

الملخص

تؤثر أسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول المختلفة سواء أكانت النامية أم المتقدمة؛ وسبب ذلك هو جذب الاستثمارات، وتجميع المدخرات، وتنمية الاقتصاد، إذ أنها تشكل آلية هامة من آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الكبيرة، وذلك من خلال تحريك المدخرات وتوجيهها وتحويلها من أموال مجمدة إلى رأسمال موظف في النشاطات الاقتصادية من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأوراق المالية داخل هذه الأسواق.

والسلعة الوحيدة التي يتم التعامل بها داخل هذه الأسواق هي الأوراق المالية، فهي عصب الحياة لهذه الأسواق، فقد بات الاستثمار في الأوراق المالية من الأنشطة الأساسية التي تمارس بكثافة منقطعة النظير، إذ يلاحظ اتجاه فئة كبيرة من المستثمرين والمدخرين بالعزوف عن الاستثمار المباشر وذلك بإنشاء المصانع والمزارع إلى الاستثمار غير المباشر في سوق الأوراق المالية كمكان مفضل لتكوين الثروة.

المقدمة

أولاً: جوهر فكرة البحث:

تتنوع الأوراق المالية التي يجري التعامل عليها في الأسواق المالية، إذ أن هذه الأسواق دائماً ما تبحث عن وسائل جديدة لجذب المستثمرين للاستثمار لديها، فقد تكون الأسهم أهم وأقدم الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق فضلاً عن السندات وغيرها، وهناك تشكيلة متنوعة وحديثة من الأوراق المالية ظهرت لتلائم حاجات المستثمرين منها وثائق الاستثمار، التي أخذت بالظهور بقوة في الآونة الأخيرة؛ لما تحققه من مزايا للمستثمرين الذين ليست لهم القدرة على تكوين محفظة خاصة بهم من الأوراق المالية أو أولئك الأشخاص الذين لا يملكون الوقت لإدارة محفظتهم الخاصة، كما أن هذه الورقة المالية تمكن المستثمرين الذين ليس لديهم العلم و الدراية بالسوق المالية من الاستثمار في هذه الأسواق من خلال الاشتراك بصناديق الاستثمار التي تصدر هذا النوع من الأوراق المالية. فوثائق الاستثمار تجمع مزايا العديد من الأوراق المالية فضلاً عن أنها تساعد في تنشيط أسواق الأوراق المالية، وللتعرف على ما يتمتع به حملة تلك الوثائق من مركز قانوني فإنه لا بد من أن نبحث كل المسائل المتعلقة بتلك الورقة المالية من تعريفها وبيان خصائصها وأنواعها وتمييزها عما يشتهر بها وصولاً إلى بيان ما يتمتع به حملة تلك الوثيقة من حقوق وما يلتزمون به من التزامات.

ثانياً: أهمية البحث

تتداخل أهمية موضوع المركز القانوني لحملة وثائق الاستثمار مع أسباب اختياره ويمكن إجمالها بالآتي:

١. تبرز أهمية الموضوع من خلال أهمية وثائق الاستثمار ذاتها؛ لما تحققه من مصلحة مزدوجة للمستثمرين والاقتصاد الوطني على حدٍ سواء، إذ إنها تمكن صغار المستثمرين من أن تكون لهم حصة شائعة في محفظة استثمارية، وهي مهمة للاقتصاد الوطني؛ إذ تساعد في إنعاش سوق الأوراق المالية من خلال جذب مدخرات صغار المستثمرين لاستثمارها في تداول الأوراق المالية، فهي تساعد على تحويل هذه المدخرات المجمدة إلى أموال سائلة يتم استثمارها في مجالات الاستثمار المختلفة.

٢. تعد وثائق الاستثمار أحد أهم الأساليب الحديثة والفعالة في تفعيل وتنشيط حركة التعاملات في أسواق الأوراق المالية؛ لأنها توسع من قاعدة المتعاملين داخل هذه الأسواق، ومما لا يخفى أن سوق العراق للأوراق المالية بأمس الحاجة إلى تنشيط التعاملات فيه، لذلك فإن إدخال وثائق الاستثمار إلى هذا السوق سيؤدي إلى التنوع في الأوراق المتداولة ويوسع من قاعدة الشركات المتعاملة في الأوراق المالية، وهذا بدوره سينعكس على نشاط السوق وحجم تداولاته دون أن تقتصر على الأسهم والسندات.

٣. أوجد المشرع العراقي في ظل التجربة الحديثة لسوق العراق للأوراق المالية هذا النوع من الأوراق المالية، إذ أشار إليها في الفقرة (١١) من المادة (١) من النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لعام ٢٠٠٨ عندما عرف الأوراق المالية بأنها (شهادات قابلة للتداول بما في ذلك أسهم الشركات المساهمة أو صناديق الاستثمار المشتركة...)، وكذلك أشارت تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق في المادة (٢) إلى (... أية أدوات مالية أخرى...)، غير إنها إشارة مقتضبة لا تتلاءم مع طبيعة تلك الأوراق والدور الذي تلعبه في سوق الأوراق المالية؛ لذا كان من الضروري بحث الموضوع وتخليط الضوء على هذا النوع المستحدث من الأوراق المالية.

٤. أشار مشروع قانون سوق الأوراق المالية لعام ٢٠٠٨ في القسم (٢) إلى وثائق الاستثمار في المادة (٤) وسماها بالأسهم أو الوحدات إذ نصت المادة أعلاه على (أسهم أو وحدات صادرة عن صندوق الاستثمار)، لذا كانت الحاجة ملحة لدراسة الموضوع والتنظيم المتوقع له عند صدور هذا القانون في المستقبل القريب.

٥. إن لوثائق الاستثمار أحكامها الخاصة التي تميزها عن الأوراق المالية التقليدية الأمر الذي يقتضي البحث والتعمق في دراسة وثائق الاستثمار بهدف بيان تلك الأحكام.

٦. الغموض في تحديد المركز القانوني لحملة تلك الوثائق بسبب حداثة نشأتها وعدم التنظيم القانوني الدقيق لها مما يستلزم تسليط الضوء بشكل علمي معمق على ذلك المركز وبيان كل ماله صلة بارتباط تلك الورقة بملكوها.

ثالثاً : مشكلة البحث

التشريع التجاري العراقي لم ينظم غير الأسهم والسندات وهي أوراق مالية تقليدية، إلى أن صدر القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية لعام ٢٠٠٤ الذي نُقل اقتصاد العراق بموجبه من هيمنة الاقتصاد العام الاحتكاري إلى الاقتصاد الحر، وقد تضمن هذا القانون الإشارة إلى إدخال أنواع جديدة من الأوراق المالية ومنها وثائق الاستثمار، لكنه لم يفصل في أحكام هذه الورقة المالية لذا وضعنا هذه الدراسة من أجل معالجة الاشكاليات الآتية :

١. ماهية وثائق الاستثمار، وهل يمكن للشركة المساهمة التقدم بطلب لإنشاء صندوق استثماري وطرح وثائق الاستثمار في سوق العراق؟

٢. كيف يمكن الحصول على وثائق الاستثمار وبأية طريقة يتم تملكها ؟

٣. ما هي الآثار التي تترتب على امتلاك تلك الوثائق، وهل ترتب لحاملها حقوقاً وتفرض عليه في ذات الوقت التزامات؟

رابعاً: فرضية البحث

تكمن الفرضية الأساسية للبحث في حداثة وثيقة الاستثمار مما سبب نقصاً أو انعداماً في التنظيم القانوني وهو ما سيتمشى مع كل تفاصيل هذا البحث خاصة في القانون العراقي والذي يخلق بالتأكيد المشاكل بشأن ما يتمتع به حامل تلك الورقة من حقوق وما تترتب عليه من التزامات نابعة من طبيعة تلك الورقة وضرورات استحداثها في الأسواق العالمية.

خامساً : نطاق البحث

تهدف هذه الدراسة إلى بحث القواعد التي تحكم وثائق الاستثمار من جانب قانوني من حيث تحديد ماهية وثائق الاستثمار وبيان أحكامها.

وبالتالي نستبعد بحث مسألة تحديد القانون الواجب التطبيق على وثائق الاستثمار كونها تدخل في نطاق القانون الدولي الخاص.

ويختص بحثنا بدراسة التشريع المنظم لسوق الأوراق المالية في القانون العراقي الصادر بأمر سلطة الائتلاف بالأمر رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه، فضلاً عن قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل، ومقارنته بالعديد من التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية وقوانين الشركات، وهي القانون المصري والقانون الكويتي، فضلاً عن دراسة القانون الأمريكي.

سادساً: منهج البحث وهيكلته

سنعتمد في دراستنا لموضوع المركز القانوني لحملة وثائق الاستثمار على المنهج التحليلي المقارن بين القوانين محل الدراسة وهي العراقي والكويتي والمصري والأمريكي، وسنقسم البحث إلى ثلاثة مباحث نخصص الأول منها لتعريف وثائق الاستثمار وبيان خصائصها أما الثاني فسيكون لأنواع وثائق الاستثمار وتميزها عما يشتهر بها وأخيراً سيكون الثالث لحقوق والتزامات حاملي وثائق الاستثمار.

المبحث الأول

تعريف وثائق الاستثمار وبيان خصائصها

إن وثائق الاستثمار بوصفها ورقة مالية مستحدثة ظهرت في وقت ليس ببعيد لتكون محلاً للتداول في سوق الأوراق المالية، وقد اختلفت التعريفات بشأنها سواءً أكان ذلك على نطاق القوانين المنظمة لها أم الفقه، لذلك سنتناول في هذا المطلب الأول تعريف وثائق الاستثمار ومن ثم بيان خصائصها في مطلب ثان:

المطلب الأول

تعريف وثائق الاستثمار

أن صندوق الاستثمار هو المصدر لهذه الورقة المالية فقد أرتبط ظهورها بصناديق الاستثمار، التي يعود ظهورها إلى القرن التاسع عشر عندما ظهرت في أوروبا ، فقد أنشئ أول صندوق استثماري في هولندا عام ١٨٢٢م ، بعد ذلك انتقلت إلى إنكلترا عام ١٨٧٠م ، إذ تستند فكرة صناديق الاستثمار فيها إلى فكرة الترسر ، فإنكلترا أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات ، ويتمثل جوهر هذا النظام في التزام شخص يسمى الأمين بتلقي بعض الأموال من الغير لغرض إدارتها لحسابهم ويسمى هؤلاء المنتفعون.^١

وبدأ انتشار تجربة وثائق الاستثمار في بريطانيا وانتقلت بعد ذلك إلى أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية وتطورت شيئاً فشيئاً ، ثم حققتها بعد ذلك الدول العربية^٢ مع تنظيم تشريعي متباين من دولة إلى أخرى ومن سوق مالي إلى آخر بحسب الحاجة والنمو الاقتصادي وتطور السوق المالي مع وجود أساسيات مشتركة لكل تلك الدول التي نظمتها.

أما عن تعريف وثائق الاستثمار فلم يرد في القانون العراقي تعريف لوثائق الاستثمار سواءً أكان ذلك على نطاق قانون الشركات العراقي أم القوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية، إلا أن النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لعام ٢٠٠٨ قد أشار إلى هذه الورقة المالية في م / ١١ بقرة ١١ بأنها: (شهادات قابلة للتداول تمثل قيمة مالية بما في ذلك أسهم الشركات المساهمة أو صناديق الاستثمار المشتركة أو السندات التي تصدرها المؤسسات...) فهذه المادة أشارت صراحةً إلى الوثائق التي تصدرها صناديق الاستثمار المشتركة.

غير إن مشروع قانون سوق الأوراق المالية^٣ قد أشار إليها صراحةً وسماها بالأسهم أو الوحدات عندما عرفت المادة (٤) من القسم ٢ الأوراق المالية بأنها (أي حقوق ملكية أو أية أدوات مالية متعارف عليها أنها أوراق مالية وتعدّها الهيئة كذلك)، ثم عدت هذه المادة ما يعدّ ورقة مالية على وجه الخصوص في ضمنها ما جاء في الفقرة ٤ - (أسهم أو وحدات صادرة عن صندوق الاستثمار).

أما في مصر فإن قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قد أشار في المادة (٣٦) منه لوثائق الاستثمار التي يصدرها الصندوق ولكنه لم يعرفها غير إن اللائحة التنفيذية في المادة (١٤١) عرفت وثيقة الاستثمار بأنها (ورقة مالية تمثل حصة حامل الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق).

ومن خلال هذا التعريف نجد إن القانون المصري ركز على ما تمثله هذه الورقة من حق مالي لحاملها في صافي قيمة الصندوق. وقد حدد طبيعة هذه الوثيقة بأنها ورقة مالية، وبالتالي فهي تتميز بالخصائص العامة للأوراق المالية كقابليتها للتداول غير إنه لم يشر إلى حقوق حامليها أو إلى التزاماتهم كما أنه ركز على ما تمثله من حصة في صافي قيمة أصول الصندوق، وهذا الحق لا يمكن الحصول عليه إلا بعد انتهاء الصندوق وتصفية موجوداته، لأنه لا يمكن معرفة قيمة أصول الصندوق قبل ذلك الوقت.

في حين تناول القانون الكويتي تعريف وثائق الاستثمار الذي سماها بالوحدة الاستثمارية في اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الذي نظم وثائق الاستثمار والصناديق التي تصدر هذه الورقة المالية ضمن أنظمة الاستثمار الجماعي وعرفها في المادة (٢٩٦) من اللائحة بأنها (ورقة مالية قابلة للتجزئة تمثل حصة في صندوق الاستثمار وتخول حاملها مباشرة كافة الحقوق الناشئة عنها باعتباره مالكاً على الشئوع في هذا الصندوق).

إن القانون الكويتي سلك مسلك القانون المصري عندما عرف وثيقة الاستثمار بأنها ورقة مالية وأنها تمثل حصة لحاملها في صندوق الاستثمار التي يصدرها لكنه جعل هذه الورقة المالية قابلة للتجزئة ومن ثم يمكن أن تكون مملوكة لأكثر من شخص. في حين نجد إن المشرع المصري لم ينص على ذلك، إذ لا يمكن أن تكون وثيقة الاستثمار قابلة للتجزئة في القانون المصري. وأشار المشرع الكويتي إلى أن حامل الوثيقة الاستثمارية يملك ملكية شائعة في صندوق الاستثمار؛ وهذه الملكية تخوله الحقوق الناشئة عنها كافة وفي الوقت نفسه تفرض عليه التزامات.

أما في أمريكا فلم يضع المشرع هناك تعريفاً لوثائق الاستثمار إنما ذكرها في المادة (١ من القسم ٢) من قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ عندما تولت هذه المادة تحديد الأوراق المالية و في ضمنها وثائق الاستثمار، ويلاحظ إن المشرع الأمريكي أستعمل لفظين للدلالة على وثائق الاستثمار فتارة يطلق عليها وحدات، وتارة أخرى أسهم.

وهذه التعاريف التي وضعتها التشريعات المختلفة ركزت على ما تمثله وثيقة الاستثمار بصفاتها تمثل حصة لحاملها في ما ينتج عن صندوق الاستثمار، ولم تستطع أن تضع تعريفاً عاماً شاملاً بحيث تدرج تحته كل ورقة مالية إذا ما توافرت فيها شروط معينة بعدها وثيقة استثمارية.

