المالية، مع الاستعانة ببعض التشريعات الاخرى كلما دعت الحاجة الى ذلك، وبغية التعرض الى مفهوم كل من الكيانات المالية الرائدة في تكوين محافظ الاوراق المالية فلا غنى للبحث عن الاستعانة بالمنهج الوصفي كمنهج مكمل للمنهج التحليلي.

رابعاً - مشكلة البحث

يسعى البحث الى الاجابة عن التساؤلات الاتية: -

- هل ثمة خصوصية واختلاف بين محفظة الاوراق المالية التي تكونها شركة الاستثمار المالي وتلك التي تكونها صناديق الاستثمار سواء على صعيد القانون العراقي ام القوانين المقارنة؟
- ما دور كل من شركات الاستثمار المالي وصناديق الاستثمار في تكوين محافظ الاوراق المالية وهل ان التشريعات العراقية التي تناولت كل من هذين الكيانين بالتنظيم قد احسنت في ابراز هذا الدور؟

خامساً - خطة البحث

للإحاطة بفكرة البحث سنعمل على تقسيمه على مبحثين، وعلى النحو الاتي:

المبحث الأول: دور شركة الاستثمار المالي في تكوين محفظة الاوراق المالية.

المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في تكوين محفظة الاوراق المالية

المبحث الأول

دور شركة الاستثمار المالي في تكوين محفظة الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم

من اجل الوقوف على دور شركات الاستثمار المالي في تكوين محفظة الأوراق المالية سنعمل على البحث فيها من حيث تعريفها وطبيعتها القانونية وانواعها وموقف القانون العراقي منها لننتهي بعد ذلك الى تمييزها عما قد يشبه بها من الشركات وذلك في المطالب الآتية.

المطلب الأول

تعريف شركة الاستثمار المالي وطبيعتها القانونية

الفرع الاول: تعريف شركة الاستثمار المالي

تعد شركات الاستثمار المالي من الشركات التي ظهرت في القرن العشرين(١). وجاء قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل بالأمر (٦٤) لسنة ٢٠٠٤ بمفهوم تشريعي لشركة الاستثمار المالي عندما نص ان " شركة الاستثمار المالي هي شركة منظمة في العراق نشاطها الرئيسي فيه هو توجيه المدخرات نحو الاستثمار بالأسهم والسندات وحوالات الخزينة والودائع الثابتة"^(٢). والمتأمل لهذا النص يجد ان المشرع قد عني ببيان نشاط الشركة اكثر من عنايته

(١) أن اول تشريع لشركات الاستثمار المالي على صعيد العالم هو قانون شركات الاستثمار المالي الامريكي لعام ١٩٤٠. اما على صعيد الوطن العربي فان قانون توظيف الاموال المصري رقم (١٤٦) لسنة ١٩٨٨ يعد اول قانون عربي نظمها. ينظر بشأن ذلك : د. خالص نافع امين، خصوصية شركات الاستثمار المالي في التشريع العراقي، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، المجلد السابع والعشرون، العدد الاول، ٢٠١٢، ص ١٣٢-١٣٣.

(٢) المادة ٩ / ثانيا من القانون.

بوضع تعريف لها، إلا ان هذا الاخير يمكن ان يستنتج من جمع الاحكام القانونية الخاصة بها، وحددها بانها شركة مؤسسة بالعراق وتعمل على توجيه المدخرات في الأوراق المالية.

ويعرفها بعض الفقه على انها "مؤسسة مالية تأخذ شكل شركة مساهمة تقوم بدور الوسيط بين المدخرين والمشاريع الصناعية والتجارية وتعمل على تكوين محفظة الأوراق المالية وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر"^(١). ويؤخذ على هذا التعريف انه جمع في طياته بين طبيعة الشركة القانونية ونشاطها، إلا انه حصر هذا الاخير بتكوين وإدارة المحافظ، والحق ان هذا النشاط قد يكون النشاط الرئيس لشركة الاستثمار المالي الا انه ليس الوحيد، فقد حدد نظام شركات الاستثمار المالي رقم (٦) لسنة ٢٠١١م (٢) في المادة السادسة منه مجموعة من الاعمال (٣) وليس تكوين محفظة الأوراق المالية فحسب.

(١) د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٢٨.

(٢) منشور بالوقائع العراقية بالعدد: ٤٢١٩ | بتاريخ: ٢٩/١١/٢٠١١. وبموجبه الغي النظام رقم (٥) لسنة ١٩٩٨م.

(٣) تنص المادة ٦ من نظام شركات الاستثمار المالي رقم ٦ لسنة ٢٠١١ "تمارس الشركة بموافقة البنك المركزي العراقي الاعمال الاتية :-
اولاً. شراء وبيع حوالات الخزينة وسندات الحكومة من خلال الجهاز المصرفي لصالحها او لصالح زبائنها.

ثانياً. شراء وبيع الاسهم والسندات والأوراق المالية الاخرى المسموح بتداولها في سوق الأوراق المالية.

ثالثاً. استثمار جزء من اموالها في شركات اخرى وفق احكام قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ ونسبة لا تزيد على (١٠%) عشرة من المئة من رأسمالها وفقاً لاحكام امر سلطة الائتلاف المؤقتة (المنحلة) رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤ (قانون المصارف).

رابعاً. ادارة المحافظ الاستثمارية لحسابها او لحساب الغير وحسب طلبات اصحابها والاتفاقيات

ويعرفها البعض الآخر على انها " من المؤسسات المالية الوسيطة تمارس أنشطة مالية استثمارية تكفل المشرع بتحديد نطاق نشاطها ومقدار رأسمالها وكيفية الرقابة عليها بما يضمن تحقيق الغاية من انشائها، والمتمثلة بالمساهمة الفاعلة في التنمية الاقتصادية وتحقيق اقصى درجات الامان لأصحاب رؤوس الاموال القابلة للاستثمار"^(١). ويحسب للتعريف اعلاه انه لم يقصر نشاطها على تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها لكنه اغفل ذكر شكل الشركة^(٢). ومن جمع المعاني الواردة في التعريفين اعلاه يمكن استخلاص خصائص شركة الاستثمار المالي والتي نوجزها في النقاط الرئيسية الآتية:

١. تتخذ شركة الاستثمار المالي غالبا شكل الشركة المساهمة وهذا ما سنفصل فيه عند بحثنا لطبيعة الشركة القانونية^(٣).

المعقودة معهم وفقاً للقانون. خامسا . اصدار سندات قرض وشهادات ايداع وبما لا يزيد على الحدود المنصوص عليها في قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ . سادسا . استثمار جزء من اموالها في الودائع الثابتة لدى المصارف .

سابعا. الترويج للسندات التي تصدرها الشركات الاخرى التي تساهم شركات الاستثمار المالي في رؤوس اموالها .

ثامنا. اعداد دراسات جدوى اقتصادية وفنية ومالية للمشاريع المختلفة للمستثمرين العراقيين والاجانب.

تاسعا. شراء عقارات لاتخاذها مقرات لشركة الاستثمار المالي وفروعها وأن يظهر ذلك في البيانات المالية وحساباتها الختامية وفقاً للقانون ."

(١) د. خالص نافع امين، مصدر سابق، ص ١٣١.

(٢) لا بأس من الإشارة ان هذا الجانب من الفقه يشكل على اشتراط اتخاذ شركة الاستثمار المالي لشكل الشركة المساهمة كونها تتخذ شكل شركة مساهمة حصرا وهذا ما سنقف على تفصيله في موضع لاحق.

(٣) للمزيد ينظر: سهام سوادى طعمة الطائي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي-دراسة مقارنة- رسالة ماجستير مقدمة الى كلية القانون/جامعة بغداد، ٢٠٠١م، ص ٢٩، ٣٠.

٢. ارتفاع مقدار الحد الأدنى لرأسمال الشركة عن رأسمال باقي الشركات المساهمة^(١). إذ حدد نظام شركات الاستثمار المالي النافذ رأسمالها الاسمي بما لا يقل عن مليار دينار واشترط فضلا عن ذلك ان يكون مدفوعا بالكامل^(٢).

٣. تمارس الشركة عدة أنشطة استثمارية من اهمها تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية لحسابها او لحساب الغير على وفق المادة (٦) من نظام شركات الاستثمار المالي رقم (٦) لسنة ٢٠١١، والأصل فيه اجتماع الملكية والادارة في شركة الاستثمار المالي على خلاف الحال في القانون المصري والذي حصر الملكية او تكوين المحفظة في شركات الاستثمار المالي واوكل الادارة الى شركات متخصصة تدعى شركات ادارة محافظ الأوراق المالية^(٣).

٤. ان ملكية المساهمين فيها للاسهم لا تخولهم حق ملكية مباشرة على المحفظة التي كونتها الشركة، بسبب استقلال الذمة المالية للشركة عن المساهمين^(٤).

٥. تخضع الشركة في ممارسة نشاطها لرقابة المستثمرين والجهات الرقابية المختصة في سوق المال والبنك المركزي^(١).

- (١) حدد قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة (١٩٩٧) المعدل بالأمر (٦٤) لسنة ٢٠٠٤ رأسمالها بما لا يقل عن مليوني دينار. ينظر المادة (٢٨) من
- (٢) تنص المادة (٣) منه على انه "يشترط في الشركة المساهمة التي تمارس الاستثمار المالي ان لا يقل رأسمالها الاسمي عن (١٠٠٠ ٠٠٠ ٠٠٠) مليار دينار وان يدفع بالكامل". يذكر ان النظام رقم (٥) لسنة ١٩٨٨ الملغي كان قد حدد الحد الأدنى لرأسمال الشركة بـ ١٥ مليون دينار وذلك بالمادة ٢/أ منه وكان البنك المركزي قد رفع هذا الحد الى ٢٥ مليون دينار. ينظر للمزيد بشأن ذلك: د. خالص نافع امين، مصدر سابق، ص ١٤٠.
- (٣) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٢٩.
- (٤) ينظر: المصدر ذاته، ص ١٢٩.

٦. ان شركات الاموال عموما وشركات الاستثمار المالي على وجه الخصوص يغلب عليها الطابع النظامي على الطابع العقدي الطاعي على الانواع الاخرى من الشركات، فعقد الشركة اقرب للنظام منه الى العقد و بصمات المشرع واضحة على الشركة ابتداء من تأسيسها مرورا بتحديد مقدار الحد الأدنى لرأسمالها او حتى الحد الاعلى لرأسمالها^(٢) وتحديد الاعمال التي تمارسها وحتى انقضائها.

الفرع الثاني

الطبيعة القانونية لشركة الاستثمار المالي

عمدت معظم التشريعات إلى اشتراط وجوب اتخاذ شركة الاستثمار المالي شكل الشركة المساهمة، ولعل الحكمة من وراء ذلك تعود لأهمية الأنشطة التي تتولاها الشركة. فحرصت القوانين على ان تكون الشركات التي تمارس أنشطة مهمة من الشركات الكبيرة ذات الامكانيات العالية وافضل هذه الشركات هي المساهمة بالمقارنة مع باقي اشكال الشركات؛ وذلك ضمانا لحقوق المتعاملين معها ومن هذه القوانين قانون الاستثمار الفرنسي لسنة ١٩٤٥ المعدل عام ١٩٥٧ وقانون توظيف

(١) يذكر ان رقابة البنك المركزي معلقة حاليا بموجب التعديل الذي علق العمل بالمادة ١٨ من قانون الشركات المعدل بالأمر (٦٤) لسنة ٢٠٠٤.