لذلك اجتهد الفقه لوضع تعاريف عدة من أجل الوصول لمفهوم عام شامل لهذه الورقة المالية ، من هذه التعاريف: (إنها الصكوك التي تسلمها صناديق الاستثمار مقابل المبالغ النقدية التي يودعها الراغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية).^٦

أو هي (أوراق مالية تصدرها صناديق الاستثمار مقابل الأموال التي يتلقاها الصندوق من المستثمرين).^٧

وهذان التعريفان لم يستطيعا أن يحددا مفهوم وثائق الاستثمار بشكل دقيق شأنهما في ذلك شأن التعاريف التشريعية في أعلاه، فهما لم يبيئا خصائص هذه الورقة المالية كقابليتها للتداول، وإنها تصدر بقيمة إسمية واحدة بالنسبة للإصدار الواحد ولم يشيرا إلى كيفية صدورهما، والذي يتم عن طريق الاكتتاب وفيما إذا كانت إسمية أو لحاملها وكذلك لم يبيئا حقوق مالكيها والالتزامات التي تترتب عليهم وإنما جاءت لتركز على الحق الذي تمثله بعدّها حصة لحامل الوثيقة في ناتج تصفية الصندوق.

وعُرفت كذلك بأنها (أوراق مالية تصدرها صناديق الاستثمار مقابل أموال المستثمرين بقيمة إسمية واحدة في ذات الإصدار، وتتخذ الشكل الإسمي أو لحامله وقابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية)^٨

وهذا التعريف وإن كان أشار إلى بعض خصائص هذه الورقة المالية كونها قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وأستعمل مصطلح ورقة مالية وحدد شكل هذه الورقة بان تكون إسمية أو لحاملها، وبأنها تصدر بقيمة إسمية واحدة في ذات الإصدار؛ الواحد لكنه لم يشر إلى أن عملية الإصدار تتم عن طريق الاكتتاب، وكذلك لم يبين حقوق مالكيها والتزاماتهم: كالمشاركة بالأرباح وتحمل خسائر الصندوق. كذلك لم يشر إلى حق حملة الوثائق باسترداد قيمة الوثيقة الاستثمارية.

وفي تعريف آخر عرفت إنها (وثائق تعاقدية إسمية أو لحاملها قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية تصدرها صناديق الاستثمار المتخذة شكل شركة مساهمة مقابل أصول تتلقاها لاستثمارها في الأوراق المالية أو في غيرها من مجالات الاستثمار بترخيص خاص والتي يعطي لحاملها حق المشاركة في الأرباح أو الخسائر وتخول لهم حقوقاً متساوية مع حقهم في استرداد قيمتها في أي وقت قبل انقضاء مدتها طبقاً لقيمة الإصدار أو قيمة آخر سعر إقبال لها في البورصة أيهم أقل مع حقهم في ناتج التصفية بنفس درجة ومرتبة المساهمين وبنسبة رأسمال كل منهم).^٩

ويبدو هذا التعريف أفضل مما سبق لأنه ذكر أهم خصائص وثائق الاستثمار بأنها إما أن تكون إسمية أو لحاملها وإن وثيقة الاستثمار تمنح حاملها حقوقاً متساوية؛ لأنها تصدر بقيمة إسمية واحدة بالنسبة لذات الإصدار. وأشار إلى حق حملة الوثائق بالمشاركة في الأرباح مع تحملهم الخسائر وحقهم باسترداد قيمتها في أي وقت قبل انقضاء مدة الصندوق. ولكنه لم يبين أن التعاقد يتم عن طريق الاكتتاب وعلى وفق شروط

معينة، كما أنه أشار إلى أن التداول يتم داخل سوق الأوراق المالية في حين إن ليس كل وثائق الاستثمار قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وإنما يمكن أن يتم التداول خارج السوق.

وعرفت أيضاً بأنها (صك يتم الاكتتاب فيه بطريق الاكتتاب العام عن طريق أحد البنوك المرخص لها من وزير الاقتصاد صادر من احد صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركة مساهمة لقاء ما تسلم من مبالغ نقدية من المكتتبين ويشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق).^{١٠}

وهذا التعريف بين إن الحصول على وثائق الاستثمار يكون من خلال الاكتتاب، وأشار إلى مشاركة حملة الوثائق في نتائج استثمارات الصندوق سواءً أكانت إرباحاً أم خسائر، لكن لم يبين أهم خصائص الأوراق المالية عموماً وهي قابليتها للتداول، كما إنه أشار إلى أن الاكتتاب يتم عن طريق أحد المصارف المرخص لها بذلك من وزير الاقتصاد. وكان من الأفضل الاكتفاء بأن يتم الحصول عليها عن طريق الاكتتاب؛ وذلك لاختلاف الجهات التي تمنح الترخيص للمصارف للقيام بعملية الاكتتاب، كما أن تملك هذه الورقة المالية لا يكون من خلال الاكتتاب العام فقط وإنما بالاكتتاب الخاص أيضاً.

ويمكن من خلال ما سبق أن نعرف وثائق الاستثمار (بأنها أوراق مالية إسمية أو لحاملها قابلة للتداول تصدرها صناديق الاستثمار عن طريق الاكتتاب بقيمة إسمية واحدة وتمنح حاملها حقوقاً متساوية في الحصول على الأرباح واسترداد قيمة الوثيقة الاستثمارية مقابل التزامهم بتحمل الخسائر).

المطلب الثاني

خصائص وثائق الاستثمار

من تعريف وثائق الاستثمار يتبين لنا أهم خصائصها التي يمكن إيضاحها بالآتي:

أولاً - وثائق الاستثمار ورقة مالية إسمية أو لحاملها

من خصائص وثائق الاستثمار إنها ورقة مالية تصدر بصيغتين إسمية أو لحاملها. وتكون وثائق الاستثمار إسمية عندما تسجل باسم شخص معين، أي أن يذكر فيها أسم مالكها، وعندما يراد نقل ملكيتها من شخص لآخر لابد من إتباع إجراءات معينة سواءً أكان نقل ملكيتها عن طريق التداول في سوق الأوراق المالية أم خارج سوق الأوراق المالية. أما وثائق الاستثمار لحاملها فهي التي لا يذكر فيها أسم مالكها، وتعرف بأرقامها، وتخضع لقاعدة الحيافة في المنقول سند الملكية؛ وتنتقل من شخص لآخر بالمناولة اليدوية أو التسليم.^{١١}

ولوثائق الاستثمار الإسمية مزايا عدة عند مقارنتها بوثائق الاستثمار لحاملها، إذ لا يخشى على وثائق الاستثمار الإسمية من الضياع أو السرقة، كما يمكن معرفة مالكي رأس المال في الصندوق الاستثماري من خلال الاطلاع على سجل حملة الوثائق في الصندوق الاستثماري، كما أن الانتقال السريع لوثائق الاستثمار لحاملها قد يكون سبباً في خلق الأزمات المالية على الرغم من أنها تستجيب للسرعة المطلوبة في التعاملات التجارية.^{١٢}

وقد أخذ المشرع المصري بالصيغة الإسمية وهذا ما أشارت إليه المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بأن إصدار وثائق الاستثمار يكون بصيغة إسمية ، وعلى الرغم من أن المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ كانت تجيز إصدار وثائق استثمار لحاملها وذلك بعد توفر شروط معينة حددتها المادة أعلاه ، وهذه الشروط هي موافقة الهيئة العامة لسوق رأس المال وأن لا تزيد قيمة الإصدارات من الوثائق لحاملها عن نسبة ٢٥% من مجموع الوثائق المكتتب بها. وأشارت المادة (٣/١٥٧) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال إذا كانت هذه الوثائق لحاملها فإن البنك المرخص له بتلقي الاكتتاب يقع عليه التزام مصرفي بعدم الإفصاح عن أسم المكتتب بها إذا انكشف له خلال تعامله معه في عملية الاكتتاب.

فعلى الرغم من أن القانون المصري أجاز إصدارها لحاملها لكنه تشدد في الإصدار فأشترط موافقة الهيئة العامة لسوق رأس المال وأن لا تزيد هذه الوثائق عن ٢٥% من مجموع الوثائق المكتتب بها، والسبب في ذلك المخاطر التي ترافق وثائق الاستثمار لحاملها أو أية ورقة مالية أخرى تصدر بهذه الصيغة ، فهي لا تخضع لأية رقابة مما تشكل ميداناً خصباً لعمليات غسل الأموال فضلاً عن عدم حماية حق صاحبها في حالة الضياع أو السرقة ؛ لأن حائزها هو مالكها^{١٣}، ولكنه تنبه فيما بعد لتلك المخاطر؛ لذلك لم يجز إصدار وثائق استثمار لحاملها وإنما تكون وثائق الاستثمار إسمية فقط بموجب التعديل الذي أدخله وزير الاستثمار على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ الذي عدل الفصل الثاني من الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

أما مسلك كل من القانونين الكويتي والأمريكي، فهو يخالف القانون المصري، فهما لم يشيرا إلى الشكل الذي تصدر به وثائق الاستثمار ولم يحددا فيما إذا كانت إسمية أو لحاملها، فالمادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ جاءت مطلقة والمطلق يجري على إطلاقه، وكذلك الحال في القانون الأمريكي فهو لم يحدد شكل هذه الورقة المالية وإنما نص فقط على إن صندوق الاستثمار يصدر أسهم أو وحدات^{١٤}، لذلك يمكن أن تكون وثائق الاستثمار وفق أحكام هذين القانونين إسمية أو لحاملها وكان الأجدر بهما أن يحددا شكل هذه الورقة المالية وأن تأخذ الصيغة الإسمية.

ثانياً - وثائق الاستثمار لها قيمة متساوية

يقسم رأس المال في صندوق الاستثمار إلى وحدات أو وثائق أو أسهم متساوية القيمة وهذه المساواة في القيمة ينتج عنها المساواة في الحقوق والواجبات بين حملة وثائق الاستثمار، وقد منحت القوانين محل المقارنة وثائق الاستثمار هذه الخصيصة، فقد أشارت المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بأن يصدر الصندوق ورقة مالية إسمية وقيمة واحدة ولم يحدد القانون المصري القيمة الإسمية لوثيقة الاستثمار وإنما ترك ذلك لصندوق الاستثمار الذي يلتزم بأن يصدر وثائق استثمارية بقيمة إسمية لا تقل عن عشر جنيهاً ولا تزيد عن ألف جنيه، فالقانون المصري لم يترك الأمر مطلقاً لصندوق الاستثمار وإنما حدد الحد الأدنى والأعلى للقيمة الإسمية للوثائق التي يصدرها.

غير أن الواقع العملي يشير إلى عدم صدور وثيقة استثمار بعشرة جنيهاً، بل إن أقل قيمة للوحدة عند الإصدار هي مائة جنيه وقد تصل إلى خمسمائة جنيه، كوثائق الاستثمار التي يصدرها صندوق البنك الأهلي، وهو أول صندوق أسس في مصر، أو قد تتجاوز قيمة الوثيقة الاستثمارية تلك القيمة عند الإصدار حتى تصل لألف جنيه كما في الوثائق التي يصدرها صندوق بنك اكستريور وبنك أمريكيان إكسبريس لذلك يذهب اتجاه إلى ضرورة خفض الحد الأقصى من ألف جنيه إلى مائة جنيه؛ من أجل تحقيق الهدف من إصدار هذه الأوراق المالية وهي تشجيع صغار المستثمرين للاستثمار في سوق الأوراق المالية.^{١٥}

ولا يجوز إصدار وثائق استثمار عن حصص عينية أو معنوية، ويجب الوفاء بكامل قيمة الوثيقة نقداً عند الاكتتاب، على الرغم من إن القانونين المصري والكويتي أجاز الصناديق الاستثمار العقاري وصناديق الملكية الخاصة أن يتم تسديد قيمة وثائق الاستثمار التي تصدرها على شكل دفعات يحددها النظام الأساسي لذلك الصندوق^{١٦}، أما في القانون الأمريكي فلم نجد نصاً يجيز تسديد الوثائق الاستثمارية التي تصدرها هذه الصناديق على شكل دفعات.

وإذا كان المشرع العراقي لم ينظم هذه الورقة المالية فإننا نأمل في حالة تنظيمها في المستقبل القريب أن يجيز لصناديق الملكية الخاصة وصناديق الاستثمار العقاري تسديد قيمة الوثائق الاستثمارية التي تصدرها هذه الصناديق على شكل دفعات على غرار كل من القانون المصري والكويتي؛ بهدف تشجيع الاكتتاب في هذا النوع من صناديق الاستثمار لأهميتها الخاصة؛ فصناديق الاستثمار العقاري ستساعد وتساهم في الإسراع بعملية الأعمار التي يمر بها العراق، أما صناديق الملكية الخاصة تتميز بأنها تضم أشخاص مؤهلين ومحددون يتمتعون بملاءة مالية.

ثالثاً - وثائق الاستثمار تمنح حاملها حقوقاً متساوية بالنسبة للإصدار الواحد

إن من المبادئ الثابتة التي تقوم عليها الشركات هي المساواة بين الشركاء وهذه المساواة تكون في الحقوق والواجبات، فلا يستطيع أحد الشركاء أن يستأثر بالنسبة الغالبة من الأرباح أو يعفي نفسه من الخسارة من خلال شرط في عقد الشركة يعرف بالشرط الأسدي فهذا الشرط يخل بمبدأ المساواة وتأكيداً لذلك قضت محكمة الاستئناف المصرية بأنه (متى التزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي بتقديم حصة من مال أو عمل لاقتسام ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة وباشرت هذه الشركة بعض أعمالها حتى يمكن بوجود كيان قانوني لها في الواقع، فإنه لا يسوغ أن يتفرد بنتائجها من ربح أو خسارة أحدهم دون الباقيين)^{١٧}

وقد اختلفت آراء الفقه حول الأثر المترتب على هذا الشرط. فمنهم من عدّ العقد باطلاً، ومنهم من أكتفى ببطلان الشرط وصحة العقد، ومنهم من جعله قابلاً للبطلان.^{١٨} وبهدف تقليل حالات البطلان فإن الاتجاه الذي يبطل الشرط ويبقي العقد صحيحاً هو الأجدر بالتأييد.

ووثائق الاستثمار أوراق مالية تصدر عن صناديق الاستثمار وهذه الأخيرة إما أن تكون شركة قائمة بحد ذاتها أو مشروعاً للشركة، وفي الحالتين تمنح هذه الشركات حاملي الأوراق المالية التي تصدرها حقوقاً متساوية، فالجميع متساوون في الحقوق التي يمنحها عقد الشركة سواءً أكانت المشاركة في الحصول على الأرباح أم في التصويت وفي ناتج التصفية عند انتهاء الشركة وفي الوقت نفسه يتحمل المشاركون الالتزامات المترتبة على هذا العقد دون تمييز بين شريك وآخر، وهذا ما أكدته المشرع العراقي في تعريفه للشركة في المادة (٤ / أولاً) من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل بأنها (عقد يلتزم به شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع اقتصادي بتقديم حصة من مال أو من عمل لاقتسام ما ينشأ عنه من ربح أو خسارة).