(٢) حدد القانون المصري الحد الاعلى بما لا يزيد عن ٥٠ مليون جنيتها؛ منعا لنشوء تكتلات اقتصادية قد تمارس سياسات احتكارية. ينظر بهذا الشأن: سهام سوادي الطائي، مصدر سابق، ص ٣٣. وللمزيد حول خصائصها ينظر:

FASB Amends Investment Company Criteria, Measurement, and Disclosure Requirements, Defining Issues, an article available on:

<http://www.kpmg.com/BM/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Investments/DefiningIssuesInvestmentCompanyCriteria.pdf>

المال المصري رقم (١٤٦) لسنة ١٩٨٨ وكذلك قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل بموجب الامر رقم (٦٤) لسنة ٢٠٠٤ في المادة ١٠ / ثانيا منه والتي نصت على انه " يجب على الشركات التي تمارس أي من النشاطات التالية أن تكون شركة مساهمة : ٢٠٠-الاستثمار المالي". وإن كان بعض الفقه^(١) في العراق يذهب الى ان هذا الامر ليس لازما بعد تعديل القانون المذكور بتعليق الفقرة الاولى منها بإخراج المصارف من حكم اشتراط اتخاذ شكل الشركة المساهمة، خصوصا وان الاستثمار المالي جزء من اعمال مصارف الاستثمار او ربما يكون النشاط الرئيس لبعضها^(٢). فيستنتجون انه " لم يعد اتخاذ المصرف شكل شركة مساهمة ملزما بعد تعديل المادة ١٠ /ثانيا من قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧".

والحق ان هذا الرأي المحترم ينسجم مع منطق قانون الشركات النافذ لكنه ربما لا يستقيم مع احكام قانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤م. فهذا القانون وان لم يشترط اتخاذ المصرف شكل الشركة المساهمة بصورة صريحة، إلا ان الاحكام التي جاء بها تقود الى نتيجة مغايرة لما يذهب اليه الرأي اعلاه. ومن اهم الاحكام التي يمكن ذكرها بهذا السياق احكام ادارة المصرف اذ اناطها القانون لمجلس الادارة وهذا المجلس كما هو معروف لا يوجد الا في شركات الاموال وتحديدا في الشركة المساهمة^(٣) وهو ما يؤكد القانون ذاته^(١).

(١) د. خالص نافع امين، مصدر سابق، ص ١٣٠.

(٢) يضربون لذلك امثلة منها مصرف الاستثمار العراقي ومصرف الاقتصاد والاستثمار وغيرها، راجع بشأن ذلك: د. خالص نافع امين. مصدر سابق، ص ٦.

(٣) ينظر بهذا الشأن: د. لطيف جبر كوماني، الشركات التجارية دراسة قانونية مقارنة، مكتبة السنهوري، ٢٠١١م، ص ٢٣١.

المطلب الثاني

أنواع شركات الاستثمار المالي

تقسم شركات الاستثمار المالي من حيث ثبات رأسمالها على نوعين سنبحث فيهما في نقطتين رئيسيتين آتيتين:

أولاً: شركات الاستثمار المالي ذات النهاية المغلقة.

تُكوّن هذه الشركات محافظ أوراق مالية ذات نهايات مغلقة ايضاً فهي محددة بحد أعلى لرأس المال لا يمكنها تخطيه. هذا النوع من الشركات يكون لأسهمها قيمة تداولية^(٢)، ويخولها المشرع الحق في اصدار اسهم تطرح للاكتتاب الى جمهور، فيكون عدد اسهمها ورأسمالها ثابتين لا يتغيران الا بفرضيين:

(١) اذا قامت الشركة بإعادة شراء اسهمها. وهذا النوع من الشركات لا يميل

عادة إلى هذا الاجراء

(٢) إذا اصدرت الشركة اسهما جديدة.

ثانياً: شركات الاستثمار المالي ذات النهايات المفتوحة.

وهذا النوع من الشركات يُكوّن ويدير عدة محافظ للأوراق المالية مع عدم وجود حد لرأسمالها^(٣). اذ يجوز للشركة ان تصدر وتبيع المزيد من الاسهم لكنها لا تستطيع اصدار سندات واسهم. وهذا النوع من الشركات لا تُتداول اسهمها بين الافراد بل ان الشركة ذاتها هي من تقوم بشراء الاسهم التي سبق ان اصدرتها او قد تعمد

(١) ينظر الفصل الثاني من الباب الرابع من قانون الشركات النافذ وايضاً الباب الرابع من قانون المصارف النافذ

(٢) ينظر تفصيل اكثر: د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٣٠، ١٣١.

(٣) د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٣١.

الى اصدار اسهم جديدة لتلبية لحاجات المستثمرين وهذا يعني عدم امكان تداول اسهمها في الاسواق اذ ليس لها قيمة سوقية.

ويترتب على ثبات وتغير رأس المال في شركة الاستثمار المالي الآتي:

- أ- يمكن تصور زيادة او نقصان رأسمال شركات الاستثمار المالي ذات النهاية المفتوحة، ويمكن السماح بدخول شركاء جدد دون الاضطرار الى اخراج نظرائهم من الشركاء القدامى. وهذا يعد خروجاً على مبدأ ثبات رأسمال الشركات على عكس الحال في شركة الاستثمار المالي ذات النهاية المغلقة.
- ب- تكون شركة الاستثمار المالي ذات رأس المال المتغير او النهاية المفتوحة على استعداد دائم لمواجهة الطلب الفوري لاحد المساهمين بقيمة اسهمه نقداً اذا عزم على الانسحاب من الشركة. اذ يحق له المطالبة بقيمة اسهمه الصافية، ومما يسهل هذا الاجراء عدم وجود تحديد بمقدار معين او حداً اعلى لإصدار الاسهم وعليه لا يلزم تدخل الهيئة العامة للشركة في كل مرة^(١).

المطلب الثالث

تمييز شركة الاستثمار المالي عن غيرها من الشركات

ان الاستثمار المالي والعمليات المتصلة بالأوراق المالية لا تنحصر بشركات الاستثمار المالي بل يتم كذلك من خلال شركات او كيانات اخرى مثل شركات التأمين والشركات القابضة ومصارف الاستثمار^(٢) وقد يلتبس دور شركة الاستثمار

(١) ينظر بشأن المزيد: د. علي فوزي ابراهيم، المصدر ذاته، ص ١٣٢.

(٢) الجدير بالذكر ان قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ نوعاً من شركات الاستثمار ينبغي تمييزه عن شركة الاستثمار المالي وهو ما يصطلح على تسميته شركة توظيف الاموال او (تلقي الاموال). فهذه الاخيرة تمارس أنشطة استثمارية مباشرة وغير مباشرة فهي تقوم

المالي مع دور الشركات الاخرى الامر الذي يستلزم ضرورة تمييزها عنها وهذا ما سنعمل على البحث فيه في الفروع الاتية.

الفرع الأول: تمييز شركة الاستثمار المالي عن الشركة القابضة.

تعرف الشركة القابضة بأنها "شركة لها سيطرة ادارية ومالية على شركات اخرى تدعى الشركات التابعة"^(١). وغالبا ما تكون الشركة القابضة من الشركات متعددة الجنسية والتي تكون في القمة وتتبعها شركات اخرى من الناحيتين الادارية والمالية لكنها مستقلة عنها من الناحية القانونية^(٢). وسيطرة هذه الشركة ناتجة عن امتلاك الشركة القابضة لنسبة مهمة من اسهم الشركة التابعة تعطيها سلطة التأثير على قرارات الشركة التابعة. وتشكل مع الشركات التابعة تجمعا اقتصاديا واحدا بقيادة

باستثمار الاموال في أنشطة تجارية او صناعية وزراعية او غيرها من أنشطة الاستثمار المباشر. ولكنها قد تلجا الى الاستثمار المالي او غير المباشر عن طريق التعامل بالأوراق المالية, غير ان هذا النشاط لا يكون غرضها الرئيس عكس شركات الاستثمار المالي. ينظر: د. علي فوزي ابراهيم, مصدر سابق, ص ١٤١.

(١) ينظر: د. علي كاظم الرفيعي ود. علي ضاري, طبيعة علاقة الشركة القابضة بالشركات التابعة, بحث منشور في مجلة العلوم القانونية/جامعة بغداد, المجلد الثاني والعشرون, العدد الاول, ٢٠٠٧, ص ٢.

(٢) من الجدير ذكره انه تبقى الشركة التابعة متمتعة بشخصية قانونية مستقلة عن الشركة القابضة وهذه الميزة هي التي تميزها عن الفرع. ينظر بشأن ذلك: د. صلاح امين ابو طالب, الشركات القابضة في قانون قطاع الاعمال العام مطبوعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي, ص ٧٣.

الشركة القابضة^(١). فغرض الشركة القابضة يتمثل بالسيطرة على الشركات التابعة عن طريق ادارتها^(٢). ولا يتسنى لها ذلك الا بشراء اسهم الشركات التابعة.

اولا: - أوجه الشبه بين الشركة القابضة وشركة الاستثمار المالي يتمثل في امتلاك الشركتين قدرا من اسهم شركات اخرى، وهذا الامتلاك هو وسيلة تسعى كل من الشركتين الى تحقيقها.

ثانيا: - اوجه الاختلاف

١. ان الغاية مختلفة في الشركة القابضة عنها في شركة الاستثمار المالي. فههدف هذه الاخيرة هو تحقيق الربح دون ان تأبه بالسيطرة على الشركات التي تمتلك قدرا من اسهمها. وفي الاساس ان ما تملكه من اسهم لا يخولها التأثير او التدخل في ادارة الشركات مصدرة الأسهم، ولا سيما أن استثماراتها محدودة وموزعة بين عدة شركات بالقدر الذي تراه مناسباً.

في حين ان الشركة القابضة توجه استثماراتها الى شراء غالبية اسهم الشركات ذات النشاط المقارب لنشاطها سعياً للسيطرة عليها وتوحيد جهة الادارة . وتكون سيطرة الشركة القابضة من خلال احتكار القرارات ذات الطابع الاستراتيجي والتي تمس الجوانب الاساسية لنشاطا الشركات التابعة دون القرارات ذات الطابع التنفيذي التي تترك عادة لمجالس ادارات الشركات التابعة^(٣).

(١) لتفصيل اكثر ينظر: سهام سوادى الطائي، مصدر سابق، ص ٤٠

(٢) تنص المادة (٢٠٥) من قانون الشركات الاردني لسنة ١٩٩٧ على انه "تكون غايات الشركات القابضة ما يلي: أ- ادارة الشركات التابعة او المشاركة في ادارة الشركات الاخرى التي تساهم فيها...".

(٣) للمزيد ينظر المصدر ذاته، ص ٨-١.

٢. يمكن ان تقتني شركة الاستثمار المالي اسهما عائدة لشركات عديدة اذ ربما تكون تابعة لعدد كبير من الشركات اعمالا لمبدا توزيع المخاطر وفكرة التنوع، وهذا من اجل ان تضمن اعلى نسبة امان لاستثماراتها في الأوراق المالية وبالأخص الاسهم. في حين انه لا يمكن تصور هذا التنوع بالنسبة للشركة القابضة فرأس المال الهائل الذي قد تملكه الشركة القابضة لا بد وانه سيقف عند حد معين يمنعها من مد سلطانها الى معظم الشركات العاملة بالنشاط الاقتصادي محل اهتمامها. ما يعني بالنتيجة ان تعدد مصادر اسهم شركة الاستثمار المالي يكون اعلى نسبيا من التعدد في الشركات القابضة.

الفرع الثاني: تمييز شركة الاستثمار المالي عن شركة التأمين.

تعد شركة التأمين من الشركات المساهمة^(١) التي يتركز نشاطها الرئيس في حماية المؤمن لهم ودفع التعويضات اللازمة عند قوع المخاطر المؤمن ضدها لجبر ضررهم جراء تحقق تلك الاخطار في مقابل دفع المؤمن لأقساط محددة سلفا^(٢). وهذه الشركات تعمد الى استثمار حصيلة الاقساط في اوجه الاستثمار المختلفة ومن اهمها الاستثمار بالأسهم والسندات والقروض والعقارات^(٣)؛ تجنباً لمخاطر العجز عن تنفيذ التزاماتها الناشئة من عقود التأمين مع المؤمنيين في حالة تحقق عدد يفوق توقعاتها من الاخطار.