وبما أن وثيقة الاستثمار تصدر بقيمة إسمية واحدة فيكون من الطبيعي أن تمنح حاملها حقوقاً متساوية فلا يكون هناك تمايز بين حامل وثيقة وأخرى لأن الجميع يملك وثائق استثمارية ذات قيمة واحدة عند الاكتتاب وهذا ما أكدته المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري بأن المستثمرين يحصلون على حقوق متساوية تجاه الصندوق، وكذلك المادة ٣٣٨ من اللائحة التنفيذية لقانون الأوراق المالية الكويتي.^{١٩}

رابعاً - وثائق الاستثمار تصدر عن طريق الاكتتاب

وثائق الاستثمار تصدر دفعة واحدة عن طريق الاكتتاب، إذ يقوم صندوق الاستثمار بتقديم نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار إلى الجهة المسؤولة في سوق الأوراق المالية لاعتمادها. ويجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب

مجموعة من البيانات كاسم الصندوق، والهدف منه، وتاريخ، ورقم الترخيص الصادر للصندوق، والقيمة الاسمية لوثيقة الاستثمار وغيرها من البيانات التي حددها القانون.^{٢٠}

ويتم الاكتتاب العام عن طريق أحد المصارف المرخص لها بتلقي الاكتتاب في الأوراق المالية. ويقوم المصرف بدور الوسيط بين الصندوق المصدر لوثيقة الاستثمار والجمهور مقابل عمولة محددة، ويكون الاكتتاب عاماً عندما توجه الدعوة للاكتتاب لأشخاص غير محددين سلفاً ويعد الاكتتاب في الوثائق قبولاً من قبل حملة الوثائق للنظام الأساسي للصندوق وتكوين جماعة حملة الوثائق والانضمام إليها.^{٢١}

إن الأصل في طرح وثائق الاستثمار يكون عن طريق الاكتتاب العام، الذي به توجه الدعوة لأشخاص غير محددين للاكتتاب في هذه الوثائق، لكن هنالك حالات أجازت فيها بعض القوانين أن يكون طرح وثائق الاستثمار طرحاً خاصاً، أي يكون موجهاً لأشخاص محددين كمؤسسي صندوق الاستثمار المغلق في القانون المصري، وذلك في المادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وكذلك الحالات التي نص عليها المشرع الكويتي وهي كون الطرح الخاص موجهاً إلى أشخاص معينين كأن تكون: الحكومات، أو البنك المركزي، والبورصة، أو أشخاص مرخص لهم، أو شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص، وكان المبلغ المطلوب دفعه من المستثمر لا يقل عن مائة ألف دينار كويتي أو ما يعادلها، أو إذا ما تم طرح الوحدات على ما يزيد على ٢٠٠ مستثمر في دولة الكويت وكان المبلغ المترتب على كل مستثمر لا يقل عن مائة ألف دينار كويتي، أو كانت الوحدات صادرة عن حكومة الكويت أو في حالات أخرى تقررها الهيئة العامة في سوق الأوراق المالية.^{٢٢}

خامساً - قابلية وثائق الاستثمار للتداول

إن من أهم خصائص وثائق الاستثمار هي قابليتها للتداول شأنها في ذلك شأن سائر الأوراق المالية. ويتم التداول خارج سوق الأوراق المالية؛ إذ يتم نقل ملكية الورقة المالية بالطرق التجارية تبعاً لشكل الورقة فإذا كانت إسمية يتم ذلك من خلال القيد في سجلات الشركة أما إذا كانت لحاملها فتنتقل بالتسليم أو المناولة، فوثائق الاستثمار غير المقيدة في سوق الأوراق المالية يتم نقل ملكيتها عن طريق تسجيلها في السجل الخاص بحملة الوثائق ويعد هذا السجل دليلاً قاطعاً على ملكية الأشخاص لوثائق الاستثمار المثبتة فيه وتختلف الجهة التي تتولى إعداد سجل حملة الوثائق، ففي القانون المصري تتولى شركة خدمات الإدارة إعداد هذا السجل بينما ألزمت المادة ٣٣٤ من اللائحة التنفيذية لسوق الأوراق المالية الكويتي على صندوق الاستثمار غير المدرج إعداد سجل حملة الوثائق أو يمكن تكليف أطراف أخرى بذلك بموجب عقد مكتوب.

أو يكون التداول داخل سوق الأوراق المالية من خلال وسطاء مخولين ومرخصين بذلك من السوق؛ حيث يتم إدراج أو قيد وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار المرخصة بذلك من الجهة المختصة في السوق على وفق التعليمات التي تصدرها السوق.^{٢٣}

سادساً - المسؤولية المحدودة لحاملي وثائق الاستثمار

من الخصائص المهمة في شركات الأموال هي المسؤولية المحدودة للشريك، وذلك بقدر مساهمته في تكوين رأسمال الشركة. ويقوم هذا النوع من الشركات بين شركاء يجمعهم الاعتبار المالي، وتعد الشركات المساهمة النموذج الأمثل لهذا النوع من الشركات، إذ يقسم رأس المال إلى أسهم محددة القيمة وتكون مسؤولية الشريك فيها بقدر الأسهم التي يملكها فتحدد بذلك مسؤوليته في ضمان ديون الشركة والتزاماتها دون أن تمتد لتشمل ذمته المالية كلها.^{٢٤}

وبما أن وثائق الاستثمار تصدر عن شركات أموال فإن مسؤولية حامل وثيقة الاستثمار تكون محدودة في حدود عدد الوثائق التي يملكها سواء كان ذلك من خلال المشاركة في النتائج الإيجابية أم السلبية للصندوق، فهو يقتسم الأرباح ويتحمل الخسائر لكن في حدود قيمة الورقة المالية، ويترتب على ذلك إن حامل الوثيقة يحق له الاشتراك في الأرباح بدون تحديد الحد الأقصى، كما إنه يشترك في الخسائر في حدود قيمة الوثيقة فقط ولا تمتد هذه الخسائر إلى ماله الخاص وإنما تبقى في نطاق قيمة الوثيقة الاستثمارية^{٢٥}

المبحث الثاني

أنواع وثائق الاستثمار وتمييزها عما يشتهر بها

سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين نخصص الأول منهما لأنواع وثائق الاستثمار أما الثاني فسيكون لتمييز تلك الوثائق عما يشتهر بها:

المطلب الأول

أنواع وثائق الاستثمار

يمكن تقسيم وثائق الاستثمار إلى عدة أنواع وسنعمل على عرض تلك التقسيمات في فرعين نخصص الأول لأنواع وثائق الاستثمار بحسب شكل صندوق الاستثمار، أما الثاني فسيكون بحسب نوع الاستثمار في ذلك الصندوق:

الفرع الأول

من حيث شكل الصندوق المصدر لها

سنقسم وثائق الاستثمار من حيث شكل الصندوق بصفته الجهة المصدرة لهذه الوثائق على نوعين هما: وثائق الاستثمار المغلقة وهي الوثائق التي تصدرها صناديق الاستثمار المغلقة، ووثائق الاستثمار المفتوحة وهي التي تصدرها الصناديق الاستثمارية المفتوحة.

أولاً: وثائق الاستثمار المغلقة

وهذه الوثائق تصدرها صناديق الاستثمار المغلقة، تقوم هذه الصناديق على فكرة ثبات رأس المال لذلك فهي تصدر عدداً ثابتاً من وثائق الاستثمار يتم تداولها في السوق. ويتم إصدار هذه الوثائق عن طريق الاكتتاب العام أو من خلال الطرح الخاص، إذ يقتصر الاكتتاب في هذه الحالة على عدد معين من المستثمرين دون الجمهور؛ بخلاف الاكتتاب العام الذي يتم عن طريق الدعوة العامة للجمهور.^{٢٦}

وان حاملي وثائق الاستثمار لهم الحرية الكاملة في تداول وثائق الاستثمار المغلقة سواءً أكان ذلك خارج سوق الأوراق المالية عن طريق تداولها بالطرق التجارية وتحكمها عندئذ القواعد المنصوص عليها في القوانين التجارية أم أن يتم التداول عن طريق سوق الأوراق المالية وعندئذ لابد من إتباع قواعد وإجراءات السوق من حيث أدرجها أو قيدها وخضوعها لنظام الإيداع والحفظ المركزي ثم بعد ذلك تداولها يكون من خلال وسطاء مخولين من قبل السوق كما تجري عليها عمليات المقاصة والتسوية.^{٢٧}

ولا يستطيع حاملو وثائق الاستثمار المغلقة استرداد قيمة الوثيقة إلا بعد انقضاء الصندوق وتصفية موجوداته^{٢٨}، وتحدد قيمة الاسترداد بالسعر الذي صدرت به وثيقة الاستثمار المغلقة أو تخضع لقانون العرض والطلب في سوق الأوراق المالية حيث تتحدد بآخر سعر إقبال لها في السوق إيهما أقل^{٢٩}.

وإذا ما استرد الصندوق وثيقة الاستثمار المغلقة فلا يمكن له إصدار وثيقة استثمارية بديلة عن تلك التي استردها؛ لأن صندوق الاستثمار المغلق يقوم على أساس ثبات رأس المال بحيث لا يتم إصدار وثائق استثمار غير تلك التي أصدرها في المرة الأولى، وهذا النوع من وثائق الاستثمار تصدر عن صناديق الاستثمار المؤسسة من الشركات المساهمة بالنسبة للقوانين التي جعلت من صندوق الاستثمار مشروع للشركة^{٣٠}.

ثانياً: وثائق الاستثمار المفتوحة

تصدر هذه الوثائق عن صندوق الاستثمار المفتوح، إذ يتم إصدار عدد غير ثابت من الوثائق قابلة لتداول، فوثائق الاستثمار المفتوحة على عكس وثائق الاستثمار المغلقة تكون غير محددة فهي مستمرة ولا تحدد بمدة معينة كانقضاء أجل الصندوق التي يصدرها؛ لأن صندوق الاستثمار المفتوح يقوم على فكرة عدم ثبات رأس المال^{٣١}.

فهذه الصناديق تصدر وثائق الاستثمار المفتوحة دون وجود أي قيود ويكون حاملوها غير محددين فالصندوق يستمر بإصدار وثائق الاستثمار المفتوحة طالما بقي نشاطه قائماً^{٣٢}.

ويتم طرح وثائق الاستثمار المفتوحة من خلال الاكتتاب العام وهذا ما أكدته المادة (١٤٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، ولا يمكن اللجوء للطرح الخاص؛ لأن الصندوق مفتوح لدخول وخروج المستثمرين دون قيود بسبب عدم تحديد حجم الأموال المستثمرة في الصندوق^{٣٣}.

ويتم تداول وثائق الاستثمار المفتوحة خارج سوق الأوراق المالية بإتباع الطرق التجارية في نقل ملكيتها دون أن يكون لحاملي وثائق الاستثمار المفتوحة الحق في تداولها داخل السوق، لأن القوانين التي نظمتها لم تجز إدراجها أو قيدها في السوق الأوراق المالية، فالقيود من الخطوات المهمة لبدأ عملية التداول داخل السوق وبدونها لا يمكن أن تكون الورقة المالية غير المدرجة محلاً للتداول في السوق لذلك لا يكون أمام حاملها سوى اللجوء لنقل ملكيتها بالطرق التجارية^{٣٤}، والوثائق المفتوحة تمكن حاملها من استرداد قيمة الوثيقة عند الطلب دون أن يتوقف ذلك على انقضاء الصندوق وتصفية موجوداته؛ بما توفره هذه الوثائق لحاملها من حرية واسعة في الدخول والخروج من الصندوق^{٣٥}.

وتتحدد قيمة استرداد وثيقة استثمار المفتوحة على أساس صافي أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق على الاسترداد^{٣٦}.

وحددت المادة (١٤١) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري المقصود بصافي أصول الصندوق المفتوح بأنه القيمة السوقية لأصول الصندوق مخصصاً منه الالتزامات ويراد بهذه الالتزامات المالية المشاركة في الخسائر وتحمل الأعباء المالية.

وإذا ما استرد الصندوق وثيقة الاستثمار المفتوحة فإن الصندوق يملك الحق في إصدار وثيقة أخرى بديلة عن تلك التي استردها وتكمن علة ذلك في أن هذه الصناديق تقوم على أساس عدم ثبات رأس مالها.^{٣٧}

الفرع الثاني

من حيث نوع الاستثمار في الصندوق

إن نوع الاستثمار في محفظة الصندوق الاستثماري يحدد أنواع وثائق الاستثمار التي تصدر عن هذا الصندوق، فالمحفظة الاستثمارية قد تنحصر مكوناتها على نوع واحد من الأوراق المالية دون غيرها كالاستثمار في الأسهم أو الاستثمار في السندات فنكون أمام وثائق الاستثمار في الأسهم ووثائق الاستثمار في السندات.

أو قد تضم محفظة الأوراق المالية للصندوق الاستثماري على تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية دون حصرها بالأسهم أو السندات وتسمى وثائق الاستثمار التي تصدر عن هذا الصندوق بوثائق الاستثمار المتوازنة، أو أن يختص بنشاط معين أو قطاع واحد من القطاعات المختلفة كالعقارات أو البترول أو قد يختص بمكان جغرافي معين وهذه الوثائق تصدرها صناديق الاستثمار المتخصصة.

لذلك سنتناولها في أربعة فقرات نتناول في الفقرة الأولى وثائق الاستثمار في الأسهم، وفي الثانية، وثائق الاستثمار في السندات، ونخصص الثالثة لوثائق الاستثمار المتوازنة، أما الرابعة فستكون لوثائق الاستثمار المتخصصة.

أولاً: وثائق الاستثمار في الأسهم

وهذه الوثائق تصدرها صناديق الاستثمار التي تتكون محفظتها الاستثمارية من نوع واحد من الأوراق المالية هي الأسهم إذ توجه هذه الصناديق نشاط استثمارها بهذا النوع فقط من الأوراق المالية دون غيرها، إذ يقوم نشاط هذا الصندوق على عدم التنوع في حافظة الأوراق المالية التي يملكها مما يؤدي إلى زيادة درجة المخاطرة، فالمحفظة الأوراق المالية المتنوعة التي تضم أنواعاً متعددة من الأوراق المالية تكون أقل خطورة من المحفظة المكونة من نوع واحد أو عدد قليل من الأوراق المالية، ويرجع ذلك إلى أن الخسارة تلحق بنوع معين من الأوراق المالية بينما هذه الخسارة يمكن تغطيتها من قبل الأوراق المالية الأخرى في المحفظة الاستثمارية المتنوعة.^{٣٨}

ويهدف حاملو وثائق الاستثمار في الأسهم الحصول على عائد مرتفع لذا فإن حاملها ينظر عند استثماره في هذا النوع من وثائق الاستثمار إلى عاملين، العائد المرتفع والمخاطر الكبيرة؛ لأن نشاطها يقتصر على الأسهم مما يؤدي إلى إن تحمل بين طياتها مخاطر متنوعة نظراً لطبيعة استثمارها في الأسهم.^{٣٩}

وإن كانت جميع أنواع أسهم الشركات على اختلاف أنواعها وأشكالها تمثل حق المساهم في رأسمال الشركة^{٤٠} إلا أن هذه الأسهم تختلف فيما بينها بسمات وخصائص، فقد تكون استثمارات الصندوق في الأسهم المحلية ويتم من خلالها تحقيق مزايا ضريبية للمستثمرين تهدف الدولة من خلالها التشجيع على حيازتها لتمويل الشركات الوطنية دون الأجنبية أو قد تكون استثماراته في أسهم متنوعة دولياً تتكون من خليط من الأسهم المحلية والدولية من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن.^{٤١} وبما إن الاستثمار في هذا النوع من وثائق الاستثمار ينصب على الأسهم و أن للأسهم ثلاث قيم فهو يصدر بقيمة اسمية، وقد حدد المشرع العراقي هذه القيمة التي يصدر بها وهي دينار عراقي واحد^{٤٢}، وقيمة حقيقية أو فعلية تتمثل في نصيب المساهم في أموال الشركة بعد خصم ديونها وللشهم قيمة تجارية وهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية^{٤٣}، لذلك يبحث صندوق الاستثمار في الأسهم عن تلك الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية ليتخلص من تلك التي يزيد سعر تداولها عن قيمتها الحقيقية ويشترى تلك التي يقل سعر تداولها عن القيمة الحقيقية.^{٤٤}

ثانياً: وثائق الاستثمار في السندات

وهي وثائق استثمارية صادرة عن صناديق الاستثمار التي تتكون محفظتها الاستثمارية من نوع واحد من الأوراق المالية وهي السندات سواءً أكانت صادرة عن الشركات المختلفة أم صادرة من الحكومة كسندات الخزنة العامة، فهذه الصناديق توجه استثمارها في السندات على اختلاف أنواعها، وإن هناك جهتين تملك حق إصدار السندات وهي الشركات والحكومة، ففي ظل أحكام قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل، هناك جهة واحدة تملك الحق في إصدار السندات وهي الشركات المساهمة فقط^{٤٥}، إلا أن المادة (١٦) من القسم (١) من القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية أوردت عبارة السندات الحكومية وعرفت بها (السندات الحكومية تعني سندات مدعومة بثقة تامة واعتماد أو مضمونة من قبل حكومة العراق)، وهذا يعني أن القانون المؤقت منح جهة أخرى غير الشركات المساهمة إصدار السندات، كما أن قانون الإدارة المالية والدين العام العراقي رقم ٩٥ لسنة ٢٠٠٤ المعدل نص على سندات الدين الحكومية في المادة (٢٢ من القسم ٢) بأنها سندات الدين التي تصدرها وزارة المالية وعلى وفق ذلك أصبح في ظل أحكام القانون العراقي جهتان تملك الحق في إصدار السندات وهما: الشركات المساهمة، والحكومة.