(١) ينظر المادة ١٠/١ من قانون الشركات المعدل.

(٢) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٣٩.

(٣) ينظر للمزيد: سهام سواد الطائي، مصدر سابق، ص ٤٤ هامش رقم (٣)

أولاً: - أوجه الشبه: يمكن اجمال أوجه الشبه بين الشركتين في النقاط الآتية:

(١) اعتماد نظرية الاحتمالات في عمل الشركتين. ويكون بالمضاربة بالأوراق المالية بالنسبة لشركة الاستثمار المالي. وفي حساب الاخطار وتوقعها فيما يتعلق بشركات التأمين^(١).

(٢) تسعى الشركتان من وراء الاستثمار بالأوراق المالية الى تحقيق الارباح

(٣) كلا الشركتين تسعيان الى توفير الحماية اللازمة لمصالح المساهمين فيها عن طريق تنوع استثماراتها وتوزيع المخاطر التي قد تتعرض لها^(٢).

ثانياً: اوجه الاختلاف: - انهما تختلفان من حيث نوع النشاط الرئيس لكل

منهما، فهو يمثل بتكوين محافظ الأوراق المالية من الاسهم والسندات والانشطة الاستثمارية الاخرى التي تختص شركات الاستثمار المالي بها. بينما يكون النشاط الرئيس لشركة التأمين هو عملية التأمين على الاشياء والاشخاص من مخاطر مختلفة واصدار وثائق التأمين لقاء اقساط محددة تدفع لها^(٣).

الفرع الثالث: تمييز شركات الاستثمار المالي عن مصارف الاستثمار

تعرف مصارف الاستثمار على انها "مؤسسات مالية متخصصة تقوم بعمليات تتعلق بتجميع وتعظيم المدخرات لخدمة الاستثمار وفقاً لخطة التنمية الاقتصادية وسياسات دعم الاقتصاد الوطني"^(٤). فمصرف الاستثمار هو شركة تتخصص بتوظيف المال في نشاط اقتصادي يعود بالمنفعة المشروعة على

(١) ينظر بشأن ذلك: د. باسم محمد صالح، القانون التجاري، القسم الأول، العاتك لصناعة الكتاب، بيروت، السنة غير منكرة ص ٢٤٩.

(٢) ينظر: سهام سوادى الطائي، مصدر سابق، ص ٤٥.

(٣) ينظر للمزيد: د. باسم محمد صالح، مصدر سابق ٢٤٦.

(٤) ينظر: سهام سوادى، مصدر سابق، ص ٤٨.

البلد^(١). ومصارف الاستثمار لا تقبل الودائع ولا عمليات الائتمان وإنما فقط تتعامل ببيع وشراء الأوراق المالية^(٢). ولتميز شركة الاستثمار المالي عن مصارف الاستثمار سنعرض أهم أوجه الشبه والاختلاف بينهما في نقاط رئيسة آتية:
أولاً: - أوجه الشبه:

- ١- ان مصرف الاستثمار وشركة الاستثمار المالي يتقاربان من حيث قيامهما بأنشطة استثمارية تتعلق بالأوراق المالية.
- ٢- انهما يعدان من وسائل تمويل الشركات الأخرى من خلال قيامهما بشراء اسهم تلك الشركات^(٣).

ثانياً: - أوجه الاختلاف:

(١) يختلف مصرف الاستثمار عن شركة الاستثمار المالي من حيث وظيفة كل منهما. فوظيفة مصارف الاستثمار هي شراء الأوراق المالية من الشركات ثم بيعها لقاء عمولة يحصل عليها مقابل الخدمة التي يقوم بها^(٤)، ويقوم مصرف الاستثمار كذلك بأبداء النصيحة والمشورة عن صفات الأوراق المالية وشروطها بصفته خبيراً في سوق المال^(٥). في حين ان شركة

(١) ينظر بخصوص تعريف الاستثمار على وفق المعنى اعلاه المادة الاولى /ن من قانون الاستثمار رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٦.

(٢) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٤٠ هامش رقم (٢)

(٣) ينظر: سهام سوادي، مصدر سابق، ص ٥١.

(٤) نصت المادة (١٦) اولاً من الفصل الرابع عشر من تعليمات رقم (٤) لسنة ٢٠١٠ المتعلقة بتسهيل تنفيذ قانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤. على انه "لمصرف الاستثمار في الاسهم والسندات المنتجة للدخل، داخل العراق وخارجه بدون موافقة من البنك المركزي العراقي على الا يزيد اجمالي هذه المساهمات عن ٢٠% من رأسمال المصرف واحتياطياته السليمة...."

(٥) ينظر بشأن المزيد: سهام سوادي، مصدر سابق، ص ١٤٩.

الاستثمار المالي كما اشرنا في اكثر من مناسبة يتركز نشاطها الرئيس بتكوين وادارة محافظ الأوراق المالية. وان كان بإمكان مصرف الاستثمار ان يكون محفظة استثمارية^(١). الا انه مقيد في ذلك بأن لا يتجاوز في ذلك حدود ٢% من رأسمال و احتياطي المصرف^(٢) على ان لا يتجاوز في تحقيق اغراض الاستثمار بالأسهم والسندات مدة سنتين قابلة للتمديد مدة سنة بقرار من قبل البنك المركزي، وينبغي على ذلك أن المصرف يكون في حدود هذه النسبة مالكا للمحفظة اما فيما يجاوز ذلك يكون بمثابة وكيل عن اصحاب الأوراق المالية او المستثمرين.

(٢) ان نشاط مصارف الاستثمار تحيط به المخاطر لعدم اليقين من نشاط المشاريع التي يتم تمويلها من هذه المصارف. بينما شركات الاستثمار المالي تقوم على مبدا توزيع المخاطر وتحديدها وتقسيمها ما يقلل فرص تحقق الخسائر الكبيرة^(٣).

المطلب الرابع

دور شركة الاستثمار المالي في تكوين محفظة الاوراق المالية وفقا

للقانون العراقي

ان الواقع في العراق كان ينطوي على ممارسة لبعض انشطة شركة الاستثمار المالي من قبل كيانات او شركات اخرى. ففي خمسينيات القرن الماضي قامت شركة

(١) تنص المادة ١٦ / سابعا من الفصل الرابع عشر من تعليمات تسهيل تنفيذ قانون المصارف المشار اليها اعلاه أنه "يقيم المصرف محفظته الاستثمارية وفق طبيعة المحفظة, فيما اذا كانت للمتاجرة او متوافرة للبيع او محتفظ بها للاستحقاق وفق المعايير المحاسبية الدولية".

(٢) ينظر المادة ٣٣/١ من قانون المصارف رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤م.

(٣) ينظر: سهام سوادي, مصدر سابق, ص ٥١.

التأمين الوطنية بالاشتراك مع عدد من الشركاء بتأسيس شركة الائتمان العراقية محدودة المسؤولية؛ وذلك لإدارة المحفظة الاستثمارية لحساب شركة التأمين العراقية. إلا ان هذه المحافظ تأمت عام ١٩٦٤ بصدور قرارات التأمين آنذاك وتحولت اموالها إلى سندات قرض بفائدة قدرها ٣% وبعد ذلك تم تصفية الشركة^(١). وبعد ان صدر قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ جاء المشرع بأحكام تخص شركة الاستثمار المالي إلا انه اختط في تنظيمها منها مضطربا اذ نظمها في الفرع الثاني من الفصل الثاني من الباب الاول من القانون المذكور هذا الفصل تحت عنوان (انواع الشركات) فجاءت المادة الثامنة من القانون المذكور لتضع التصور التشريعي لأنواع الشركات الخاصة في العراق في فقرتيها الثانية والثالثة لتتبعها بعد ذلك المادة ٩ التي انفردت بتعريف شركة الاستثمار المالي وأشارت الى نشاطها، وكأن هذه الشركة نوعا مستقلا من انواع الشركات التي ذكرتها المادة ٨ من القانون^(٢). في حين ان هذه الشركة ما هي الا شركة مساهمة ذات غرض معين وخاص ومهم من وجهة نظر المشرع والذي خول البنك المركزي العراقي بإصدار نظام خاص بهذه الشركة خلال ١٨٠ يوما من نشر القانون^(٣). وفعلا اصدر البنك المركزي نظام شركات الاستثمار المالي رقم (٥) لسنة ١٩٩٨^(٤). وهذا الاخير ألغي بصدور نظام شركات الاستثمار المالي رقم (٦) لسنة ٢٠١١م^(٥).

وحدد النظام الأخير في المادة الاولى / اولا منه شكل الشركة باشتراط كونها مساهمة ايضا - كما هو الحال في قانون الشركات المعدل - وقيدتها بعدم ممارسة

(١) للمزيد: ينظر: د. خالص نافع أمين، مصدر سابق، ص ١٣٣.

(٢) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٣٢، ١٣٣.

(٣) وذلك بالمادة ٩/ ثانيا من قانون الشركات المعدل

(٤) منشور بالوقائع العراقية بالعدد (٣٧٣٥) بتاريخ ١٧ / ٨ / ١٩٩٨

(٥) منشور بالوقائع العراقية بالعدد (٤٢١٩) بتاريخ ٢٩ / ١١ / ٢٠١١.

انشطة اخرى غير المنصوص عليها في المادة ٦ منه الا بموافقة البنك المركزي^(١). وحددت المادة السادسة انشطة الشركة بواقع تسعة أنشطة او اعمال استثمارية والتي نصت: " تمارس الشركة بموافقة البنك المركزي العراقي الاعمال الآتية: رابعا: ادارة المحافظ الاستثمارية لحسابها او لحساب الغير وحسب طلبات اصحابها والاتفاقات المعقودة معهم وفقا للقانون". وبهذا الشأن نلاحظ كيف ان المشرع قد جمع في شركة الاستثمار المالي مهام تكوين وادارة المحافظ ليس لحسابها فحسب بل حتى لحساب الغير. ويؤيد بعض الفقه^(٢) هذا المسلك من المشرع بحق ؛ لأنه يتيح لهذه الشركات استغلال اموالها لتوسيع نشاطها والمساهمة بقدر اكبر في تنمية الاقتصاد الوطني، دون الخشية على حقوق المتعاملين معها طالما كان نشاطها مراقبا من قبل البنك المركزي وكانت محتفظة بجزء من رأسمالها المدفوع كسيولة نقدية للوفاء بالتزاماتها.

وبذلك يكون الموقف في القانون العراقي مختلفا عنه في القانون المصري لان هذا الاخير جعل ادارة محافظ الأوراق المالية من اختصاص شركات تدعى (شركات ادارة محافظ الأوراق المالية)^(٣). على خلاف القانون العراقي الذي حولها تكوين وادارة المحافظ ليس لحسابها فحسب بل ايضا لحساب الغير^(٤)

ثم جاء النظام المذكور اعلاه بحكم في المادة (٧) يقيد ممارسة شركة الاستثمار المالي للوساطة في سوق العراق للأوراق المالية بنصها " للشركة ان تستحصل موافقة سوق العراق للأوراق المالية بممارسة الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية وفق احكام امر سلطة الائتلاف المنحلة رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤".

(١) ينظر المادة ١/ ثانيا من نظام شركات الاستثمار المالي رقم (٦) لسنة ٢٠١١.

(٢) د. خالص نافع امين، مصدر سابق، ص ١٣٨.

(٣) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٤٢، ١٤٣.

(٤) ينظر المادة (٦) من النظام المذكور.