إن بعض الصناديق تتكون محفظة أوراقها المالية من تشكيلة من السندات تصدرها الشركات وبعض السندات التي تصدر عن الحكومة^{٤٦}، وإن كانت المحفظة الاستثمارية للصندوق الاستثماري الذي يصدر وثائق

الاستثمار في السندات يقتصر استثمارها على هذا النوع من الأوراق المالية فقط لكن مع ذلك قد تضم أنواعاً مختلفة من السندات فهذه المحفظة قد تحتوي على نسبة كبيرة من السندات المحلية التي تصدرها الحكومات المحلية ونسبة ضئيلة من السندات الدولية ويكون الصندوق عندئذ صندوق سندات محلية، أو قد يكون صندوق سندات دولية عندما يشتمل على نوعين من المحافظ الاستثمارية: الأولى مكونة من سندات دولية فقط، والأخرى تكون متنوعة بين سندات دولية ومحلية. وهناك بعض الصناديق تمكن حاملي وثيقة الاستثمار في السندات من الحصول على عوائد دورية بصفة منتظمة، وهناك صناديق سندات خاصة تصدر وثائق استثمار السندات عندما تضم نوعين من المحافظ الاستثمارية الأولى تضم سندات الدرجة الأولى وهذه تتكون من سندات حكومية مضمونة من الحكومة وعادة ما يكون دخل هذه الصناديق معفى من الضرائب، والنوع الثاني من هذه الصناديق الخاصة هي صناديق سندات قابلة للتحويل إلى أسهم تهدف من خلالها إلى الاستفادة من المميزات التي تحققها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إذ ترتفع هذه السندات مع ارتفاع قيمة الأسهم.^{٤٧}

ويهدف حامل وثيقة الاستثمار في السندات إلى الحصول على دخل جارٍ ومناسب دون التعرض لمخاطر كثيرة فضلاً عن إن حاملها لا يسعى عادةً لتحقيق نمو في قيمة الأصول المستثمرة، وإنما يسعى للحصول على دخل ثابت على المدى الطويل من خلال الفوائد الدورية، وهذا النوع من وثائق الاستثمار تناسب المستثمر المتحفظ الذي لا يميل للمخاطرة وتتفاوت السندات التي تتكون منها محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق التي تصدر هذا النوع من وثائق الاستثمار في درجة المخاطرة ومعدلات الفوائد فالسندات الحكومية عادة ما تكون درجة المخاطرة منخفضة نوعاً ما ومعدل الفائدة أو العائد منخفض بخلاف السندات التي تصدرها الشركات التي تكون فيها الفائدة أو العائد مرتفعاً لتناسب مع درجة المخاطرة التي تكون مرتفعة.^{٤٨}

ثالثاً: وثائق الاستثمار المتوازنة

وهذه الوثائق تصدر عن صناديق الاستثمار المتوازنة التي تتكون محفظتها الاستثمارية من مزيج متنوع من الأوراق المالية كالأسهم العادية والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت المحدد كالسندات التي تصدرها الحكومة والشركات والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية والأسهم الممتازة، فهذه الصناديق تتنوع فيها تشكيلة الأوراق المالية التي تضمها محفظة الأوراق المالية لذا يطلق البعض على الوثائق التي يصدرها هذا الصندوق بوثائق الاستثمار المتنوعة.^{٤٩}

إن هذا التنوع في الأوراق المالية يحقق مزايا عدة للمستثمر الذي يستثمر أمواله في وثائق الاستثمار المتوازنة، إذ إن هذه الوثائق تحقق التوازن بين الفائدة أو العائد وتحمل المخاطر، وحيث أن الاستثمار في الأسهم العادية يحقق معدلات عالية من الفائدة كما يحقق نمواً أيضاً في مقابل تحمل درجة المخاطرة عالية إذا ما قورنت بدرجة المخاطر التي تكون في الاستثمار في السندات إذ تحقق عائداً ثابتاً ودرجة مخاطرة أقل فهذه

الصناديق التي تصدر هذا النوع من وثائق الاستثمار تصنف في ضمن الصناديق المتحفظة التي لا يميل المستثمر فيها للمجازفة ويكون هدفه تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر.^{٥٠}

لذا فإن نسبة الأوراق المالية في تشكيلة المحفظة الاستثمارية لصندوق الاستثمار المتوازن ليست واحدة وإنما تؤثر عليها عوامل عدة، منها: هدف صندوق الاستثمار، ورغبة حاملي وثائق الاستثمار المتوازنة، فإذا كانت أهداف الصندوق ورغبة حاملي وثائقه تحققان عائداً مرتفعاً ونسبة مخاطرة متوسطة ترتفع عندئذ نسبة استثمار أموال الصندوق في الأسهم أما إذا كان هدف حاملي وثائق الاستثمار المتوازنة هو الحصول على عائد ثابت ودرجة مخاطرة أقل ترتفع عندئذ نسبة الاستثمار في السندات.^{٥١}

رابعاً: وثائق الاستثمار المتخصصة

تصدر هذه الوثائق عن صناديق الاستثمار المتخصصة التي توجه استثماراتها في قطاع واحد أو فرع معين من القطاعات، كالصناعات الإلكترونية، أو الكهربائية، أو يحدث تخصيص جغرافي لبعض الصناديق مثل الاستثمار في الأوراق المالية الكندية أو الأوروبية وغيرها.^{٥٢}

وهذه الوثائق تحقق لحامليها ربحاً رأسمالياً كبيراً وبأجل قصير نظراً لتقلب أسعارها، والوثائق المتخصصة تصدر عن صناديق استثمار تمتلك محفظة استثمارية متنوعة ومتعددة ومتخصصة، فقد توجه هذه الصناديق سياستها الاستثمارية للاستثمار في المعادن النفيسة كالذهب أو في السلع والمواد الخام مثل البترول والحديد، ومنها ما يستثمر في العقارات كصناديق الاستثمار العقارية أو أنها تستثمر في القيم المنقولة.^{٥٣}

وهناك صناديق تختص في الاستثمار في العملات كالدولار والإسترليني واليورو وصناديق توجه استثمارها في الصناعات الكيماويات. حيث تتعامل على أسهم الشركات التي تعمل في صناعة الكيماويات وتتصف هذه الصناديق بقدرتها على تخصيص استثمارها في مناطق جغرافية معينة ومتنوعة من العالم، فهذه الصناديق أياً كان نوع نشاطها واستثمارها تصدر ورقة مالية هي وثائق الاستثمار المتخصصة.^{٥٤}

المطلب الثاني

تمييز وثائق الاستثمار من الأوراق المالية الأخرى

إن وثائق الاستثمار لها من الخصائص التي تشترك بها مع باقي الأوراق المالية سواءً أكانت تقليدية وجدت مع وجود الشركات المساهمة أم المستحدثة التي ظهرت نتيجة الحاجة إلى الاستثمارات ورؤوس أموال صغار المدخرين^{٥٥} إلا أن هذا التشابه لا ينفي وجود الاختلاف بين وثائق الاستثمار وتلك الأوراق المالية لذلك

سيتم تقسيم المطلب على فرعين نخصص الأول لتمييز وثائق الاستثمار من الأوراق المالية التقليدية، أما الثاني فلتمييز وثائق الاستثمار من الأوراق المالية المستحدثة.

الفرع الأول

تمييز وثائق الاستثمار من الأوراق المالية التقليدية

الأوراق المالية التقليدية هي الأسهم والسندات وحصص التأسيس أو حصص الأرباح. ووثائق الاستثمار تتشابه في الكثير من خصائصها مع تلك الأوراق المالية لكن ذلك لا ينفي أوجه الاختلاف، لذلك سيتم بحث تلك التمييز عن تلك الأنواع وحسب الآتي:

أولاً: تمييز وثائق الاستثمار من الأسهم

لم يضع القانون العراقي تعريفاً للأسهم سواءً أكان ذلك في قانون الشركات الحالي أم في قانون سوق العراق للأوراق المالية. لكن المادة (٢٩) من قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل بينت خصائص الأسهم وهو مسلك كل من القانون المصري والقانون الكويتي ، وتتجه القوانين عادةً إلى عدم وضع تعاريف معينة للمصطلحات القانونية من أجل توفير قدر من المرونة في تحديد المصطلح القانوني تاركة ذلك للفقهاء؛ لذلك كان لا بد من الرجوع للفقهاء من أجل الوقوف على تعريف الأسهم، فقد عرف السهم بأنه (الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه فيها)^{٥٦} ، أو هو (نصيب المساهم في شركات الأموال وهو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص).^{٥٧}

ويلاحظ إن هذين التعريفين قد ركزا على معنى واحد للسهم دون المعنى الآخر، فالتعريف الأول ركز على المعنى الشكلي للسهم ونظر إليه بعده صكاً تصدره الشركة بسبب الاكتتاب في رأسمالها دون أن ينظر إلى الحق الذي يكون مثبتاً في هذا الصك، كما أنه ذكر كلمة الشركة مطلقة دون أن يحددها بشركات الأموال. إما التعريف الآخر فعلى عكس التعريف الأول اعتمد في تعريفه للسهم على المعنى الموضوعي بعده نصيب المساهم في شركات الأموال دون أن يذكر الصك الذي يمثل هذا الحق.

إن للسهم معنيين الأول شكلي أو مادي يتمثل بالصك الذي يمثل حصة في رأسمال الشركة المساهمة والمحدودة المثبت لحق المساهم في الشركة، ومعنى موضوعي يتمثل بنصيب الشريك في الشركات المساهمة والمحدودة وهو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص.^{٥٨}

ويتجه أغلب الفقه التجاري إلى دمج المعنيين معاً من أجل الوصول إلى تعريف عام شامل للسهم، فقد عُرف بأنه (الصك الذي تصدره الشركة المساهمة بقيمة اسمية معينة، ويمثل حصة الشريك في رأسمال الشركة).^{٥٩} ويلاحظ إن هذا التعريف وإن كان قد دمج المعنيين للسهم وإنه يصدر بقيمة اسمية معينة فقد ذكر بأنه يصدر عن الشركة المساهمة وكان الأجدد ذكر به أن يذكر بأنه يصدر عن شركات الأموال؛ لان الأسهم تصدر عن الشركات المساهمة و المحدودة في القانون العراقي، إذ يقسم رأسمال الشركة المساهمة و المحدودة إلى أسهم متساوية القيمة وهذا ما نصت عليه المادة (٢٩) من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل ويصدر كذلك عن شركات التوصية بالأسهم فضلاً عن الشركة المساهمة في القانون المصري ولم يبين هذا التعريف أهم خصائص الأسهم وهي قابليتها للتداول.

وعرف أيضاً بأنه (صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على الأرباح)^{٦٠}، ذكر هذا التعريف خصائص الأسهم من حيث قابليتها للتداول بالطرق التجارية وإنها تصدر بقيمة متساوية وأستخدم المعنى الشكلي والموضوعي معاً للسهم غير انه كسابقه استعمل كلمة شركة مطلقة دون أن يحددها بشركات الأموال.

والسهم بوصفه ورقة مالية له خصائص عديدة أشارت إليها المادة ٢٩ من قانون الشركات العراقي، فللسهم قيمة اسمية متساوية وحددت المادة ٣٠ من القانون الشركات العراقي هذه القيمة الاسمية بدينار عراقي واحد ولا يمكن إصدار أسهم بقيمة أعلى أو أدنى من قيمته الاسمية إلا في حالات استثنائية نصت عليها المادة (٥٥ - رابعاً) من قانون الشركات العراقي وهي حالة عرض الأسهم للبيع في سوق الأوراق المالية مقابل الحصول على قيمتها نقداً وأجاز القانون عرض هذه الأسهم بقيمتها الاسمية أو بقيمة تتجاوز القيمة الاسمية على وفق قرار الجمعية العامة، كما أجاز القانون تحديد تسعيرة هذه الأسهم على وفق أداء الشركة وعلى أسعارها في سوق العراق للأوراق المالية ويسجل الفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي للأسهم كعلاوة إصدار وتسجل في حساب احتياطي كعلاوة إصدار بعد طرح جميع تكاليف الإصدار منها ولا يجوز توزيعه كأرباح.^{٦١}

والحكمة من تساوي القيمة الاسمية للأسهم؛ هي تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين، وتحديد الأغلبية في الجمعية العامة للشركة، وتنظيم سعر الأسهم في سوق الأوراق المالية.^{٦٢} هذه المساواة في القيمة يتبعها مساواة في الحقوق والالتزامات وهذا ما أقره القانون العراقي، غير أن هذه المساواة ليست من النظام العام في بعض القوانين؛ لذلك أجازت تلك القوانين إعطاء امتيازات معينة لبعض أنواع الأسهم^{٦٣}، إلا إن هذه المساواة يجب أن تكون بين الأسهم في ذات الإصدار وإن يكون للأسهم في الإصدار الواحد ذات القيمة الاسمية والحقوق والالتزامات.^{٦٤}

إن القيمة الأسمية للسهم ليست هي المتداولة في سوق الأوراق المالية وإنما القيمة السوقية، إذ للسهم ثلاث قيم كما بينا ذلك سابقاً: القيمة الأسمية، والقيمة الفعلية أو الحقيقية، والقيمة السوقية وهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية التي تتأثر ارتفاعاً وانخفاضاً تبعاً لقانون العرض والطلب، فتؤثر عليه عوامل عدة منها مدى متانة المركز المالي للشركة وحجم ما تحققه الشركة، من أرباح، ومدى استقرار الظروف الاقتصادية والسياسية في الدولة التي تزاول الشركة نشاطها على أراضيها.^{٦٥}

وبذلك تتشابه وثائق الاستثمار في الكثير من خصائصها مع الأسهم، فكل من وثائق الاستثمار والأسهم ورقة مالية تصدر بالشكلا لإسمياً ولحامليها، وكل منهما يقبل التداول بالطرق التجارية في سوق الأوراق المالية، إذ تتبع إجراءات معينة وتطبق قواعد وقوانين السوق وهذا ما أشارت إليه المادة ٦٦ فقرتها الثانية من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل إذ تنتقل ملكية الأسهم في الشركة المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على وفق قانونه والتعليمات الصادرة بموجبه. وقد يكون التداول خارج سوق الأوراق المالية بأن تنتقل الملكية بالطرق التجارية. كما إن كل منهما يصدر عن طريق الاكتتاب.^{٦٦}

كما إن وثائق الاستثمار والأسهم يصدران بقيمة أسمية معينة وقد حدد القانون العراقي هذه القيمة الأسمية للأسهم بدينار واحد بمقتضى المادة (٣٠) من قانون الشركات وهذه القيمة الأسمية المتساوية تمنح حاملي الورقة المالية إذا كانت أسهماً أو وثائق استثمار حقوقاً متساوية مع تحمله الالتزامات، وبما إن كل من وثائق الاستثمار والأسهم تصدر عن شركات الأموال فمسؤولية حامل وثيقة الاستثمار والمساهم محدودة في حدود الأسهم المكتتب فيها أو في حدود قيمة الوثيقة الاستثمارية دون أن تمتد لتشمل باقي الذمة المالية.