ويبدو لنا ان هذا القانون المشار اليه في المادة اعلاه سمح لشركات الاستثمار المالي ممارسة عمل الوساطة وذلك في القسم الخامس منه تحت عنوان (الوسطاء) حيث نصت المادة (١) منه على انه " يكون الوسيط المخول للعمل في سوق العراق للأوراق المالية واحدا مما يلي: ... ب- شركة انشأت وفقا لقانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل او قوانينه اللاحقة او تعديلاته وتكون متخصصة في النشاطات المتعلقة بتداول السندات، او ادارة استثمارات او عمل استشارات استثمارية...".

ومن العرض المتقدم يتضح بان النظام القانوني الخاص بشركات الاستثمار المالي جاء موزعا بين عدة قوانين واتسمت بعض احكامه بالاضطراب وعدم الدقة.

المبحث الثاني

دور صناديق الاستثمار في تكوين محفظة الاوراق المالية

تشكل صناديق الاستثمار في القوانين المقارنة دورا مهما في اسواق الأوراق المالية لا سيما دوره المتميز في تكوين محفظة الاوراق المالية، فهي تعد وسيلة فعالة في تجميع المدخرات واثاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين تحت اشراف اجهزة متخصصة.

ولغرض الاحاطة بدور صناديق الاستثمار في تكوين محفظة الاوراق المالية سنعمل على البحث في تعريف صندوق الاستثمار ونتوقف عند طبيعته القانونية (المطلب الاول)، ونعرج على اهم انواعه (المطلب الثاني)، ونبحث في دور صناديق الاستثمار في تكوين محفظة الأوراق المالية وفقا للقانون العراقي (المطلب الثالث)، ثم نبحث في احكامه (المطلب الرابع).

المطلب الأول

تعريف صناديق الاستثمار وطبيعتها القانونية

للإحاطة بصناديق الاستثمار ينبغي الوقوف تباعاً عن تعريفها من ثم تحديد طبيعتها القانونية وعلى النحو الآتي: -

الفرع الاول: تعريف صناديق الاستثمار

تعود الفكرة الاساسية لصناديق الاستثمار إلى نظرية الالوعية الاستثمارية التي تعتمد على التنوع من حيث مصادر التمويل وكذلك التنوع في عناصر الاستثمار. ويحقق هذا التنوع خفض المخاطر التي تزداد فرص حدوثها مع تركيز الاستثمار على اداة مالية واحدة. وتعتبر صناديق الاستثمار من الادوات المهمة في الأسواق المالية اذ توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على ادارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في سوق الأوراق المالية حيث يقوم بإدارتها مديرين محترفين وظيفتهم انتقاء الأوراق المالية لتكوين المحفظة التي تحقق عوائد جيدة في ظل السيطرة على مخاطر الاستثمار اذ ان خبرة مديري الاستثمار ومتابعتهم المستمرة للتطورات التي تتأثر بها الأسواق المالية تضمن تحقيق عوائد أعلى مما لو قام المستثمر العادي باستثمار أمواله بنفسه.^(١) فصغار المستثمرين الذين يشترون الأوراق المالية لا يستطيعون الافادة من مزايا التنوع فضلا عن ضآلة او صغر استثماراتهم؛ لذلك ظهرت فكرة صناديق الاستثمار^(٢)؛ لتكون الوسيلة التي يمكن بواسطتها تحقيق

(١) [/http://www.showmethefunds.com/investor](http://www.showmethefunds.com/investor)

(٢) ينظر: د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن

، مطبعة جامعة الكويت، الكويت، ١٩٩٥، ص ٨٢ .

عوائد أعلى من تلك التي يحققها استثمار المدخر بنفسه^(١)، فضلا عن ان صناديق الاستثمار توفر حماية للمدخرات من موجات التضخم، حيث ترتفع القيمة الحقيقية للأوراق المالية مع ارتفاع الاسعار اذا كان الصندوق يتكون من اوراق مالية يتمتع مصدرها بمركز اقتصادي ومالي قوي^(٢). من اجل كل ذلك عمدت تشريعات دول عديدة الى تنظيم ظاهرة صناديق الاستثمار بتشريعات وانظمة خاصة^(٣)؛ لأن صناديق الاستثمار تعد من اهم الاليات الجديدة التي تساعد على جذب الاستثمار في الأوراق المالية باعتبارها من صور التوظيف الجماعي للاستثمار المالي، وذلك عن طريق دورها في تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها^(٤).

(١) ينظر: د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٥.

(٢) ينظر: د. خالد سعد زغول حلمي، النظام القانوني للرقابة على المحافظ صناديق الاستثمار - عرض للتجربة الكويتية، بحث مقدم في مؤتمر الأوراق المالية والبورصات المنعقد في كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، ٢٠٠٧، ص ٣.

(٣) نذكر على سبيل المثال القانون الفرنسي رقم ٥٩٤ لسنة ١٩٧٩ اشار اليه د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٤٦. وكذلك القانون الكويتي رقم (٣١) لسنة ١٩٩٠ بشأن تداول الأوراق المالية وانشاء الصناديق. وايضا نظمها قانون سوق المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢. وايضا النظام الاماراتي رقم (٣٧) لسنة ٢٠١٢م.

(٤) تذكر احصائية انه وصلت قيمة الاصول الكلية لصناديق الاستثمار في (٥٥) دولة في نهاية عام ٢٠٠١ الى (١١,٧) ترليون دولار. بهذا الشأن ينظر:

Ajay Khorana, Henri Servaes and Peter Tufano, The World of Mutual Funds, p.22.a working paper available on:

http://www.london.edu/facultyandresearch/research/docs/world_of_funds.p

[df](#)

تعرف صناديق الاستثمار بانها "كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة"^(١). ويركز هذا التعريف على جوهر صناديق الاستثمار لكنه أغفل تحديد أطراف الصندوق. وهو ما ابرزه اخرون عندما عرفوها على أنها "بنيان قانوني ثلاثي الأطراف ينشأ بين المؤسس وأمين أو (مدير) الاستثمار والمدخرين بغرض تكوين حافظة اوراق مالية يشترك المدخرون في ارباحها وخسائرها دون ان يكون لهم حق الاشتراك في ادارة الصندوق ، وتمثل حقوقهم في الصكوك التي يصدرها ويعتمد الصندوق في ادارته على مبدأ توزيع المخاطر لتحقيق عائد آمن ومتزن ومستقر"^(٢) .

وتعرف بعض التشريعات صندوق الاستثمار على أنه " وعاء مالي يباشر نشاط تجميع الاموال من المستثمرين بغرض الاستثمار مقابل اصدار وحدات استثمار متساوية في القيمة والحقوق"^(٣).

ويمكن اجمال خصائص صناديق الاستثمار في ضوء التعريفات المتقدمة بالنقاط الآتية.

١. صندوق الاستثمار هو وسيلة استثمارية تقوم بتجميع أموال المستثمرين لتكوين محفظة تحتوي على أوراق مالية (بأنواعها المختلفة) يتم استثمارها في سوق الأوراق المالية.

(١) د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار من منظور الاقتصاد الاسلامي، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ١٣.

(٢) د. حسني المصري، مصدر سابق، ص ٢٨

(٣) المادة الأولى من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي رقم (٣٧) لسنة ٢٠١٢.

٢. كل مستثمر في صندوق الاستثمار يمتلك نصيباً في هذا الصندوق يطلق عليه وثيقة استثمار.
٣. كل وثيقة تمثل نسبة ملكية في الأوراق المالية التي تكون الصندوق.
٤. تقوم هذه الصناديق على فكرة قيام جهة متخصصة (شركة أو مصرف) بشراء أوراق مالية تابعة لشركات أخرى من أموال المدخرين فيصدر الصندوق شهادات او وثائق تعادل قيمتها مجمعة قيمة أموال المحفظة ويحق لكل مدخر بيع هذه الوثائق متى شاء^(١).
٥. يتم تداول وحدات الصندوق في سوق الأوراق المالية.
٦. للصندوق ذمة مالية مستقلة عن الشركة التي أنشأته، ويمثله أمام الغير مدير الصندوق^(٢).
٧. ان عقد صندوق الاستثمار ثلاثي الأطراف فهو يضم أطرافاً ثلاثة وهم الآتي:
أ- **مؤسس الصندوق:** والذي ينحصر دوره بتأسيس او انشاء الصندوق^(٣). وهو يكون بمثابة وسيط بين اصحاب الأموال والشركات الصناعية والتجارية مصدرة الأوراق المالية^(٤)
ب- **مدير الصندوق:** وهذا يضم شخصين:
• **أمين الاستثمار:** ويكون مؤسسة مالية متخصصة بحفظ الأوراق المالية وإدارتها^(١). وغالباً ما يكون مصرفاً^(٢).

(١) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم, مصدر سابق, ص ١٥١.

(٢) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم, مصدر سابق, ص ١٥١.

(٣) ينظر: د. خالد سعد زغول حلمي, النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار - عرض للتجربة الكويتية - مؤتمر مقدم لمؤتمر اسواق الأوراق المالية والبورصات, ٢٠٠٧, ص ٩.

(٤) ينظر: د. حسني المصري, مصدر سابق, ص ١٦.

• **مدير الاستثمار:** هو الشخص المعنوي المرخص له بممارسة نشاط ادارة الاستثمار^(٣). فصندوق الاستثمار يتم ادارته من خلال شركة مستقلة تسمى (مدير الاستثمار) لها خبرة في مجال إدارة المحافظ المالية و صناديق الاستثمار^(٤).

وهذان الشخصان هما المسؤولان عن ادارة صندوق الاستثمار بعد تأسيسه على نحو ما سنبحث في احكام الصندوق.

ج- **المستثمرون :** الذين يقدمون الاموال للصندوق ويخضعون لنظامه ويحصلون على نسبة من العائد يتناسب مع حصصهم في رأسماله^(٥). ويدعون بالمدخرين؛ لأنهم يقدمون النقد للصندوق عن طريق الاكتتاب في وحداته^(٦)، وهؤلاء لا يحق لهم ان يشتركوا في ادارة الصندوق ولا حتى انتخاب مجلس ادارته أو التصويت في

(١) تعرفه المادة الأولى من تعليمات صناديق الاستثمار لسنة ٢٠١١م بأنه " الشخص الاعتباري الذي يمارس متابعة إدارة استثمارات العملاء ومراقبتها للتأكد من مطابقتها للأسس والأهداف الاستثمارية للعميل المنصوص عليها في اتفاقية الاستثمار الموقعة بين العميل ومدير الاستثمار".

(٢) ينظر: د. خالد سعد زغلول, مصدر سابق, ص٩.

(٣) ينظر: المادة الاولى من نظام صناديق الاستثمار رقم (٣٧) لسنة ٢٠١٢

(٤) <http://www.banquemisr.com/sites/arb/GenrallInfoAr.aspx>

(٥) ينظر: د. خالد سعد زغلول, مصدر سابق, ص٩.

(٦) تعرف الوحدة الاستثمارية على انها " ورقة مالية تمثل حصة حامل الوحدة في صافي قيمة اصول صندوق الاستثمار حيث ان الوحدة الاستثمارية تماثل الاسهم في الشركات المساهمة". المادة الاولى من تعليمات صناديق الاستثمار لسنة ٢٠١١.

- قراراته^(١). وبعض القوانين نصت على هذا الحكم صراحة ومنها قانون سوق المال المصري المذكور في المادة (٣٥)^(٢).
٨. ان الطابع العقدي هو الطاعي على صندوق الاستثمار بغض النظر عن الشكل القانوني الذي يتخذه، أي حتى لو اتخذ شكل الشركة المساهمة^(٣)، كما سنبين في الفرع الثاني الآتي.
٩. الأصل عدم ثبات رأسمال الصندوق، اذ ان صناديق الاستثمار لا تتقيد من حيث الأصل بمبدأ ثبات راس المال الذي تتقيد به الشركات عموماً. لذا يمكن ان يتلقى الصندوق مدخرات جديدة يتم استخدامها في تكوين محافظ اوراق مالية جديدة في مقابل منح المدخرين الجدد وثائق تمثل نصيبهم في المحفظة التي استخدم ادخاره في تكوينها^(٤).
١٠. توفر صناديق الاستثمار مزاي التنوع الكفاء للاستثمارات ويقصد بالتنوع قيام ادارة الصندوق باستثمار اموال الصندوق في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي تنتمي لقطاعات مختلفة في السوق و هذا التنوع المتوافر في صناديق الاستثمار من حيث اهدافها يتيح الفرصة امام قطاع

(١) تنص المادة (٣٥) من قانون سوق المال المصري "... ويجب ان يتخذ الصندوق شكل شركة المساهمة برأسمال نقدي وأن تكون اغلبية عضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة...".

(٢) يذكر أن بعض القوانين لم تمنعهم صراحة من ذلك الا انها اشترطت شرائط معينة تخرج من امكانات المستثمرين فتكون بذلك استبعدت من امكانية اشتراكهم في الادارة ضمناً ومن هذه القوانين القانون الاماراتي راجع المواد من ٢٥-٣٤ من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي المذكور.

(٣) ينظر: هيفاء مزهر الساعدي شركة صندوق الاستثمار-دراسة مقارنة- اطروحة دكتوراه، كلية القانون/ جامعة كربلاء، ٢٠١٤، ص ٣٢.

(٤) ينظر: هيفاء مزهر الساعدي، مصدر سابق، ص ٣٣.

واسع من المستثمرين للاستثمار حسب اهداف كل منهم الاستثمارية حيث يوجد العديد من صناديق الاستثمار ذات الاهداف الاستثمارية المختلفة^(١).

١١. تحقق صناديق الاستثمار منافع لصالح سوق الأوراق المالية والمستثمرين في الوقت ذاته، فصناديق الاستثمار تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية تضمن عدم تعرضها للتقلبات المفاجئة؛ لأن مديري الصناديق يعملون على تكوين محافظ الأوراق المالية الجيدة المحتوية على أوراق مالية صادرة من شركات صناعية او تجارية ذات مركز مالي جيد او قوي .
أما المنافع التي توفرها للمدخرين فتتمثل بحصولهم على عوائد الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق بمقدار ملكيتهم منها^(٢). فالمدخر يكفيه ان يكتتب بحصة واحدة في الصندوق كي يضمن الإفادة من السياسة الاستثمارية كاملة، وهذه قائمة عادة على تنوع الاستثمارات وتوزيع المخاطر، وهو أمر يعجز عن تحقيقه المستثمرون اصحاب المدخرات الصغيرة والمتوسطة.^(٣)

الفرع الثاني: الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار

تختلف النظرة الى صندوق الاستثمار على اختلاف مواقف القوانين، بين من يعده من اشكال الملكية الشائعة وينكر من ثم تمتعه بالشخصية المعنوية، وبين من يعترف باستقلاليتها ويقر بتمتعه بالشخصية المعنوية. وللوقوف على تفصيل ذلك سنبحث في هذين الاتجاهين في نقطتين رئيسيتين:

(١) [/http://www.showmethefunds.com/investor](http://www.showmethefunds.com/investor)

(٢) د. خالد سعد زغلول، صدر سابق، ص ١١.

(٣) ينظر: د. عبد الرحمن السيد قرمان، الجوانب القانونية في ادارة صناديق الاستثمار، دار

النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الثانية، ص ١٠

أولاً: الاتجاه المنكر لتمتع صندوق الاستثمار بالشخصية المعنوية.

يذهب جانب من الفقه والقوانين الى التصريح بعدم تمتع صندوق الاستثمار بالشخصية المعنوية ومن هذه القوانين المرسوم الفرنسي لعام ١٩٥٧ والذي نص في مناسبة تعريفه لصندوق الاستثمار بأنه " مجموع ما يقدمه عدة اشخاص من اوراق مالية ومبالغ مستثمرة استثمارا قصير الاجل او مبالغ مستحقة الرد بمجرد الطلب ويكون لهؤلاء الاشخاص على هذه الأموال حق في الملكية الشائعة، ولا يعتبر الصندوق شركة ولا تكون له شخصية معنوية. وتمثل حقوق المشتاعين بحصص تخول لكل منهم نصيب في أموال الصندوق"^(١).

وهذا الاتجاه رغم اعترافه بكون الصندوق له حساباته وميزانيته المستقلة عن جهة التأسيس، إلا انه لا يعده كيانا قائما بذاته^(٢).

ويرى هذا الاتجاه ان ملكية محافظ الأوراق المالية التي يكونها الصندوق لا تثبت له، بل تثبت لأمين الاستثمار او للمستثمرين لعدم امتلاك الصندوق للذمة المالية المستقلة، ويرون بان الوثائق التي يصدرها الصندوق لا تتضمن حقا شخصيا للمدخر قبل الصندوق كحق المساهم قبل الشركة وانما تتضمن حق ملكية مباشرة للجزء الذي يقابل الحصة التي يملكها المستثمر من المحفظة. فالأوراق المالية التي تؤلف محفظة الصندوق لا تكون على ملكيته وانما على ملكية المدخرين انفسهم^(٣).

وبالرغم من سبق انكار انصار هذا الاتجاه لتمتع الصندوق بالشخصية المعنوية إلا انهم لا ينكرون صلاحية الوثائق التي يصدرها للتداول في سوق الأوراق

(١) نقلا عن : د. حسني المصري، مصدر سابق، ص ١٤٥. وبالمعنى ذاته اخذ قانون الاستثمار البلجيكي لعام ١٩٥٧: ينظر المصدر ذاته، ص ١٤٦.

(٢) ويؤيد هذا الاتجاه هشام احمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الاسلامية. نقلا عن هيفاء مزهر، مصدر سابق، ص ٣٤.

(٣) ينظر: هيفاء مزهر الساعدي، مصدر سابق، ص ٣٤.

المالية اذ يكون لصاحب الوثيقة الحق في طلب استرداد قيمتها وتصفية نصيبه ويمكنه فضلا عن ذلك طرحها للتداول في السوق^(١).

ثانيا: الاتجاه المؤيد لتمتع صدوق الاستثمار بالشخصية المعنوية

يذهب بعض آخر من الفقه والتشريعات الى الاعتراف بتمتع صندوق الاستثمار بالشخصية المعنوية، ويرى انه كيان قانوني ذو شخصية منفصلة ومستقلة عن جهة التأسيس ما يعني تمتعه بالنتيجة بالذمة المالية المستقلة^(٢). وقد صرحت بعض القوانين بتمتعه بالشخصية المعنوية ومنها المادة (٦) من قانون صناديق الاستثمار القطري رقم (٢٥) لسنة ٢٠٠٢ م والتي نصت على "يكون لكل صندوق شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن المؤسس ولا يجوز الحجز على اموال الصندوق إلا وفاءً للالتزامات الناشئة عن استثمار امواله"^(٣). وكذلك فعل القانون الاردني^(٤) والاماراتي^(٥).

(١) المصدر ذاته، ص ٣٥.

(٢) ينظر المادة (٤٨) من القانون المدني العراقي رقم ٤٠ لسنة ١٩٥١.

(٣) يذكر ان هذا القانون كان قد اشار الى تمتع الصندوق بالشخصية المعنوية بمناسبة تعريفه للصندوق في المادة الأولى منه.

(٤) ينظر المادة (٩١/أ) من قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢

(٥) تنص المادة (٧) من نظام صناديق الاستثمار المالي رقم (٣٧) لعام ٢٠١٢ وتحت عنوان "أهلية الصندوق"، على أنه "تعتبر أموال الصندوق ملكا له، ويتمتع بالأهلية اللازمة للتصرف فيها في حدود الغرض المرخص له به، وتضمن أموال الصندوق حقوق مالكي الوحدات، ولا يجوز رهنها او الحجز عليها استيفاءً لأية مستحقات على الجهة التي قامت بتأسيسه".

ويترتب على تمتع الصندوق بالشخصية المعنوية عدة نتائج مهمة منها حق التمثيل أمام الغير والذمة المالية المستقلة وحق التقاضي وحق اصدار الأوراق المالية^(١).

أما في مصر فقد اختلف الفقه بشأن ما جاءت به المادة (٣٥) من قانون سوق المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ والتي نصت على انه " يجوز انشاء صناديق استثمار تهدف الى استثمار المدخرات في الأوراق المالية في الحدود ووفقا للأوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية. ولمجلس ادارة الهيئة أن يرخص للصندوق بالتعامل في القيم المنقولة الأخرى او في غيرها من مجالات الاستثمار طبقا للقواعد والشروط التي تحددها اللائحة التنفيذية ويجب ان يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة برأس مال نقدي...".

إذ يذهب جانب من الفقه الى القول بأن الشخصية المعنوية تثبت للشركة التي انشأت الصندوق^(٢). ويرى أن تفسير النص على نحو يجعل للصندوق الشخصية المعنوية فيه خلط بين الشركة التي انشأت الصندوق وبين الصندوق ذاته كمشروع^(٣). ونرى انه من المسلم به ان الجهة التي أسست الصندوق تتمتع اصلا بالشخصية المعنوية وهذا الامر ليس محل جدل، فهذه إما ن تكون شركة او مصرف، وهما يتمتعان بالشخصية المعنوية ابتداء، ويبدو ان المادة (٣٥) اعلاه شاءت ان تثبت الشخصية المعنوية للصندوق ذاته وليس لجهة التأسيس وهذا ما يظهر من عبارة "... ويجب ان يتخذ صندوق الاستثمار شكل الشركة المساهمة...".

(١) ينظر المادة ٤٨ من القانون المدني العراقي.

(٢) د. حسني المصري، مصدر سابق، ص ٤٢.

(٣) للمزيد راجع المصدر ذاته، ص ٤١، ٤٢.

ويذهب الرأي الراجح إلى تمتع الصندوق بالشخصية المعنوية مع ما يترتب على ذلك من نتائج منها ضرورة صيانة امواله من اجراءات التنفيذ والحجز الا فما يتعلق بالتزاماته الناشئة عن استثمار امواله^(١). هذا ما لم ينص القانون صراحة على عدم منح الصندوق الشخصية المعنوية كما فعل القانون الفرنسي والبلجيكي المشار اليهما.

المطلب الثاني

انواع صناديق الاستثمار

لصناديق الاستثمار انواع لا حصر لها تختلف بحسب الزاوية التي ينظر اليها منها وسنعرض لأهمها في نقاط رئيسة آتية:

أولاً: انواع صناديق الاستثمار من حيث هيكل رأس المال.

وتقسم على الآتي:

١) الصناديق المغلقة:

هي الصناديق التي يكون حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور محددًا ، اذ تصدر عددا ثابتا من الأوراق المالية توزع على المدخرين كل حسب حصته، ولا يمكن لمالكيها المطالبة باسترداد قيمتها من الصندوق، لكن يمكن بيعها في اسواق الأوراق المالية^(٢). فلوثائق هذه الصناديق قيمة سوقية يتم الاعلان عنها ونشرها في الصحف ،وغالبا ما يكون لهذا النوع من الصناديق غرض محدد يصار بعد تحقيقه الى تصفيتها^(٣) .

(١) د. خالد سعد زغلول، مصدر سابق، ص ٩.

(٢) ينظر المادة الاولى من تعليمات صناديق الاستثمار ٢٠١١.

(٣) للمزيد ينظر: د. صفوت عوض الله، مصدر سابق، ص ٣٨، ٣٩.

٢) صناديق الاستثمار المفتوحة أو المشتركة (Mutual Funds).