إن هذا التشابه لا ينفي أوجه الاختلاف بينهما فإن كان السهم جزءاً من رأسمال الشركة المصدرة له والمساهم يعد مالكا في رأسمال الشركة التي أكتتب بأسهمها فهو شريك فيها، وهذه الصفة تخوله المشاركة في إدارة الشركة وحضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت^{٦٧} تعد هذه من المسلمات والأمور المتفق عليها، إلا إن الأمر نسبي لوثائق الاستثمار، فالقوانين التي نظمت هذه الورقة المالية لم تتفق على ما إذا كانت وثائق الاستثمار جزءاً من رأسمال الجهة المصدرة لها، أو أنها تمثل حصة شائعة في المحفظة الاستثمارية لصندوق الاستثمار، فقد انقسمت التشريعات لاتجاهين في النظر لوثائق الاستثمار بين النظر إليها كجزء من رأسمال صندوق الاستثمار كما هو الحال في القانون الأمريكي الذي نظم صناديق الاستثمار بعدها شركات من نوع خاص وهذه الشركات تقسم رأسمالها إلى وحدات متساوية هي وثائق الاستثمار وتطرحها للاكتتاب، أما الاتجاه الثاني فلم يعدها جزءاً من رأسمال الصندوق الاستثماري، فحامل وثيقة الاستثمار لا يعد مالكا أو مساهماً في رأسمال الشركة التي أسست صندوق الاستثمار سواء أكانت هذه الشركات مساهمة أم شركات التأمين أم البنوك^{٦٨} وإنما هو يملك حصة شائعة في محفظة الصندوق الاستثماري الذي أصدر وثيقة الاستثمار^{٦٩}، إذ يضم الصندوق نوعين من حملة الأوراق المالية هما حملة أسهم الشركة التي أسست صندوق

الاستثمار وحملة وثائق الاستثمار التي أصدرها الصندوق بعد تأسيسه من الشركة، وهؤلاء ليس لهم حق المشاركة في مجلس إدارة الصندوق، وهذا ما أكدته المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

وتختلف وثائق الاستثمار عن الأسهم من حيث القابلية في استرداد قيمة وثيقة الاستثمار قبل انقضاء الصندوق وتصفية موجوداته، فقد أجاز كل من القانون المصري والكويتي استرداد وثيقة الاستثمار المفتوحة في أي وقت قبل انقضاء الصندوق وهذا ما أشارت إليه المادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، والمادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية لسوق الأوراق المالية الكويتي بينما مالك السهم ليس له استرداد القيمة الأسمية للسهم لأنه جزء من رأسمال الشركة ويترتب على استرداده خفض رأسمال الشركة وهذا لا يجوز إلا في حالات حددها القانون، وعلى وفق شروط وإجراءات خاصة، ويتخذ القرار من الهيئة العامة للشركة، وهذا ما نصت عليه المادة ٥٩ في فقرتها الثانية من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧، بل حتى في إطار القانون الأمريكي الذي عد وثائق الاستثمار جزءاً من رأسمال الصندوق الاستثماري فقد أجاز استرداد وثائق الاستثمار المفتوحة التي تصدرها صناديق الاستثمار المفتوحة؛ لأن هذه الأخيرة تقوم على فكرة عدم ثبات رأس المال؛ ولأن هذه الصناديق وجدت لتوفر المرونة و السيولة المطلوبة في التعامل التجاري.^{٧٠}

ثانياً: تمييز وثائق الاستثمار من السندات

أجاز قانون الشركات العراقي رقم ٢١ سنة ١٩٩٧ للشركات المساهمة إصدار سندات القرض بموجب المادة ٧٧ من القانون أعلاه وقد خصص هذا القانون الفصل الثامن من الباب الثالث لتنظيم أحكامها، وتناول السندات في سبع مواد من (٧٧-٨٣) غير انه لم يضع تعريفاً للسندات وإنما بينت المادة (٧٧) خصائص هذه الورقة المالية. ولم يرد تعريف للسندات في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية غير انه وردت عبارة السندات في المادة (١٥) من القسم (١) الذي حدد المقصود بالمصطلحات الواردة في هذا القانون، فقد نصت على أن (السندات هي أسهم تجارية ذات قيمة مالية ومن ضمنها أسهم الشركات المساهمة أو الاموال المشتركة، الحكومية أو التي تصدرها الشركات، حقوق بيع السندات، شركات محدودة أو اية أشكال استثمارية أخرى).

وهذا التعريف الذي أوردته المادة أعلاه لا يقصد به تعريف السندات وإنما الأوراق المالية. وقد تمت ترجمة كلمة (Securities) الواردة في النص الإنكليزي بصورة خاطئة إلى السندات بينما يراد بها الأوراق المالية، وإن المشرع في تعريفه للأوراق المالية في النص الإنكليزي ذكر السندات كأحد أنواع الأوراق المالية التي تصدر عن الشركات المساهمة أو الحكومة.^{٧١}

وقد أورد القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية في المادة (١٦) من القسم (١) عبارة السندات الحكومية، وبذلك أصبح - بموجب هذه المادة - بإمكان الحكومة إصدار السندات، وهذا ما أكده قانون الإدارة المالية والدين العام العراقي رقم ٩٥ لسنة ٢٠٠٤ المعدل (م ٢٢ القسم ٢).

وهنا لا بد من اللجوء للفقهاء من أجل الوقوف على تعريف للسندات فقد عرفت بأنها (عقد يمثل مشاركة حامله في القرض المقدم إلى شخص طبيعي أو معنوي وبعبارة أخرى، هو عقد مديونية وصاحبه دائن بقيمته للجهة التي أصدرته).^{٧٢}

ويلاحظ على هذا التعريف تركيزه على علاقة المديونية دون بيان الجهة التي تصدر السندات، ولم يبين إن الإصدار يتم عن طريق الاكتتاب العام، ولم يبين خصائص هذه الورقة المالية من حيث القابلية للتداول وعدم القابلية للتجزئة، ولم يشر إلى حق حامل السند في استرداد قيمته وحقه في الحصول على فوائد دورية.

في حين عرفها جانب آخر بأنها (عبارة عن قرض يتمثل في صك يلزم الجهة المصدرة بتقديم مدفوعات دورية (كوبونات أو فائدة) وتسديد مبلغ القرض من خلال أقساط أو في تاريخ معين هو تاريخ الاستحقاق وهو يصدر عن الحكومة والشركات).^{٧٣}

وقد ركز هذا التعريف على الحق الذي يمثله هذا الصك بأنه قرض كما أبرز جهة الإصدار وهما كل من الشركات والحكومات و بين أهم التزامات الجهة المصدرة وهي تسديد مبلغ القرض ودفع الفوائد، غير إنه لم يبين الطريقة التي يتم الحصول بها على هذا القرض وهي عن طريق الاكتتاب وكذلك لم يبين هذا التعريف خصائص هذه الورقة المالية ومنها القابلية للتداول.

وعرف كذلك بأنه (صك قابل للتداول يمثل قرضاً يعقد عادةً بواسطة الاكتتاب العام وتقوم بإصداره الحكومة والشركات ويعتبر حامل السند دائن للشركة، له حق الدائن في مواجهتها ولا يعد شريكاً فيها).^{٧٤}

وهذا التعريف قد بين أهم خصائص الأوراق المالية وهي القابلية للتداول كما بين إن التعاقد يتم عن طريق الاكتتاب العام، وقد أبرز جهة الإصدار وهي الشركات والحكومات وإن حامل السند هو دائن للشركة لكنه لم يبين حق حامل السند في الحصول على عوائد دورية وحقه في استرداد مبلغ السند بحلول أجله ولم يبين إنه يصدر بقيمة اسمية وغير قابل للتجزئة.

و بالرجوع لنص المادة (٧٧) من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل نجد أنه قد حدد خصائص هذه الورقة المالية بأنها اسمية ولا يمكن إصدار سندات قرض لحاملها، وهذه السندات تصدر بقيمة اسمية متساوية وهذا التساوي يؤدي إلى المساواة في الحقوق والالتزامات وبذلك فهي تشبه وثائق الاستثمار من هذه الناحية. ولم يحدد القانون العراقي هذه القيمة الاسمية غير إن المادة ٧٨ في فقرتها الثانية أوجبت أن لا يتجاوز مجموع مبلغ القرض الصادر رأسمال الشركة، وهي قابلة للتداول شأنها في ذلك شأن الأسهم،

وتتوقف طريقة تداولها على شكلها، فإذا كانت أسمية فتنقل ملكيتها عن طريق القيد في سجلات الشركة، وإذا كانت لحاملها فيتم نقل ملكيتها بالتسليم أو المناولة اليدوية، وإذا كانت أذنيه فيتم نقل الملكية بالتظهير.

غير أن القانون العراقي لا يعرف سوى السندات الأسمية، في حين أجاز كل من القانون المصري والكويتي إصدار سندات أسمية ولحامليها.^{٧٥} والسندات غير قابلة للتجزئة إذ لا يمكن تجزئته السندات بأن تكون مملوكة لأكثر من شخص واحد وهذا ما أشارت إليه المادة ٧٧ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل.

ووثائق الاستثمار لها من الخصائص التي تتشابه فيها مع السندات فكلتاها أوراق مالية قابلة للتداول، وإنهما يصدران بقيمة أسمية، ويتم إصدارهما عن طريق الاكتتاب.

ويتشابهان من حيث ان حامل السند و حامل وثيقة الاستثمار لا يشترك في إدارة الشركة ولا حضور اجتماعات الهيئة العامة أو التصويت فيها، لأن حامل السند لا يملك في رأسمال الشركة أو الجهة التي أصدرته فهو دائن للشركة بمبلغ القرض، والفوائد وهذا واضح من نص المادة ٧٧ من قانون الشركات العراقي إذ جاء فيها (للشركة المساهمة أن تقترض بطريق إصدار سندات اسمية..) وحامل وثيقة الاستثمار لا يشارك في إدارة الصندوق المصدر لها؛ لأن الإدارة فيه تكون متخصصة يتولاها مدير الصندوق، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى إن بعض التشريعات لم تجعل من حامل وثيقة الاستثمار مساهم في رأسمال الصندوق الاستثماري.^{٧٦}

غير أن هذا التشابه لا ينفي أوجه الاختلاف بين السندات ووثائق الاستثمار فهما يختلفان من حيث علاقة المديونية، فالسند يمثل دين على الجهة المصدرة له وحامل السند دائن للشركة أو الحكومة^{٧٧}، بمبلغ القرض والفوائد المتفق عليها وهذا القرض قرضاً جماعياً، فالشركة المصدرة للسندات لا تصدر السندات لشخص معين ولا تتعاقد مع كل مقترض على حدة ولكن مع مجموعة من المقترضين عن طريق الاكتتاب العام. ولحامل السند بصفته دائناً للشركة الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية قبل حامل الأسهم وحامل وثيقة الاستثمار؛ لأن حامل وثيقة الاستثمار ليس دائناً للشركة التي أسست صندوق الاستثمار. وبما إن السند يمثل ديناً على الجهة المصدرة فإذا ما أفلست هذه الجهة أو قامت بأعمال تضعف التأمينات الخاصة الممنوحة منها لحملة السندات سقط أجل الدين واشترك حامل السند مع باقي الدائنين من أجل الحصول على ديونهم من أموال الشركة.^{٧٨}

كما تختلف وثائق الاستثمار عن السندات من حيث الفوائد، فحامل السند يحصل على فوائد دورية وهذا ما أشارت إليه المادة ٧٧ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل (...وله الحق باستيفاء فائدة معينة تدفع له في آجال محددة وتسترد قيمتها من جميع أموال الشركة...)، إذ يحصل حامل السند على عائد

دوري بغض النظر عما حققته الشركة من أرباح أو ما منيت به من خسائر، فتدفع لحامل السند الفائدة في آجال محددة على أساس القيمة الأسمية للسند.^{٧٩} أما حامل وثيقة الاستثمار فإنه يشارك في نتائج استثمارات الصندوق وهذه النتائج يمكن أن تكون أرباحاً أو خسائر فحامل وثيقة لها لحصول على الأرباح إذا ما حقق الصندوق الاستثماري أرباحاً وهو في الوقت ذاته يشترك في الخسارة وهذا ما أشارت إليه المادة (٣٦) في فقرتها الثانية من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل. وتولت المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لهذا القانون بيان نتائج هذه الاستثمارات بأنها أرباح أو خسائر، إذ يشارك حامل هذه الورقة المالية في أرباح وخسائر الصندوق الناتجة عن استثماراته بنسبة مشاركة حامل الوثيقة الاستثمارية في صندوق الاستثمار.^{٨٠}

ثالثاً: تمييز واثاق الاستثمار من حصص التأسيس أو حصص الأرباح

حصص التأسيس أو حصص الأرباح تصدر عن الشركات المساهمة فهذه الشركات تقوم باستثمارات كبيرة وقد لا تكفي الأموال النقدية والعينية لتحقيق أغراضها خصوصاً في بداية تأسيسها وممارسة نشاطها فقد تحتاج من أجل تحقيق أهدافها إلى خبرات فنية من المتخصصين في مجالها، أو قد تحتاج إلى أموال معنوية كبراءات الاختراع وغيرها، أو قد تكون امتيازاً حكومياً يتعذر تقويمه بالمال عن ما قام به هؤلاء الأشخاص من جهود أو ما قدموه من خدمات أو مساعدات في سبيل إنشاء الشركة وهي تنشأ عند تأسيس الشركة وتسمى حصص التأسيس^{٨١} أو أن يتم إنشاء هذه الحصص بعد تأسيس الشركة كمكافأة للخدمات المقدمة من الأشخاص عند زيادة رأس المال مثلاً وتسمى في هذه الحالة بحصص الأرباح.^{٨٢}

ولا وجود لهذه الحصص في القانون العراقي سواءً أكان في قانون الشركات أم في القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية، غير أن هناك العديد من القوانين المقارنة التي أجازت إنشاء هذه الورقة المالية كالقانون المصري في المادة ٣٤ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إذ أجازت هذه المادة إنشاء حصص التأسيس أو حصص الأرباح مقابل التنازل عن امتياز حكومي أو حق من الحقوق المعنوية.

أما القانون الكويتي فقد فرق بين حصص التأسيس وحصص الأرباح على الرغم من أن الفكرة واحدة، والفرق الوحيد وقت إنشائها، فحصول التأسيس يتم إنشاؤها عند تأسيس الشركة أما حصص الأرباح فيتم إنشاؤها بعد تأسيس الشركة عند زيادة رأسمالها، فقد أشارت المادة ١٧٧ من قانون الشركات الكويتي رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ إلى عدم جواز إنشاء حصص التأسيس عند تأسيس الشركة إلا إنه يمكن إنشاء حصص الأرباح نظير تقديم مبالغ للشركة بعد تأسيسها وذلك بقرار يصدر عن الجمعية العامة غير العادية وتسمى عندئذ بحصص الأرباح.

أما القانون الأمريكي فلم ينظم حصص التأسيس فبالرجوع لنص المادة (١ من القسم ٢) من قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ الذي حدد الأوراق المالية لم نجد حصص التأسيس في ضمن هذه الأوراق المالية.

وعرفت حصص التأسيس أو حصص الأرباح بأنها (صكوك ليس لها قيمة اسمية لأنها لا تعتبر جزءاً من رأس المال ولا تساهم في تكوينه وتمنحها الشركة لمن تنازلوا لها عن التزام منحتة الحكومة أو حق من الحقوق المعنوية مقابل نسبة معينة من الأرباح يحددها نظام الشركة ولذلك تسمى أحياناً حصص الأرباح).^{٨٣}

وتتشابه وثائق الاستثمار مع حصص التأسيس أو حصص الأرباح إذ يعد كلا منهما من القيم المنقولة التي تتجسد في ورقة مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية وتختلف طريقة التداول تبعاً لشكل الورقة المالية فإذا كانت اسمية فيتم عن طريق القيد في سجلات الشركة، وإذا كانت لحاملها تنتقل ملكيتها بالتسليم والمناولة اليدوية^{٨٤}، وليس لحامل كل من وثيقة الاستثمار وحصص التأسيس المشاركة في إدارة الشركة فلا يكون له حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين، وقرارات هذه الجمعية نافذة في حقه وإن لم يشترك فيها. و يشتركان أيضاً بالشكل الذي تصدره الورقة المالية فحصول التأسيس كما في وثائق الاستثمار تصدر بشكل أسمى أو لحاملها.^{٨٥}

وعلى الرغم من أوجه التشابه بين وثائق الاستثمار وحصص التأسيس لكن هنالك فروقاً جوهرية بينهما إذ أنهما يختلفان من حيث القيمة الاسمية، فوثائق الاستثمار - كما بينا سابقاً - تصدر بقيمة اسمية معينة على خلاف حصص التأسيس أو حصص الأرباح التي لا قيمة اسمية لها وإنما يحدد نصيب الحصة في أرباح الشركة.^{٨٦}

وتختلف وثائق الاستثمار عن حصص التأسيس من حيث أن حامل وثيقة الاستثمار له الحق في الحصول على ناتج التصفية عند انتهاء الصندوق وتصفية موجوداته بينما حامل حصة التأسيس ليس له نصيب في ناتج التصفية بعد ان يتم انقضاء الشركة وتصفيتها وهذا ما نصت عليه المادة ٣٤ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وكذلك المادة ١٧٧ من قانون الشركات الكويتي رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢.

الفرع الثاني

تمييز وثائق الاستثمار من الأوراق المالية المستحدثة

الأوراق المالية المستحدثة هي صكوك الاستثمار وصكوك التمويل وهي بوصفها أوراق مالية تتشابه في العديد من خصائصها مع وثائق الاستثمار، غير أن هذا التشابه لا ينفي وجود الاختلاف بين هذه الأوراق المالية ووثائق الاستثمار.

لذا فإن هذا الفرع يقتضي تقسيمه على فترتين تبحث الأولى في تمييز وثائق الاستثمار من صكوك الاستثمار، أما الثانية فلتتميز وثائق الاستثمار من صكوك التمويل.

أولاً: تمييز وثائق الاستثمار من صكوك الاستثمار

لا وجود لصكوك الاستثمار في القانون العراقي فقانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل لم ينظمها وكذلك القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية، ولم ينظمها أيضاً القانون الكويتي والقانون الأمريكي، لكن المشرع المصري استحدثها بالقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ الخاص بالشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها عندما أُنزم هذا القانون الشركات المساهمة العاملة في مجال تلقي الأموال بإصدار صكوك استثمار لأصحاب الأموال الذين قدموها للشركة بقصد توظيفها واستثمارها.

وقد حدد القانون المصري رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ خصائص صكوك الاستثمار وحقوق والتزامات حاملها لكنه لم يضع تعريفاً لهذه الورقة المالية؛ لذا عرفها الفقه بأنها (وثائق مكتوبة وفقاً لإجراءات معينة تصدرها شركات توظيف الأموال لكل شخص يقدم لها مبلغاً من المال بقصد استثماره للحصول على عائد مالي منتظم مع المشاركة فيما ينتج من ربح أو خسارة).^{٨٧}

ويبدو أن هذا التعريف قد ركز على الصك الذي تصدره الشركة للأشخاص نظير تقديم أموال للشركة من أجل استثمارها دون أن ينظر للحق الذي يكون مثبتاً في صك وقد وجد هذا الصك لإثباته وإن الحق يندمج بالصك ويكون التنازل عن الصك بدرجة التنازل عن الحق.

إذ أن صكوك الاستثمار يراد بها الورقة المثبتة للحق وكذلك الحق بما يتضمنه من قيمة مالية أي حق صاحبه فيما سلمه للشركة من مال وفيما تنشئه علاقته بالشركة من حقوق والتزامات.^{٨٨}

ووثائق الاستثمار تتشابه مع صكوك الاستثمار في أن كلاهما يتم إصداره مقابل الحصول على أموال من المدخرين، كما أنهما يصدران عن شركات الأموال فهي تخول حاملها من ذات الإصدار حقوقاً متساوية. وتكون مسؤولية حاملها محدودة بحدود قيمة الوثيقة أو صك الاستثمار، ويحق لحاملي هذه الأوراق المالية الحصول على الأرباح ويتحملون في الوقت ذاته الخسائر دون أن يثبت لحملة وثائق وصكوك الاستثمار الحق بالمشاركة في إدارة الشركة. وتخول وثائق وصكوك الاستثمار حاملها جواز استرداد قيمة الورقة المالية، إذا تضمنت نشرة الاكتتاب هذا الحق لوثائق الاستثمار أو إذا كانت شروط الصك تجيز ذلك بالنسبة لصك الاستثمار^{٨٩}، وهذا ما أكدته المادة ٢٠ من اللائحة التنفيذية لقانون شركات تلقي الأموال لاستثمارها رقم

١٤٦ لسنة ١٩٨٨ (لأصحاب الصكوك استرداد قيمتها عند انتهاء مدتها مضافاً إليها حصتها في الربح الناتج عن استثمار قيمتها أو مخصوماً منها ما يخصها من خسائر عند الاسترداد..).

وتختلف وثائق الاستثمار عن صكوك الاستثمار بان وثائق الاستثمار تصدر بقيمة معينة حددها القانون بينما صكوك الاستثمار تصدر بقيمة غير معينة وغير موحدة، أي أن قيمة الصك تختلف إرتفاعاً وانخفاضاً بحسب المبالغ التي يرغب صاحبها في استثمارها وتوظيفها لدى شركات الأموال. كما تختلف من شخص لآخر أي إن القانون لم يحدد هذه القيمة وإنما ترك ذلك لشركات تلقي الأموال لتحديدتها بما يلائم قدرات المدخرين.^{٩٠}

وتختلف أيضاً في أن وثائق الاستثمار يمكن قيدها وتداولها في سوق الأوراق المالية، وإن كانت وثائق الاستثمار المفتوحة لا يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية، بينما صكوك الاستثمار لا يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بصورة مطلقة، وإن تداول هذه الصكوك يتم من خلال الشركة المصدرة لها فقط.^{٩١}

ويختلفان من حيث الشكل، فوثائق الاستثمار تصدر اسمية أو لحاملها بينما صكوك الاستثمار تصدر في شكل واحد وهو الشكل الإسمي، إذ يجب أن يحمل الصك أسم صاحبه.^{٩٢}

كذلك يختلفان من حيث الحصول على ناتج التصفية فحملة صكوك الاستثمار يستوفون أصبتهم في موجودات الشركة بعد تصفيتها قبل استيفاء أسهم رأس المال وهذا ما أشارت اليه المادة ٦ من قانون الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ المصري، والمادة ١٥ من اللائحة التنفيذية للقانون أعلاه بينما وثائق الاستثمار يتم توزيع ناتج التصفية بين مساهمي الشركة التي أنشأت الصندوق وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأس المال المدفوع ورصيد حملة الوثائق الاستثمارية في هذا التاريخ.^{٩٣}

ثانياً : تمييز وثائق الاستثمار من صكوك التمويل

لم ينظم القانون العراقي صكوك التمويل وكذلك القانون الأمريكي على العكس من القانونين المصري والكويتي، إذ عدا صكوك التمويل نوعاً جديداً من الأوراق المالية التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية وقد استحدثها المشرع المصري في قانون الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ وأكد بعد ذلك قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، فقد أجاز للشركات المساهمة التي لا تعمل في مجال تلقي الأموال لاستثمارها وتوظيفها أن تصدرها لمواجهة الاحتياجات التمويلية للشركات المساهمة أو تمويل نشاط أو عملية بذاتها.^{٩٤} ونظم قانون الشركات الكويتي رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ صكوك التمويل في المادة ١٧٨ وأورد أحكامها في ضمن أحكام السندات وأشترط أن يتم إصدارها وفقاً للصيغ والعقود بما لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية^{٩٥}، ولم تضع القوانين التي نظمتها تعريفاً لصكوك التمويل، وعرفها الفقه بأنها (وثائق تعاقدية اسمية ولحاملها قابلة للتداول في بورصة الأوراق

المالية تصدرها الشركات بعد أداء رأس المال المصدر بالكامل مقابل الأموال التي تتلقاها لتمويل نشاط أو عملية معينة والتي تعطي لحاملها من ذات الإصدار الواحد حقوقاً متساوية مع حقهم في تحويلها إلى أسهم إذا تم الاتفاق على ذلك).^{٩٦}

وتتشابه صكوك التمويل مع وثائق الاستثمار بأنها تصدر بقيمة أسمية أو لحاملها، وهي تقبل التداول عن طريق القيد في دفاتر الشركة إذا كانت أسمية أو عن طريق التسليم أو المناولة اليدوية إذا كانت لحاملها سواء كان التداول بهما في سوق الأوراق المالية أم خارجه. وتمنح صكوك التمويل ذات الإصدار الواحد حاملها حقوقاً متساوية، وهي لا تقبل التجزئة فإذا انتقل صك التمويل لأكثر من شخص بالإرث فيتعين اختيار من بينهم من يمثلهم إزاء الشركة المصدرة لصكوك التمويل وان مسؤولية حامل الصك تكون محدودة بحدود قيمة الصك؛ لأنه يصدر عن شركات الأموال، والمسؤولية المحدودة هي أهم ما يميز هذه الشركات فلا يسأل حامل صك التمويل عن ديون الشركة إلا في حدود ما يملك من صكوك دون أن يكون لدائني الشركة الرجوع على مالكي الصكوك في ذمهم الخاصة، وكل مالهم هو رأسمال الشركة الذي يمثل الضمان العام لهم.^{٩٧}

و مع ذلك تختلف صكوك التمويل عن وثائق الاستثمار بالقيمة الأسمية التي يصدران بها فالقانون لم يحدد قيمة معينة تصدر بها صكوك التمويل، ولم يضع حدوداً معينة لا يمكن تجاوزها بينما وثائق الاستثمار تصدر بقيمة معينة حددها القانون، وتختلف الصكوك - أيضاً - بالحقوق والالتزامات التي تمنحها لحاملها تبعاً لشروط الإصدار، فالشركة يمكن أن تصدر صكوك تمويل تخول حاملها المشاركة بالأرباح فقط دون الخسائر، أو أن تصدر صكوك تمويل المشاركة في الخسائر فقط دون أن يكون لمالكها الحصول على الأرباح، أو قد تكون المشاركة بالأرباح والخسائر، بينما وثائق الاستثمار تكون حقوق حاملها والتزاماتهم ثابتة، فأهم حقوقهم هي الحصول على الأرباح وهم في الوقت ذاته يلتزمون بتحمل الخسائر وهذا خلاف صكوك التمويل التي تختلف حقوق حاملها والتزاماتهم على وفق شروط إصدار صك التمويل.^{٩٨}

وبتعريف وثائق الاستثمار وتحديد أنواعها وتمييزها من الأوراق المالية سواءً أكانت التقليدية أم تلك المستحدثة، نكون قد انتهينا من دراسة ماهية وثائق الاستثمار. وبعدها ورقة مالية فلا بد من إن هناك جهة مسؤولة عن إصدارها، وهذا الإصدار يكون عن طريق طرحها بالاكتتاب، ومن خلال عملية الطرح هذه يمتلكها المستثمرين على وفق إجراءات وشروط معينة تحددها نشرة الاكتتاب؛ لذلك سيتم تسليط الضوء في الفصل الثاني من هذه الرسالة على إصدار وثائق الاستثمار.

المبحث الثالث

حقوق والتزامات حاملي وثائق الاستثمار

يترتب على امتلاك وثائق الاستثمار مجموعة من الآثار ويمكن تقسيم هذه الآثار الى حقوق والتزامات فوثائق الاستثمار تمنح حامليها عدة حقوق وفي الوقت نفسه تفرض عليهم مجموعة من الالتزامات شأنها في ذلك شأن سائر الأوراق المالية الأخرى.

لذلك سنقسم هذا المبحث على مطلبين: نخصص المطلب الأول لحقوق حاملي وثائق الاستثمار، والثاني لبيان التزامات حاملي تلك الوثائق .

المطلب الأول

حقوق حاملي وثائق الاستثمار

ترتب وثائق الاستثمار لحملتها مجموعة من الحقوق^{٩٩} وهذه الحقوق هي :

الفرع الأول

الحق في الحصول على الأرباح

تتمثل الغاية الأساسية لمالك وثيقة الاستثمار في الحصول على نصيبه في الأرباح عن طريق استثمار أمواله في صندوق الاستثمار، والنصيب في الأرباح هو الحصة العائدة لكل وثيقة استثمارية من الأرباح خلال سنة مالية والخاضعة للتوزيع بموجب قرار صادر من مجلس إدارة الصندوق.^{١٠٠} وتمنح وثائق الاستثمار حامليها الحق^{١٠١} في الحصول على الأرباح، ويشترط لتحقيق ذلك أن تكون السنة المالية قد أنتجت أرباحاً فعلية وصافية بزيادة الأصول على الخصوم أو الديون^{١٠٢}، لكن لا توزع كل زيادة على مالكي وثائق الاستثمار وإنما يقتطع منها أولاً المصروفات العمومية التي أنفقها الصندوق في سبيل الاستغلال، والتكاليف الأخرى كالضرائب، وأتعاب مدير الصندوق، وعمولات البنك، ونفقات التأسيس والنشر والدعاية وغيرها فضلاً عن الاحتياطي.^{١٠٣} فالأرباح التي توزع على مالكي وثائق الاستثمار ليست هي الأرباح الإجمالية وإنما الأرباح الصافية، ولا تكون الأرباح صافية إلا بعد إجراء الاستقطاعات الضرورية.^{١٠٤}

ويقضي تحديد الأرباح الصافية إعداد القوائم المالية والميزانية السنوية، ويتم تعيين مقدار الربح الصافي وميعاد وطريقة توزيعه على مالكي وثائق الاستثمار من خلال نشرة الاكتتاب التي يعدها صندوق الاستثمار وتصادق عليها الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية.^{١٠٥}

ويتم توزيع الأرباح بالتساوي بين مالكي وثائق الاستثمار بحسب ما يملك كل منهم من وثائق استثمارية، إذ لا يمكن تحديد مبلغ معين أو نسبة معينة من الربح لبعض مالكي وثائق الاستثمار دون البعض الآخر^{١٠٦}، ويبدو ذلك نتيجة طبيعية لمبدأ المساواة الذي يمثل أحد أهم خصائص هذه الورقة المالية، فالأرباح تقسم على عدد الوثائق الاستثمارية وناتج القسمة يكون مقدار الربح الذي يصيب الوثيقة الاستثمارية الواحدة، ومن حاصل ضرب هذا الناتج بعدد الوثائق الاستثمارية التي يملكها المستثمر في صندوق الاستثمار يكون مقدار حصة المستثمر في الإرباح الصافية^{١٠٧}.