على عكس النوع الأول، فإن صندوق الاستثمار المفتوح لا يتم تحديد الموارد المالية المستثمرة من قبل المدخرين في وثائقه. ولا تحدد هذه الوثائق بعد معين، فيجوز اصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق. ومن ثم يكون الصندوق مستعدا لدخول وخروج المدخرين منه في أي وقت طالما ان نشاط الصندوق لا يزال قائما، وادارة الصندوق تكون مستعدة لإعادة شراء ما اصدرته من وثائق اذا رغب مالكوها في استرداد اقيامها، لذا تحتفظ بنسبة معينة من السيولة. وهذا النوع من الصناديق يجذب المدخرين اكثر من الصندوق المغلق؛ بسبب خاصية امكانية استرداد قيمة الوثائق التي يوفرها الصندوق المفتوح^(١). يذكر ان هذه الصناديق مفتوحة من الجانبين بمعنى ان رأسمالها قابل للزيادة أو التخفيض^(٢). وهذا النوع من الصناديق يمكنه استيعاب مساهمات جديدة كلما كان ذلك ممكنا^(٣).

ويقدر سعر الوثيقة في حال بادر الصندوق الى استردادها بما يساوي قيمة الأصل الصافي للوثيقة^(٤). والجدير بالذكر ان تعليمات صناديق الاستثمار بالعراق جاءت على ذكر هذا التصنيف فحسب دون باقي التصنيفات.

ثانيا: أنواع صناديق الاستثمار بحسب مكوناتها او تشكيلة أوراقها:
وتقسم هذه على الانواع الاتية:

(١) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم, مصدر سابق, ص ١٥٥, ١٥٦.

(٢) ينظر المادة (١) من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي رقم ٣٧ لسنة ٢٠١٢ .

(٣) See: understanding mutual funds, an article available on:

www.securities-administrators.ca

(٤) يعرف نظام صناديق الاستثمار الاماراتي صافي قيمة الأصول في المادة الأولى منه على انها "القيمة السوقية لأصول الصندوق مطروحا منها اجمالي الالتزامات وكافة المصروفات المستحقة".

(١) **الصناديق العامة:** هي التي لا تتحدد بنوع معين من الأوراق بل تتعامل مع جميع الأوراق المالية وهذا النوع يخول الإدارة حرية مطلقة في اختيار نوعية الأوراق التي يُشكل منها الصندوق^(١).

(٢) **الصناديق الخاصة:** هذه الصناديق يقتصر التعامل فيها بالأوراق المالية المتعلقة بمجالات متخصصة^(٢) كأعمال التعدين أو التأمين أو غيرها.

(٣) **الصناديق الثابتة:** وهذه الصناديق يقتصر نشاطها على التعامل بالأوراق المالية المدرجة في نظام السوق والتي تم اختيارها عند تأسيسه وتودع هذه الأوراق لدى أمين حيث تصدر شهادات تمثل حقوق المودعين واي دخل يتحقق يتم توزيعه حسب قيم الوحدات^(٣).

ثالثاً: أنواع صناديق الاستثمار من حيث مصدر إنشائها.

تقسم هذه على الصناديق الآتية:

(١) **صناديق تنشؤها شركات الاستثمار والمصارف التجارية وشركات التأمين .** وهذه يقتصر نشاطها على الاستثمار المالي غير المباشر^(٤).

(٢) **صناديق الاستثمار التي تنشؤها المؤسسات والمصارف الاسلامية "صناديق الاستثمار الاسلامية".**

وهذه يتركز نشاطها على الاستثمار المباشر الحقيقي في مجالات متعددة كالاستثمار بالقطاع العقاري وعقود المرابحة ولا تميل إلى الاستثمار المالي تجنباً لشبهة الربا^(٥). وتعرف صناديق الاستثمار الاسلامية على انها "

(١) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٥٦.

(٢) د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٥٨.

(٣) المصدر ذاته ، ص ١٥٧.

(٤) ينظر: د. علي فوزي ابراهيم، مصدر سبق، ص ١٥٨، ١٥٩.

(٥) المصدر ذاته، ص ١٥٩.

صندوق الاستثمار الذي ينص مستند طرحه على التزامه التام بتطبيق احكام ومبادئ الشريعة الاسلامية في جميع انشطته واعماله^(١).

المطلب الثالث

دور صندوق الاستثمار في تكوين محفظة الاوراق المالية وفقا للقانون العراقي

على خلاف موقف المشرع العراقي من شركات الاستثمار المالي، والتي نظمها في تشريعات عدة وافرد لها نظاما خاصا، فقد بقي المشرع العراقي حتى عام ٢٠١١ ساكتا عن اتخاذ موقف من صناديق الاستثمار، لكن لجدية الحاجة الى وجود قواعد قانونية تحكم مثل هذه الكيانات فقد وجدت بعض اللقعات التشريعية وان كانت اقل من مستوى الطموح، اذ صدرت عام ٢٠١١ تعليمات انشاء صناديق الاستثمار في العراق ثم صدرت في عام ٢٠١٢ تعليمات الحافظ الأمين رقم (١٧) لسنة ٢٠١٢ من الهيئة لعامة للأوراق المالية. ومن استقراء احكام التعليمات المذكورة اعلاه يمكن الخروج بتصور عن موقف القانون العراقي من صناديق الاستثمار. وسنعمل على البحث في ذلك في فرعين مستقلين.

الفرع الأول: موقف القانون العراقي من صناديق الاستثمار في ظل تعليمات

إنشاء صناديق الاستثمار لعام ٢٠١١

عالج المشرع العراقي صناديق الاستثمار معالجة تجعل من التصور التشريعي في القانون العراقي مغايرا للتصور في القوانين المقارنة وهذا يظهر من تعريف تعليمات صناديق الاستثمار بأنها " محفظة استثمارية كبيرة تتكون من

(١) المادة الأولى من نظام صناديق الاستثمار المالي الاماراتي رقم (٣٧) لسنة ٢٠١٢. وللمزيد حول صناديق الاستثمار الاسلامية ينظر: هيفاء مزهر الساعدي، مصدر سابق، ص ٤٥، ٥٥.

مجموعة مختلفة من الأوراق المالية ويدار بواسطة خبراء متخصصين يقومون بعمل دراسات عن افضل الشركات التي يمكن الاستثمار بها لضمان أفضل عائد ممكن^(١). ويتضح من النص المذكور الآتي:

١. أنه يرى الصندوق محفظة استثمارية. وإذا كان الصندوق محفظة استثمارية وفقا لمفهوم القانون العراقي فهذا يعني انه لا يمكن ان يكون من اشخاص تكوين المحفظة، بل تكون الجهة التي قامت بإنشاء الصندوق هي التي يصدق عليها وصف اشخاص التكوين. فيثبت هذا الوصف حسب القانون العراقي للمصرف الذي يؤسس صندوق الاستثمار. الا اننا بحثناه ضمن اشخاص تكوين المحفظة؛ لكون الدراسة مقارنة فضلا عن ان القوانين الاخيرة تعامله ضمن اشخاص تكوين محافظ الاوراق المالية.

٢. أنه اسماها محفظة استثمارية لكنه جاء بعد ذلك بعبارة " تتكون من مجموعة مختلفة من الأوراق المالية" وهذا يعني ان هناك خطأ وقع فيه النص، والصواب أن يسميها محفظة اوراق مالية لأن المحفظة الاستثمارية لا تتكون من الأوراق المالية فحسب.

٣. أنه فصل في مواصفات متولي الإدارة وكان يكفيه أن يذكر عبارة (ويدار بواسطة ادارة متخصصة).

ونعتقد ان تعليمات صناديق الاستثمار كما يبدو عدت صندوق الاستثمار مشروعا للمصارف واستندت في ذلك الى المادة (٢٧) من قانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤ التي نصت الفقرة الثانية منها " للبنك المركزي العراقي ان يشترط على المصارف حسبما يتراءى له ووفق الشروط التي يحددها ممارسة أنشطة

(١) المادة الأولى من تعليمات انشاء صناديق الاستثمار لسنة ٢٠١١

مصرفية معينة من خلال كيانات معينة تابعة ذات رأسمال منفصل يملكها المصرف ملكية كاملة أو يملك غالبية أسهمها." ويترتب على ذلك الآتي:

١. ان مؤسس صندوق الاستثمار وفقا للمعنى المتقدم يكونه مصرف حصرا.
٢. انه لا يتمتع بشخصية معنوية مستقلة بدلالة نص المادة أعلاه وتحديدا عبارة (كيانات معينة تابعة).
٣. ان رأسمال الصندوق يكون مستقلا عن اموال المصرف بمعنى انه خاص بالصندوق ولا تتداخل امواله مع اموال المصرف الذي انشأه.
٤. ان التعليمات المذكورة جعلت أنشطة صندوق الاستثمار تماثل او ربما تطابق أنشطة شركات الاستثمار المالي^(١) وهذا الامر محل نظر. فكيف يكون الصندوق عبارة عن مشروع لمصرف وليس جهة تكوين للمحافظ وبذات الوقت يمكنه ممارسة أنشطة تمارسها شركة الاستثمار المالي كشركة؟ الحق ان هذه النظرة المتحيرة لصندوق الاستثمار التي عكستها التعليمات المذكورة تجعل من صندوق الاستثمار غير واضح المعالم او غير محدد الهوية في القانون العراقي.
٥. ان الاضطراب الذي جاءت به التعليمات يمكن لمسه من خلال التضارب في المفاهيم التي جاءت بها التعليمات فهو مرة ينظر اليه كمشروع للمصارف ويجعله كيانا تابعا لها وليس مستقلا بذاته كما قدمنا. ومرة اخرى ينظر اليه على انه كيان قائم بذاته ويعطيه حق ممارسة الوساطة في سوق الأوراق المالية^(٢).

(١) راجع بهذا الشأن المادة (٢) من تعليمات انشاء صناديق الاستثمار لعام ٢٠١١ وكذلك المادة (٦) من نظام شركات الاستثمار المالي رقم (٦) لسنة ٢٠١١.

(٢) ينظر المادة (٣) من التعليمات ذاتها.

الفرع الثاني: موقف القانون العراقي من صناديق الاستثمار في ظل تعليمات

الحافظ الأمين رقم (١٧) لسنة ٢٠١٢

ان التأمل في الأحكام التي جاءت بها هذه التعليمات يظهر لنا الملاحظات

الآتية:

أولاً: انها استحدثت مركز الحفاظ الأمين وعرفته في المادة الأولى منها على انه "الشخص المعنوي المرخص له من قبل الهيئة لمزاولة نشاط الحفظ الأمين والقيام بأعمال حفظ وتحويل الأوراق المالية من حساب المستثمر لديه الى حساب المستثمر لدى الوسيط وبالعكس ودفع الالتزامات المترتبة على تداولها نيابة عن مستثمريها". وعللت التعليمات هذا الاستحداث بأنه " لغرض تطوير آليات حفظ حقوق المتعاملين بالأوراق المالية البائعين والمشتريين وتمكينهم من متابعة استثماراتهم ومراقبتها من خلال الحافظ الأمين وفق المعايير الدولية التي تشترط هذه الخدمة ومن اجل جذب الاستثمارات طويلة الأمد".

ثانياً: ان هذه التعليمات اوجدت شخصا اقرب ما يكون لجهة الادارة في صندوق الاستثمار فان تعمقنا في المعنى الذي جاءت به المادة (٤) ^(١) منها والتي حددت

(١) تنص المادة (٤) من التعليمات اعلاه وتحت عنوان " مهام الحافظ الأمين" على أنه : " تحدد

مهام الحفظ الأمين بموجب اتفاقية الحفظ الأمين المبرمة مع المستثمر والتي تشمل:

١ . فتح حساب للأوراق المالية لكل مستثمر واعداد ملف مستقل لكل منهم يشتمل على

كافة الأوراق والمستندات والتعاملات التي تمت على حسابه.

٢ . حفظ الأوراق المالية ومباشرة الحقوق المرتبطة بها بما في ذلك قبض الفوائد والأرباح

وحق الاكتتاب وحضور اجتماعات الجمعيات العمومية والتصويت فيها نيابة عن

المستثمر بناءً على تعليماته

مهام الحافظ الامين نجد أنها جمعت في يده صلاحيات أمين الاستثمار ومديره مع اطلاق يده في بعض الصلاحيات الموكلة اليه ومنها على وجه التحديد ما يتعلق بمباشرة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية والتي ذكرتها المادة الرابعة/٢ منها، والتي من اهمها قبض الفوائد والارباح وحق الاكتتاب وحضور اجتماعات الجمعيات العمومية والتصويت فيها نيابة عن المستثمر بناء على تعليماته. اي ان ما جاءت به المادة الرابعة من التعليمات يخرج عن حدود مهام الحافظ الأمين المعروفة في القوانين المقارنة^(١) والتي تنحصر معظمها بمهمة الحفظ المادي للأوراق والاصول والوثائق^(٢). ما يعني انها جعلت من مهام الحافظ الامين جوانب مهمة من الادارة الفنية للصندوق.

٣. إعلام المستثمر بكافة القرارات والاجراءات المتخذة من قبل الشركات المساهمة والمتعلقة بالحقوق المرتبطة بالأوراق المالية الخاصة به وفقا لوسيلة الاتصال المتفق عليها في اسرع وقت ممكن وبمراعاة مصلحة المستثمر
٤. قيد الرهونات الخاصة بالأوراق المالية او تجميدها بناء على رغبة المستثمر او من ينوب عنه.
٥. تحويل الأوراق المالية الى الوسيط (البائع) وقبول تحويل الأوراق المالية من الوسيط (المشتري) بواسطة السوق نيابة عن المستثمر وفق الاجراءات المنصوص عليها في اللائحة الداخلية للسوق والتي تعتمدها الهيئة.
٦. تقديم طلب تحويل ملكية الأوراق المالية الى مركز الايداع ضمن الحالات المستثناة من التداول.
٧. تحويل الأوراق المالية من حساب المستثمر لديه الى حسابه لدى حافظ امين اخر بناءً على طلب المستثمر"

- (١) كالنظام الاماراتي لصندوق الاستثمار رقم (٣٧) لسنة ٢٠١٢.
- (٢) تنص المادة (٣٤) من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي المذكور على أنه "تتمثل المهام الرئيسية للحافظ الأمين للصندوق فيما يلي:-

المطلب الرابع

أحكام صناديق الاستثمار

من اجل التعرف على القواعد القانونية المتعلقة بكيفية تأسيس صندوق الاستثمار وكيفية تكوينه وادارته لمحفظة الاوراق المالية فضلا عن طريقة استعمال الحقوق المقررة للأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة انعقد هذا المطلب والذي سنقسمه على فروع ثلاثة:

الفرع الأول: جهة تأسيس صندوق الاستثمار

ذكرنا في مناسبة البحث في خصائص صندوق الاستثمار انه عقد يضم مراكز قانونية ثلاثة أولها مؤسس الصندوق وهذا الطرف هو المسؤول عن انشاء الصندوق الاستثماري او تكوينه وغالبا ما يكون مؤسسة مالية متخصصة تكون بمثابة وسيط بين اصحاب الاموال والشركات التجارية والصناعية، ودوره كمؤسس ينتهي بتمام تأسيس الصندوق^(١).

ومن استقراء احكام القوانين التي نظمت صناديق الاستثمار وبالأخص القانون المصري والإماراتي المشار اليهما نجد ان احكام تأسيس صندوق الاستثمار تكاد تكون متقاربة فمؤسس الصندوق في القانون المصري اما ان يكون شركة

١. حفظ الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله.
 ٢. حفظ مستندات ملكية الأصول التي يستثمر فيها الصندوق أمواله.
 ٣. حفظ كافة المستندات والوثائق والعقود والتراخيص المتعلقة بأصول صندوق الاستثمار العقاري.
 ٤. متابعة الحركة اليومية لعمليات الشراء والبيع التي يقوم بها مدير الاستثمار أو من يناط به تلك المهمة وفقاً لطبيعة الصندوق وأن تتخذ الخطوات اللازمة لنقل الأرصدة من وإلى الصندوق حسب طبيعة العملية"
- (١) ينظر: هيفاء مزر الساعدي, مصدر سبق, ص٢٧.

مساهمة او شركة تأمين او مصرف^(١). وكذلك الحال في نظام صناديق الاستثمار الاماراتي^(٢) في حين حدده القانون القطري بأنه اما مصرف او شركة استثمار^(٣). وتحدد القوانين غالبا نسب معينة بين اموال شركة الصندوق و اموال المستثمرين حتى لا يبالغ الصندوق في قبول الاموال بحيث يصل الى درجة يعجز فيها عن حسن ادارتها^(٤).

ويصدر الصندوق في مقابل الأوراق المستثمرة فيه اوراقا مالية بصورة وثائق استثمار يشترك حاملوها في نتائج الاستثمار ويكتتب فيها عن طريق مصرف مرخص تكون بمجموعها محفظة الصندوق، يصطلح على تسميتها وحدات الصندوق وتكون متساوية القيمة وتخول اصحابها الحقوق ذاتها^(٥).

الفرع الثاني: إدارة صناديق الاستثمار

تدار محفظة الصندوق الاستثماري من قبل جهتين، على نحو ما سنبحث في النقاط الرئيسية الآتية:

أولاً: الإدارة العامة لصندوق الاستثمار.

وتتمثل هذه الادارة بتمثيل الصندوق امام الغير ووضع السياسة الاستثمارية له. كتحديد نشاطه بمجال معين من المجالات الاقتصادية وتحديد أجل بقائه ونوع رأسماله ومقداره وعدد الوثائق التي ستطرح للاكتتاب وهذه الادارة توكل الى مجلس

(١) ينظر: المادة (٤١) من قانون سوق المال المصري

(٢) ينظر المادة ٤٩ من النظام المذكور

(٣) تنص المادة (١) من قانون صناديق الاستثمار القطري رقم (٢٥) لسنة ٢٠٠٢ على أنه "مؤسس الصندوق هو البنك او شركة الاستثمار المرخص لها بتأسيس صناديق الاستثمار".

(٤) ينظر: د.علي فوزي ابراهيم، مصدر سابق، ص ١٦١.

(٥) ينظر المادة الأولى من تعليمات صناديق الاستثمار في العراق ٢٠١١، وايضا المادة الأولى من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي المذكور.

ادارة الصندوق^(١). والذي تعينه الجهة المؤسسة للصندوق^(٢). وهو يستعمل سلطاته دون تدخل من مدير الاستثمار. ونظرا لأهمية الادارة العامة للصندوق تشترط التشريعات المقارنة ان يتضمن مستند الطرح او نشرة الاكتتاب بيانات يتمكن من خلالها المكتتبين من معرفة توجهات الصندوق، ومن ثم يتخذون قرارهم بالاكتتاب بهذه الوثائق^(٣). وهذه الادارة تضع السياسة الاستثمارية عند تأسيس الصندوق، ما يعني ان المستثمرين لا يتدخلون في هذه السياسة؛ لأن انضمامهم يكون لاحقا على التأسيس فالمستثمر اما ان يقبلها كاملة او لا يفعل فلا يكتب بها اساسا^(٤).
لكن ينبغي التنبه الى مسألة تعديل السياسة الاستثمارية او البيانات التي سبق وتضمنتها نشرة الاكتتاب ، اذ يحق للمستثمرين وعن طريق الجمعية العمومية لمالكي وحدات الصندوق ان يتدخلوا وان يوافقوا او يعترضوا على التعديلات التي يقترحها مجلس الادارة^(٥).

ثانيا: الادارة الفنية لصندوق الاستثمار.

هذه الادارة تعنى بوضع الخطوات والآليات اللازمة لتنفيذ السياسة الاستثمارية التي سبق وان حددتها الادارة العامة. فان كانت سياسة الصندوق هي الاستثمار في الاسهم والسندات، فإن دور الادارة الفنية يكون بتحديد النسبة التي تحتويها محفظة الصندوق من كل منها. وهذه النسبة تختلف بحسب ظروف الاسهم والسندات في السوق، وهذه الادارة هي التي تحدد الجهات التي يستثمر فيها الصندوق امواله من

(١) ينظر: د. عبد الرحمن السيد قرمان، مصدر سابق، ص ٧٤.

(٢) ينظر المادة (٢٥) من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي.

(٣) ينظر المادة ١٠ من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي

(٤) ينظر: د. عبد الرحمن السيد قرمان، مصدر سابق، ص ٧٦.

(٥) ينظر المادة ١/٢٤ من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي.

بين المجال الذي حددته الادارة العامة وتحدد نسبة الأوراق المالية التي يمكن ان يتعامل فيها الصندوق^(١).

وتعتمد الادارة الفنية لصندوق الاستثمار على الكفاءة والتخصص في مجال ادارة الصناديق والتعامل في الأوراق المالية وسوق المال؛ لذا يتمتع مدير الاستثمار بقدر كبير من الاستقلال في اتخاذ القرارات اللازمة لتنفيذ وادارة نشاط الصندوق، وهذا يستلزم عدم تدخل شركة الصندوق في الادارة الفنية بطريقة تعيق عمل مدير الاستثمار اذ يقتصر دورها على وضع حدود صلاحياته في تنفيذ السياسة الاستثمارية فتعطيه قدرًا من الحرية في التنفيذ لكن لها ان تحاسبه في النهاية على نتائج ادارته وتحمله المسؤولية اذا اخطأ^(٢).

إن مدير الاستثمار يستقل بعمله حتى عن المستثمرين، فهؤلاء لا يستطيعون ممارسة حق الرقابة على اعمال المدير، على عكس الشركاء غير المديرين في الشركات عموماً^(٣). لكن بإمكانهم المطالبة باسترداد قيمة وثائقهم او حصصهم اذا لم تعجبهم اليات الاستثمار او السياسة الاستثمارية ذاتها، وهذا الاجراء قد يؤدي-اذا وصل الى حد معين- الى انقضاء الصندوق^(٤). لكن يبقى للمستثمرين الشكوى من تصرفات مدير الاستثمار الى الهيئة العامة للسوق باعتبارها جهة رقابة^(٥).

(١) ينظر: د. عبد الرحمن السيد قرمان, مصدر سابق, ص ٧٩.

(٢) ينظر: د. عبد الرحمن السيد قرمان, المصدر ذاته, ص ٧٩.

(٣) ينظر بهذا الشأن المادة (١٠٢) من قانون الشركات المعدل

(٤) كما لو زادت نسبة لانسحابات من الصندوق عن ٥٠% من اجمالي من رأسمال الصندوق

راجع بهذا الخصوص المادة (١٦٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري

(٥) ينظر المادة (٢٩) من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي.

الفرع الثالث: حقوق المستثمرين في محفظة صندوق الاستثمار

على اتصال بمسألة ادارة صندوق الاستثمار يثار تساؤل حول الجهة المختصة باستعمال الحقوق المقررة للأوراق المالية المكونة لمحفظة صندوق الاستثمار، فالسهم مثلا يخول صاحبه مجموعة من الحقوق المالية وغير المالية^(١)، اهمها نصيبه من الارباح وحضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة والتصويت وغيرها من الحقوق، وكذلك السند فإنه يخول صاحبه هو الآخر حقوقا منها الحق في الحصول على الفائدة واسترداد القيمة^(٢) ومزايا اخرى قد تصل الى حد امكانية تحويل السند الى سهم في بعض القوانين^(٣). والمسألة المهمة هنا هل ان مباشرة هذه الحقوق يدخل في اختصاص الادارة العامة؟ ام تكون من ضمن صلاحيات الادارة الفنية؟

بداية يمكن القول ان استعمال الحقوق المقررة للأوراق المالية التي تتكون منها محفظة الصندوق هي من صلاحيات الادارة الفنية أي مدير الاستثمار، فهذا الاخير هو المختص باستعمال هذه الحقوق باعتباره وكيلًا عن صندوق الاستثمار بموجب عقد الادارة المبرم بينه وبين شركة الصندوق.