وإذا قبض المستثمر حصته من الأرباح الصافية لا يمكن بعد ذلك استردادها فهي حق مكتسب لا رجوع فيه، ولا يجبر المستثمر على رد ما قبضه من أرباح مهما لحق صندوق الاستثمار من خسائر في السنوات اللاحقة شرط أن يكون الربح حقيقياً وليس صورياً^{١٠٨}، فإذا كان الربح سوريا وقام صندوق الاستثمار بتوزيع هذه الأرباح على المستثمرين فيه دون أن يكون قد أنتج ارباحاً حقيقية قابلة للتوزيع، كما لو وزع ارباحاً دون ميزانية سنوية أو كانت غير حقيقية أو تحتوي على معلومات كاذبة أو قام بالتوزيع بناءً على قائمة أو جرد^{١٠٩}، فمثل هذا الحق في الأرباح لا يمكن أن يعدّ حقاً مكتسباً حتى لو كان مالك وثيقة الاستثمار حسن النية فهو ملزم برد ما قبضه من الأرباح السورية، لأن هذه الأرباح تم استقطاعها من رأسمال الصندوق الاستثماري ورأسمال الصندوق هو ضمان لدائني الصندوق لذلك لا يمكن المساس به حتى ولو كان من قبض هذه الأرباح حسن النية^{١١٠}، في حين يذهب اتجاه آخر إلى إمكانية عدم رد الأرباح السورية متى ما كان من قبضها حسن النية ولا يلزم بردها إلا إذا كان سيء النية^{١١١}.

والحق في الحصول على الأرباح هو حق احتمالي وليس حقاً كاملاً^{١١٢}، فإذا كان المستثمر عند اكتتابه في وثيقة الاستثمار من خلال وضع توقيعه على نشرة الاكتتاب يعلم بوجود هذا الحق الذي تتضمنه نشرة الاكتتاب فإن هذا الحق لا يتأكد إلا من تاريخ المصادقة على توزيع الأرباح، فهو قبل ذلك ليس مؤكداً وإنما حق احتمالي؛ لأن صندوق الاستثمار قد لا يحقق ارباحاً وإنما يمتنع بخسائر عند مزاولته نشاطه^{١١٣}.

وحق مالك وثيقة الاستثمار في الحصول على الأرباح حق دوري لذلك يخضع لمدة تقادم قصير، خمس سنوات، إذ لا تسمع الدعوى على المدين وهو صندوق الاستثمار بعد مرور خمس سنوات إذا تركها الدائن وهو المستثمر من غير عذر شرعي، وتبدأ هذه المدة من اليوم الذي أصبحت فيه الأرباح مؤكدة أي من الوقت الذي يصبح فيه الحق مؤكداً؛ لأنه قبل هذا الوقت لا يمكن المطالبة به قضائياً لعدم ثبوت عناصره كافة^{١١٤}.

الفرع الثاني

الحق في استرداد قيمة الوثائق الاستثمارية

من الحقوق التي تمنحها وثائق الاستثمار لحامليها الحق في الحصول على قيمتها قبل انقضاء مدة الصندوق، إذ أن هذه الورقة المالية تصدر عن صناديق الاستثمار، وقد صممت هذه الصناديق لتوفر العديد من عناصر الجذب للمستثمرين وأحد هذه العناصر هي توفير السيولة للمشاركين في الصندوق الاستثماري من خلال منحهم ورقة مالية تعطيهم الحق في استرداد أموالهم.^{١١٥}

غير أن هذا الحق لا يثبت لكل وثيقة استثمارية صادرة عن صندوق الاستثمار وإنما يقتصر على وثائق استثمارية معينة، لأن استرداد وثيقة الاستثمار مرتبط بشكل صندوق الاستثمار المصدر لهذه الورقة المالية، فإذا ما أخذ الصندوق الاستثماري شكل الصندوق المفتوح فإن الوثائق الاستثمارية الصادرة عنه تكسب حامليها حق استردادها قبل انقضاء مدة الصندوق؛ لأن هذا الصندوق لا يقوم على فكرة ثبات رأس المال ويمكن استرداد وثائق استثمار الصندوق المتخذ شكل ودائع وحدة الاستثمار المعروف في القانون الأمريكي^{١١٦}، في حين نجد وثائق الاستثمار الصادرة عن صندوق الاستثمار المتخذ الشكل المغلق لا ترتب لحامليها حق استرداد قيمة الوثيقة الاستثمارية إلا بعد انقضاء مدة الصندوق الاستثمار إذ أن هذا الصندوق يقوم على فكرة ثبات رأس المال.^{١١٧}

وحق الحصول على قيمة وثيقة الاستثمار قبل انقضاء مدة الصندوق الاستثماري لا يثبت لحامل وثيقة الاستثمار إلا إذا تضمنت نشرة الاكتتاب أو النظام الأساسي هذا الحق، فإذا تم الاكتتاب بوثائق الاستثمار دون أن تكون نشرة الاكتتاب متضمنة هذا الحق فإنه ليس لحامل الوثيقة الاستثمارية الادعاء به.^{١١٨}

وبمجرد تقديم طلب الاسترداد من المستثمر إلى صندوق الاستثمار فإن مدير الصندوق الالتزام بتنفيذ طلب الاسترداد بعد التأكد من عدم وجود سبب من أسباب وقف الاسترداد؛ لذلك يحرص مدير الصندوق على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وثائق استثمار أولئك المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم قبل انتهاء مدة الصندوق. ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق الاستثماري والظروف الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق، ويجب ملاحظة أن هذه السيولة التي يحتفظ بها الصندوق لا تحقق أي عائد للصندوق الاستثماري لذلك يحرص مدير الاستثمار على الاحتفاظ بالحد الأدنى من هذه الوثائق ويفترض وهو يحتفظ بها أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد سيتم تغطيتها في يوم التسعير من الأموال الجديدة الناتجة عن اكتتاب مستثمرين جدد بوثائق الاستثمار واشتراكهم بالصندوق الاستثماري المفتوح إذ أن هذا الصندوق يؤسس على فكرة عدم ثبات رأس المال.^{١١٩}

غير أن هناك حالات يعجز فيها مدير الصندوق عن تلبية طلبات الاسترداد مما يؤدي إلى وقف عمليات الاسترداد أو السداد النسبي وذلك إذا ما حدثت ظروف استثنائية توجب هذا الوقف وكانت مصلحة حاملي الوثائق الاستثمارية تتطلب ذلك، كل ذلك على وفق شروط يحددها النظام الأساسي للصندوق الاستثماري ونشرة الاكتتاب. ويقع على مدير الصندوق إبلاغ الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية بقرار الوقف بعد أن يتم اعتماده من مجلس إدارة الصندوق الاستثماري. ويتم الوقف أو السداد النسبي وتقدير الظروف الاستثنائية التي توجب ذلك تحت إشراف الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية بعد موافقتها. ويكون هذا الوقف مؤقتاً إلى أن تزول أسبابه والظروف التي استلزمته. ومن هذه الظروف الاستثنائية التي يمكن خلالها وقف طلبات الاسترداد والسداد النسبي أن تتزامن طلبات التخارج من صندوق الاستثمار وتبلغ حداً كبيراً يعجز معها مدير الصندوق عن تلبيةها، أو حالة عجز شركة عن تحويل الأوراق المالية المدرجة في محفظة الصندوق الاستثماري إلى مبالغ نقدية لأسباب خارجة عن إرادتها، و حالة انخفاض قيمة أصول الصندوق بصورة كبيرة بسبب انخفاض قيمة الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق نتيجة الهبوط المفاجئ في أسعار هذه الأوراق المالية وفي حالات القوة القاهرة. ومن حالات

وقف الاسترداد أيضاً إذا ما تم تعليق التداول في السوق الرئيسية التي يتعامل فيها بأوراق صندوق الاستثمار.^{١٢٠}

ويحدد مقابل استرداد الوثيقة الاستثمارية من صافي قيمة أصول الصندوق، وذلك بقسمة صافي القيمة السوقية لأصول الصندوق على عدد الوثائق القائمة في نهاية عمل يوم تقديم طلب الاسترداد، ويتم خصم قيمة الوثائق المطلوب استردادها من أصول الصندوق الاستثماري اعتباراً من اليوم التالي لتقديم طلب الاسترداد وعند احتساب مقابل الاسترداد. يتم خصم مصاريف تصفية الحصة من القيمة المستحقة عنها للمستثمر المتخارج، ويقع على مدير الاستثمار الالتزام بوفاء قيمة الوثائق المطلوب استردادها خلال مدة معينة، وإذا ما استرد صندوق الاستثمار الوثائق الاستثمارية فأن بإمكانه إصدار وثائق استثمارية أخرى بديلة.^{١٢١}

الفرع الثالث

الحق في الحصول على ناتج التصفية

بعد انقضاء الصندوق الاستثماري المصدر لهذه الورقة المالية بانتهاج مدته أو بتحقيقه الغرض الذي أنشئ من أجله أو لأي سبب آخر من أسباب انقضاء صندوق الاستثمار تبدأ عندئذ عملية تصفية الصندوق^{١٢٢}، غير أنه لا يمكن البدء بعملية تصفية صندوق الاستثمار إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة العامة في سوق

الأوراق المالية إذ يتم من خلال التصفية تسوية ديون الصندوق، وتحويل ممتلكاته إلى أموال نقدية، وتوزيع ما يتبقى من أموال على المستثمرين في الصندوق والمساهمين فيه.^{١٢٣}

وتمنح وثائق الاستثمار حاملها هذا الحق بما أكدته المادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. في حين نجد أن القانون الكويتي لم يشر إلى هذا الحق صراحة ولا إلى الحقوق الأخرى التي تخولها وثائق الاستثمار، إلا أنه على الرغم من ذلك فإن وثائق الاستثمار وفي ظل القانون الكويتي ترتب لحاملها هذا الحق؛ لأن المادة ٢٩٦ من قانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ أشارت عند تعريفها لوثائق الاستثمار إلى حقوق حاملي الوثائق بالقول (...وتخول حاملها مباشرة كامل الحقوق الناشئة عنها باعتباره مالكا على الشبوع في هذا الصندوق). ومن هذه الحقوق الناشئة، الحق في الحصول على ناتج التصفية، غير أن ناتج التصفية لا يتم توزيعه على حاملي وثائق الاستثمار فقط وإنما يشترك معهم أيضا في الحصول على هذا الحق حاملو نوع آخر من الأوراق المالية وهم المساهمون في الشركة المؤسسة لصندوق الاستثمار؛ لأن صندوق الاستثمار أما أن يكون شركة أو مؤسس من شركة وإذا ما تم تأسيسه من شركة فهو يحتوي على نوعين من حاملي الأوراق المالية : الأول المساهمون في الشركة المؤسسة لصندوق الاستثمار، والثاني حاملو الورقة المالية التي يصدرها صندوق الاستثمار وهي وثائق الاستثمار، إذ يتم توزيع ناتج التصفية بين المساهمين وحاملي وثائق الاستثمار بنسبة رأسمال الصندوق ورصيد حملة الوثائق القائمة في تاريخ التصفية^{١٢٤} دون أن يثبت هذا الحق لحاملي الوثائق التي تم استردادها من حاملها وذلك بدلالة المادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل إذ تنص (...ورصيد حملة الوثائق في ذلك التاريخ).

وبما أن حملة الوثائق يحصلون عند التصفية على الناتج بالمشاركة مع المساهمين في الشركة المؤسسة للصندوق الاستثماري فيثار هنا التساؤل عن الأولوية في الحصول على ناتج التصفية هل تكون لحاملي الوثائق الاستثمارية أو للمساهمين في شركة صندوق الاستثمار أو أن كليهما يتساويان في الحصول على هذا الحق؟

تتمثل الإجابة على ذلك في اتجاهين. الأول يرى أن حملة وثائق الاستثمار تكون لهم الأولوية في الحصول على ناتج تصفية الصندوق قبل المساهمين في الشركة المؤسسة للصندوق الاستثماري، معللين ذلك بأن حملة الوثائق الاستثمارية يقترب مركزهم من مركز حملة صكوك الاستثمار^{١٢٥} التي تصدرها شركات تلقي الأموال لاستثمارها طبقاً للقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ الذي يمنح حاملي صكوك الاستثمار حق التقدم في الحصول على ناتج التصفية قبل المساهمين فيها.^{١٢٦}

في حين يرى الاتجاه الثاني تساوي المركزين حملة الوثائق وحملة الأسهم وبالتالي يكونون في مرتبة واحدة عند توزيع ناتج التصفية، معللين ذلك بأن وثيقة الاستثمار تمثل حصة شائعة في المحفظة الاستثمارية التي

يتولى صندوق الاستثمار إدارتها فهو لا يعد مالكا في صندوق الاستثمار الذي أصدر هذه الورقة المالية وإنما هو شريك في النشاط الاستثماري الذي تباشره ولذلك يشترك معهم في الأرباح والخسائر.^{١٢٧}

ويتضح أن الاتجاه الذي يذهب إلى المساواة بين حملة وثائق الاستثمار والمساهمين في المؤسسة لصندوق الاستثمار هو الأرجح؛ لأنه لا يمكن القول بأن لحملة وثائق الاستثمار حق التقدم في الحصول على ناتج التصفية قبل المساهمين في شركة المؤسسة لصندوق الاستثمار قياساً على صكوك الاستثمار التي تصدرها شركات تلقي الأموال على وفق القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ المصري؛ لأن هذا الحق عندما ثبت لهذا النوع الأخير من الأوراق المالية تقرر بمقتضى نص خاص في القانون، دون أن يكون ثمة نص مماثل يعطي حق التقدم لحملة وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار على حاملي أسهم شركة صندوق الاستثمار لذلك فكل من حاملي الوثائق الاستثمارية وأسهم الشركة المؤسسة لصندوق الاستثمار يحصلون على ناتج تصفية الصندوق بعد انقضائه بالوقت نفسه دون تقدم أحدهما على الآخر.