لكن بالنظر لأهمية استعمال حق التصويت المقرر للأسهم التي يحتويها الصندوق تجاه الشركات المصدرة لها. فان الحق في حضور اجتماعات الهيئات العامة للشركات التي يستثمر الصندوق امواله في شراء عدد من اسهمها لا تثبت لمدير الاستثمار، بل يثبت لمجلس ادارة صندوق الاستثمار؛ لأن هذا الأخير فضلا عن كونه صاحب الادارة العامة ، فإنه هو وحده من يحمل صفة المساهم ،اذ ان مدير الاستثمار ليس مالكا للأوراق المالية .ومع ذلك يجوز لمجلس الادارة ان ينيب

(١) ينظر بشأنها: د. باسم محمد صالح ود. عدنان احمد ولي العزاوي، القانون التجاري (الشركات

التجارية) بيت الحكمة، بغداد، ١٩٨٩، ص ٢١٥-٢١٧

(٢) ينظر بشأنها: د. لطيف جبر كومانبي، مصدر سابق، ص ٢٠٨.

(٣) ينظر: د. عبد الرحمن السيد قرمان، مصدر سابق، ص ٩٠.

عنه مدير الاستثمار في حضور اجتماعات الشركات المصدرة للاسهم، وفي هذه الحالة يجمع مدير الاستثمار بين الادارة الفنية والمالية، المتمثلة ببيع وشراء وتغيير الأوراق المالية المكونة للمحفظة، وبين احد اهم عناصر الادارة العامة لصندوق الاستثمار المتمثل باستعمال حق التصويت المقرر للسهم^(١).

لكن يجدر الالتفات إلى ان مسألة استعمال حقوق المساهم في حضور اجتماعات الهيئة العامة تختلف عن مسألة عضوية مجالس ادارة الشركات التي يمتلك الصندوق نسبة من اسهمها، اذ حرصت بعض القوانين على التأكيد على عدم جواز الاشتراك في عضوية مجالس ادارة الشركات، سواء بالنسبة للإدارة العامة أم الفنية^(٢).

الخاتمة

وصولاً بالبحث لوجهته لآبد من ان نسجل اهم ما توصلنا اليه من نتائج وما نراه بصددها من توصيات وذلك في نقطتين رئيسيتين: -
أولاً: نتائج الدراسة.

١. ان نشاط تكوين محفظة الأوراق المالية ليس حكراً على جهة معينة الا ان ثمة شركات يتمثل نشاطها الفعلي الرئيس في تكوين هذه المحافظ كشركة الاستثمار المالي التي تتأسس لغرض تكوين وادارة المحافظ.

(١) ينظر: د. عبد الرحمن السيد قرمان, مصدر سابق ص ٨٥.

(٢) تنص المادة (٢٨) من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي تحت عنوان "تعارض المصالح وعضوية الصندوق في مجالس ادارة الشركات على أنه "لا يجوز لصندوق الاستثمار أو لأي من أعضاء مجلس ادارته أن يكون عضواً في مجالس ادارة الشركات التي يستثمر فيها جزء من امواله, كما لا يجوز لمدير الاستثمار و اي من أعضاء مجلس ادارته او مسؤوليه او موظفيه وكذا اعضاء اللجنة الشرعية لصندوق الاستثمار الاسلامي التمثيل فيه بصفتهم الشخصية في مجالس ادارات الشركات التي يستثمر الصندوق جزء من امواله في اسهمها".

٢. أن شركة الاستثمار المالي هي شركة مساهمة ذات غرض محدد وليست شكلا مستقلا من اشكال الشركات حسب ما يوحي بذلك المنهج المضطرب الذي اعتمده المشرع العراقي بالنسبة لتعداده لأنواع الشركات في قانون الشركات المعدل.
٣. جمع المشرع العراقي بين الملكية والادارة بالنسبة لمحافظ الأوراق المالية التي تكونها شركة الاستثمار المالي وسمح لها فضلا عن ذلك بإدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، وحسنا فعل.
٤. تشترك شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار بالآليات والصيغ الفنية التي تتبناها في تكوين وادارة المحافظ وتقيمان محافظهما على مبدأ توزيع المخاطر.
٥. تتداخل مهام الادارة والتكوين في شركة الاستثمار المالي وصندوق الاستثمار؛ اذ انه لا توجد حدود فاصلة بين التكوين والادارة؛ لان حسن اختيار الأوراق المالية كأمر لازم لتكوين المحفظة هو بالوقت ذاته ادارة فنية للأوراق، اضعف الى ذلك انه لا توجد حدود فاصلة بين ادارة المحفظة او الصندوق بما يشتمل عليه من اوراق مالية وبين التصرف بهذه الاوراق، لان الاستثمار بالمحافظ او صناديق الاستثمار قائم على فكرة التغير المستمر على مكوناتها بعد عمل المقارنات اللازمة واستبعاد الأوراق التي تقل عوائدها عن نظيراتها. وهذه الاجراءات تنطوي على اعمال تصرف وادارة بالوقت ذاته، على خلاف القواعد العامة في القانون المدني والتي تضع حدودا فاصلة وواضحة بين اعمال الادارة والتصرف.
٦. يتمتع صندوق الاستثمار في معظم القوانين المقارنة بالشخصية المعنوية. اما في القانون العراقي فيبدو انه لا يتمتع بها؛ لأنه جعله تابعا للمصرف

الذي يؤسسه على الرغم من ان القانون الاخير اعترف له بتمتعه برأسمال منفصل عن جهة التأسيس.

٧. تتمتع جهة الادارة في صندوق الاستثمار باستقلال عن جهة التأسيس من جهة وعن المدخرين من جهة ثانية. ويضطلع مدير الاستثمار بالدور الأهم ويمارس الاعمال الادارية التنفيذية التي يمكن من خلالها وضع السياسة الاستثمارية التي حددتها الادارة العامة موضع التنفيذ.

٨. ينظر القانون العراقي الى صندوق الاستثمار بوصفه محفظة كبيرة او مشروع استثماري لجهة معينة وهو امر مغاير لما ذهبت اليه التشريعات المقارنة اذ جعلت منه من اشخاص تكوين محفظة الاوراق المالية.

ثانيا: التوصيات.

نوصي المشرع العراقي بالآتي:

١. جمع الاحكام القانونية الخاصة بشركة الاستثمار المالي في قانون مستقل عوضا تشتيها بين حزمة من التشريعات، لتلافي تنظيمها بشكل مضطرب؛ ذلك لأهمية هذه الشركة والتي اعترف بها المشرع في اكثر من وضع في قانون الشركات المعدل. ونلفت المشرع العراقي الى اهمية النظر الى شركات الاستثمار المالي على انه نوع متخصص من انواع الشركات المساهمة وليست نوعا آخر من انواع الشركات.

٢. تنظيم صناديق الاستثمار بقانون مستقل يراعى في اعداده جمع الاحكام التي جاءت بها تعليمات انشاء صناديق الاستثمار لعام ٢٠١١ وتعليمات الحافظ الأمين رقم (١٧) لعام ٢٠١٢ مع مراعاة الدقة في تشريعه وتجاوز التناقضات التي جاءت بها تلك التعليمات والاهتداء في ذلك بالقوانين المقارنة وعلى رأسها القانون الاماراتي.

٣. على المشرع العراقي النظر الى صناديق الاستثمار على انها من اشخاص تكوين محفظة الاوراق المالية واعطاءه الصلاحيات اللازمة لتكوينها وهذا يستلزم الاعتراف له بالشخصية المعنوية.
وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

مصادر البحث

اولاً: الكتب القانونية.

١. د. باسم محمد صالح، القانون التجاري، القسم الأول، العاتك لصناعة الكتاب، بيروت، السنة غير مذكورة.
٢. د. باسم محمد صالح ود. عدنان احمد ولي العزاوي، القانون التجاري (الشركات التجارية) بيت الحكمة، بغداد، ١٩٨٩.
٣. د. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مطبعة جامعة الكويت، الكويت، ١٩٩٥.
٤. د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥.
٥. د. صلاح امين ابو طالب، الشركات القابضة في قانون قطاع الاعمال العام مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي،
٦. د. عبد الرحمن السيد قرمان، الجوانب القانونية في ادارة صناديق الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الثانية.
٧. د. عبد المجيد الحكيم، الموجز في شرح القانون المدني، مصادر الالتزام، المكتبة القانونية، بغداد، ٢٠٠٧م.
٨. د. علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي، ٢٠١٢.

٩. د. علي فوزي ابراهيم الموسوي ، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٨م.
١٠. د. محمد طه البشير ود. غني حسون طه، الحقوق العينية الجزء الاول الحقوق العينية الاصلية مكتبة السنهوري، بغداد، ٢٠٠٨،
ثانيا الرسائل والاطاريح:

١. سهام سوادى طعمة الطائي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي- دراسة مقارنة- رسالة ماجستير مقدمة الى كلية القانون/جامعة بغداد، ٢٠٠١م،
٢. هيفاء مزهر الساعدي، شركة صندوق الاستثمار دراسة مقارنة، اطروحة مقدمة الى كلية القانون/جامعة كربلاء، ٢٠١٤.

ثالثا: البحوث

١. د. خالد سعد زغلول حلمي، النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار -عرض للتجربة الكويتية، بحث مقدم لمؤتمر الأوراق المالية والبورصات المنعقد في كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، ٢٠٠٧.
٢. د. خالص نافع امين، خصوصية شركات الاستثمار المالي في التشريع العراقي، ص ٨ ، ٩ بحث منشور على الرابط:
<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=69023>
٣. د. علي كاظم الرفيعي ود. علي ضاري، طبيعة علاقة الشركة القابضة بالشركات التابعة، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية/جامعة بغداد، المجلد الثاني والعشرون، العدد الاول، ٢٠٠٧.

رابعا: القوانين.

١. القانون المدني العراقي رقم ٤٠ لسنة ١٩٥١.

٢. قانون توظيف المال المصري رقم (١٤٦) لسنة ١٩٨٨
٣. نظام شركات الاستثمار المالي رقم (٥) لسنة ١٩٩٨
٤. قانون الأوراق المالية الاردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢
٥. قانون الصناديق الاستثمارية القطري رقم (٢٥) لسنة ٢٠٠٢
٦. تعليمات رقم (٤) لسنة ٢٠١٠ المتعلقة بتسهيل تنفيذ قانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤
٧. قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل بالأمر (٦٤) لسنة ٢٠٠٤
٨. قانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤م
٩. قانون الاستثمار رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٦.
١٠. تعليمات انشاء صناديق الاستثمار لسنة ٢٠١١
١١. نظام شركات الاستثمار المالي رقم (٦) لسنة ٢٠١١م
١٢. نظام صناديق الاستثمار الاماراتي رقم (٣٧) لسنة ٢٠١٢

خامسا: المواقع الالكترونية

1. **FASB Amends Investment Company Criteria, Measurement, and Disclosure Requirements, Defining Issues,** an article available on:

<http://www.kpmg.com/BM/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Investments/DefiningIssuesInvestmentCompanyCriteria.pdf>

2. Ajay Khorana, Henri Servaes and Peter Tufano,

The World of Mutual Funds, p.22.a working paper available on:

http://www.london.edu/facultyandresearch/research/docs/world_of_funds.pdf

3. understanding mutual funds, an article available on:

http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Investors/res_mutual-funds_en.pdf

4. <http://marz.kau.edu.sa>