الفرع الرابع

الحق في نقل ملكية وثائق الاستثمار

ومن الحقوق المقررة لحاملي وثائق الاستثمار الحق في نقل ملكية الوثيقة الاستثمارية للمستثمرين في صندوق الاستثمار أو للغير دون أن يتوقف ذلك على موافقة جهة معينة أو موافقة المستثمرين الآخرين في صندوق الاستثمار المصدر لهذه الورقة المالية، فصندوق الاستثمار أما أن يكون مشروعاً للشركة المؤسسة أو شركة، وفي كلتا الحالتين لا وجود للاعتبار الشخصي فيهما وإنما يقومان على الاعتبار المالي^{١٢٨} وبالتالي يمكن للمستثمر فيه نقل ملكية الورقة المالية لمستثمر آخر في صندوق الاستثمار المصدر لها أو للغير. وهذا الحق ينسجم مع طبيعة الاستثمار في صناديق الاستثمار الذي يتسم بالمرونة فيمكن أي مستثمر التصرف بالأوراق المالية التي يملكها والخروج من صندوق الاستثمار في أي وقت يشاء إذا ما ظهرت له بوادر نظرة استثمارية أخرى ذات عائد أفضل دون أن يتوقف ذلك على موافقة باقي المستثمرين في الصندوق ودون أن يترتب على ذلك إضرار بالصندوق أو الانتقاص من الضمان العام لدانيتها؛ لأنه لا يترتب على نقل ملكية الوثيقة الاستثمارية نقص في رأسمال الصندوق وإنما يحل محله مستثمر آخر في الحقوق والواجبات.^{١٢٩}

إن طريقة نقل ملكية الورقة المالية يتوقف على شكلها فإذا كانت اسمية يتم من خلال قيدها في السجل الخاص المعد لهذا الغرض وإذا كانت لحاملها فتخضع لقاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية وتنتقل بالتظهير إذا كانت لأمر^{١٣٠} غير أن وثائق الاستثمار تخرج على هذه القاعدة، فتداول وثائق الاستثمار، الذي يترتب عليه نقل ملكية الوثيقة الاستثمارية، أما أن يكون خارج سوق الأوراق المالية فتنتقل ملكيتها عن طريق تسجيلها في السجل الخاص بحملة الوثائق المعد من شركة خدمات الإدارة أو من مدير الصندوق^{١٣١}، أو يكون تداول

الوثائق الاستثمارية من خلال سوق الأوراق المالية فعندئذ تتبع إجراءات وقواعد السوق في نقل ملكية هذه الورقة المالية.^{١٣٢} و بعد زوال الدعامات المادية للأوراق المالية داخل سوق الأوراق المالية لم يعد تداول تلك الأوراق يتوقف على شكلها بل أصبح التداول يتم عن طريق القيد الدفترى لدى شركة الإيداع والقيد المركزي في مصر ومركز إيداع الأوراق المالية في العراق عبر نقل هذا القيد من حساب البائع إلى حساب المشتري.^{١٣٣}

وهناك حالات يتم فيها نقل ملكية الورقة من شخص إلى آخر دون عملية تداول سواءً أكان التداول داخل سوق الأوراق المالية أم خارجه، إذ تنتقل ملكية الورقة المالية بقوة القانون أو بصور حكم قضائي نهائي، كما في نقل الملكية نتيجة الإرث، أو الوصية، أو الهبة، أو في حالة نقل الملكية بين الأرواح والأقارب حتى الدرجة الثانية، أو حالات نقل الملكية التي تتم على وفق أوامر قضائية، فإذا كانت الورقة المالية غير مقيدة أو مدرجة في السوق فإن نقل ملكيتها يتم من خلال قيام الجهة المصدرة لهذه الورقة المالية باتباع القواعد المنصوص عليها في قوانين الشركات، وذلك بتسجيلها في سجل انتقال الورقة المالية المعد لهذا الغرض من الجهة المصدرة للورقة المالية. ^{١٣٤} أما إذا كانت هذه الورقة المالية مقيدة في سوق الأوراق المالية فإن جهة الإيداع هي التي تقوم بنقل ملكيتها باتباع القواعد والإجراءات المعتمدة في سوق الأوراق المالية.^{١٣٥}

غير أن حق نقل ملكية الوثيقة الاستثمارية لا يثبت دائماً لحاملها إذ أن هناك قيوداً تحد من هذا الحق الذي تمنحه الوثيقة الاستثمارية؛ لأن هذا الحق ليس من النظام العام لذلك ترد عليه قيود تمنع ممارسة هذا الحق وهذه القيود هي قيود قانونية أقرها القانون، فالقانون قد يمنع تداول وثيقة استثمارية معينة ولا يسمح بنقل ملكيتها للغير. وقد أقر المشرع العراقي مجموعة من القيود القانونية التي لا يمكن معها نقل ملكية الأوراق المالية، وجعل هذه القيود تسري على جميع الأوراق المالية دون استثناء وقد حدد هذه القيود في حالة الحجز والرهن وتجميد الأوراق المالية فضلاً عن أية قيود أخرى يحددها القانون^{١٣٦} كما أنه لم يجز التصرف بالأوراق المالية العائدة للموروث قبل إجراء عملية التحويل الإرثي.^{١٣٧}

كما لم يجز القانون المصري تداول وثائق الاستثمار ونقل ملكيتها إذا كانت وثيقة الاستثمار مرهونة لحين شطب الرهن بناءً على طلب الدائن المرتهن أو انقضاء الرهن لأحد الأسباب المقررة قانوناً^{١٣٨}. وقرر المشرع الكويتي بعض القيود القانونية ومن هذه القيود ما نصت عليه المادة (٣٠٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ من منع التصرف بالوثائق الاستثمارية التي يملكها مدير الصندوق الاستثماري طوال المدة التي يبقى فيها الصندوق قائماً. ويبدو أن المشرع الكويتي قصد من ذلك حماية مصلحة المستثمرين في الصندوق الاستثماري إذ أن مدير الصندوق هو المسؤول عن إدارته وتنفيذ السياسة الاستثمارية للصندوق وإذا ما بقي مدير الصندوق يملك نسبة معينة من الوثائق الاستثمارية التي

يصدرها الصندوق سوف يسعى الى تحقيق هذه السياسة الاستثمارية بما يحقق الفائدة للصندوق، وان كان القانون قد ألزم مدير الصندوق ببذل العناية اللازمة لتحقيق ذلك وحدد مسؤوليته، إلا أن بقاء مدير الصندوق الاستثماري يشكل ضماناً للمستثمرين؛ لان مدير الصندوق سوف يسعى إلى تحقيق مصلحته أولاً وبما أنه يملك في الصندوق سينعكس ذلك على باقي المستثمرين، في حين نجد القانون المصري لم ينص على مثل هذا القيد وكان الأفضل بالمشعر المصري أن يقرر هذا القيد مثلما فعل القانون الكويتي.

ومن هذه القيود أيضاً منع نقل ملكية الوثائق الاستثمارية التي يملكها المؤسسون لصندوق الاستثمار سواءً أكان هؤلاء المؤسسون شركة أم لم يكونوا شركة، ويعد هذا القيد ضماناً للمكتبيين في وثائق الاستثمار لان من خلاله يمكن الوقوف على جدية مؤسسي صندوق الاستثمار في إنشاء هذا الصندوق وطرح وثاقفه للاكتتاب.^{١٣٩}

الفرع الخامس

الحق في رهن وثائق الاستثمار

وثيقة الاستثمار تعطي حاملها الحق في رهنها. ورهن الأوراق المالية غالباً ما يتم بواسطة البنوك غير أن ذلك لا يمنع أن يكون الدائن المرتهن شخصاً عادياً.^{١٤٠}

يتم رهن الوثيقة الاستثمارية التي يصدرها الصندوق الاستثماري رهناً حيازياً ، وبما أن الرهن حق عيني تبعي فهو يرتب للدائن المرتهن سلطة على محل الرهن، وهي هنا وثائق الاستثمار، تمكنه من تتبع هذه الوثائق الاستثمارية والتنفيذ عليها بالحجز ثم البيع واستيفاء دينه من ثمنها بالأولوية على الدائنين الآخرين للمدين الراهن.^{١٤١}

فرهن الأوراق المالية عقد يلتزم بمقتضاه مالك الأوراق المالية ضماناً لدين عليه أو على الغير بتسليم الأوراق المالية إلى الدائن أو لأجنبي يعينه المتعاقدان، ويخول هذا الدائن حق حبس الأوراق المالية لحين استيفاء الدين والتقدم على الدائنين التاليين له في المرتبة في اقتضاء حقه من ثمن هذه الأوراق.^{١٤٢}

ووثائق الاستثمار يمكن رهنها رهناً تجارياً، وقد نظم قانون التجارة العراقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤ الرهن التجاري وجعل أحكامه تسري على كل رهن يتقرر على مال منقول توثيقاً لدين مترتب على عمل تجاري للدائن والمدين أو إلى أحدهما^{١٤٣} واشترط قانون التجارة العراقي لنفاذ الرهن في حق كل من المدين والغير أن تنتقل حيازة الورقة المالية المرهونة إلى الدائن المرتهن أو إلى عدل يتفق عليه كل من الدائن المرتهن والمدين الراهن، وإذا انتقلت الورقة المالية محل الرهن إلى يد العدل الذي عينه طرفاً عقد الرهن الحيازي،

فانه يعد متنازلاً عن كل حق له في حبسها بسبب سابق على عقد الرهن إلا إذا قام بالإعلان عن احتفاظه بهذا الحق عند قبوله حيازة المستند المرهون لحساب الدائن المرتهن.^{١٤٤}

إن تسليم الورقة المالية إلى الدائن المرتهن ركن أساسي في عقد الرهن الحيازي، فهذا الرهن إما أن يرد على وثائق الاستثمار المقيدة أو المدرجة في سوق الأوراق المالية أو غير المقيدة، فإذا ورد الرهن على تلك الوثائق الاستثمارية غير المقيدة في السوق فإن بالإمكان رهنها رهنًا حيازياً بنقل حيازتها إلى الدائن المرتهن أو إلى يد عدل، غير إن الأمر مختلف لوثائق الاستثمار المدرجة في سوق الأوراق المالية فهذه الأوراق يتم إيداعها في جهة إيداع مركزية وبمجرد إيداعها تفقد شكلها المادي وتتحول إلى قيود دفترية، فكيف يمكن رهنها رهنًا حيازياً وليست هناك حيازة مادية لها؟

هذه الورقة المالية يتم رهنها من خلال قيام السوق بوضع إشارة الرهن على الأوراق المالية المودعة لديه في مركز الإيداع بناءً على طلب مقدم من المدين الراهن^{١٤٥} ويعدّ الرهن نافذاً باتجاه الكافة إذا ما تم تسجيله وتثبيته في سجل المساهمين في سوق الأوراق المالية^{١٤٦}، ويستطيع الدائن المرتهن الاحتجاج بهذا الرهن اتجاه الغير ولا يستطيع المدين الراهن بعد قيد الرهن اللجوء إلى رهن الورقة نفسها لدائن آخر أو التصرف فيها بالبيع لدى سوق الأوراق المالية^{١٤٧}، أي يتم الرهن من دون نقل حيازة مادية إلى الدائن المرتهن، وإنما من خلال قيود دفترية حسابية فقط توضح أن الأوراق المالية مرهونة سواءً أكانت أسمية أم لحاملها.^{١٤٨}

وبما أن وثيقة الاستثمار تمنح حاملها حقاً برهنها وتقديمها للدائن المرتهن ضماناً لدين عليه، فإن التساؤل يثار عن حكم رهن الوثيقة الاستثمارية التي يقدمها الراهن ضماناً لدين الغير؟

في هذه الحالة يتم تقديم وثيقة الاستثمار من حاملها للدائن المرتهن ضماناً لدين من غير المدين؛ لذلك لا يلزم مالك الوثيقة الاستثمارية في مواجهة الدائن المرتهن إلا في حدود صفته كفيلاً عينياً هذا ما قضت به المادة ١٩٨ من قانون التجارة العراقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤ وهو حكم المادة (٣٢٦) من قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩. وهذا يعني أن مسؤولية مالك وثيقة الاستثمار في مواجهة الدائن المرتهن تتحدد في حدود قيمة الوثيقة الاستثمارية بعده كفيلاً عينياً وليس بقيمة الدين عند عدم وفاء المدين بقيمة الدين الذي من أجله أبرم عقد رهن الوثيقة الاستثمارية على وفق حكم المادة (٢/١٣٤١) من القانون المدني العراقي التي تنص على انه (... والرهن الحيازي كالرهن التأميني في اقتصار التنفيذ على المرهون إذا كان الراهن غير المدين...)^{١٤٩}.

وإن كان الأصل في وثائق الاستثمار أن يتم دفع قيمتها بالكامل عند الاكتتاب بها، إلا أن هناك استثناءً يرد على ذلك وهي وثائق الاستثمار التي تصدر عن صناديق الاستثمار العقاري أو تلك التي تصدر عن صناديق الملكية الخاصة إذ أجاز القانون تقسيط سداد قيمتها على شكل أقساط، ومن ثم إذا كانت هذه الوثائق

الاستثمارية التي لم تسدد كامل قيمتها عند الاكتتاب بها محلاً للرهن فإن التساؤل الذي يثار عن حكم ذلك الرهن ؟

إذا كانت وثيقة الاستثمار لم تسدد كامل قيمتها وحل موعد سداد القيمة المتبقية للوثيقة الاستثمارية المرهونة، وجب على المدين تسديد هذه القيمة الى الدائن المرتهن قبل موعد السداد بفترة مناسبة قدرها القانون التجاري للرهن التجاري بيومين في الأقل قبل التاريخ المحدد للوفاء بقيمتها للصندوق الاستثماري، وإذا لم يقم المدين الراهن بتسديد القيمة المتبقية للوثيقة الاستثمارية محل الرهن للدائن المرتهن كان لهذا الأخير أن يتخذ إجراءات بيع هذه الوثيقة الاستثمارية ويدفع من الثمن الناتج الجزء غير المدفوع من قيمة الوثيقة الاستثمارية ويحتفظ بالباقي ضماناً لدينه.^{١٥٠}

الفرع السادس

الحق في تكوين جماعة حملة الوثائق الاستثمارية

أجازت بعض القوانين لحملة وثائق الاستثمار ذات الإصدار الواحد الحق بتكوين جماعة حملة الوثائق الاستثمارية لحماية مصالحهم وذلك أسوة بباقي الأوراق المالية الأخرى^{١٥١} كالسندات وصكوك التمويل إلا أنه في ظل أحكام القانون العراقي لا وجود لمثل هذه الجماعة لحماية حقوق أصحاب الأوراق المالية التي لا يشارك حملتها في الإدارة (كالسندات). غير إن القانون المصري أجاز ذلك، إذ يمكن وبحسب نص المادة (٧٠) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري لحملة ٥% على الأقل من القيمة الاسمية لوثائق الاستثمار الدعوة إلى تكوين هذه الجماعة. وتتكون هذه الجماعة إذ قبل الاشتراك في عضويتها حملة أكثر من نصف قيمة الإصدار لصندوق الاستثمار^{١٥٢}، ويختار ممثل قانوني لتمثيل الجماعة أمام مجلس إدارة الصندوق الاستثماري ويكون اختياره من بين أعضاء جماعة حملة الوثائق الاستثمارية من خلال التصويت على اختياره في اجتماع، ويكون التصويت بالأغلبية المطلقة التي هي أكثر من نصف قيمة الإصدار. وبما أن جماعة حملة الوثائق الاستثمارية هي التي عينت هذا الممثل القانوني لها، فهي التي تملك تحديد الفترة الزمنية التي يستطيع تمثيلها فيه (المجلس)، وهي التي تحدد من ينوب عنها في حالة غيابه، وتملك تقرير حقوقه المالية الناتجة عن تمثيله للجماعة. غير إذا لم يتم اختيار ممثل قانوني لجماعة حملة الوثائق الاستثمارية خلال مدة معينة فإن الهيئة العامة في سوق الأوراق المالية هي التي تقوم بتعيين هذا الممثل بناءً على طلب من أحد أعضاء الجماعة، ويتم عزل الممثل القانوني للجماعة بالكيفية التي تم اختياره فيها من خلال التصويت على عزله بأكثر من نصف قيمة الإصدار ويتم تقديم طلب العزل من قبل ٥% من حملة الوثائق الاستثمارية أو ان العزل يكون من الهيئة، ويجب ان يكون قرار العزل مسبباً.^{١٥٣}

إن الغاية من تكوين جماعة حملة الوثائق الاستثمارية حماية مصلحة أعضائها ولتحقيق هذه الغاية تقوم الجماعة بتعيين ممثلاً عنها، لذا لا بد أن تتوفر مجموعة شروط في هذا الأخير لضمان تحقيق هذا الغرض، فيجب أن يكون الممثل شخصاً طبيعياً، وإلا تكون له مصلحة مباشرة أو غير مباشرة بالصندوق الاستثماري المصدر لوثائق الاستثمار، وأن لا يكون عضواً في مجلس إدارة الصندوق، أو من العاملين في الشركة المؤسسة لصندوق الاستثمار التي تملك ١٠% من رأسمال الصندوق الاستثماري المصدر لوثائق الاستثمار أو في الشركة التي تكون ضامنة لكل أو بعض ديون صندوق الاستثمار.^{١٥٤}

ويقع على عاتق صندوق الاستثمار التزام بأن يوافق ممثل جماعة حملة الوثائق بنسخة من التقارير النصف سنوية عن نشاط صندوق الاستثمار ونتائج أعماله.^{١٥٥} إن منح حاملي وثائق الاستثمار - ذات الإصدار الواحد - الحق في تكوين جماعة، يمكنهم من الدفاع عن مصالحهم في مجلس إدارة الصندوق الاستثماري المصدر لهذه الورقة المالية لعل ذلك يعوضهم من حرمانهم من المشاركة في إدارة الصندوق الاستثماري.^{١٥٦}

أما بالنسبة للقانون الكويتي فلم نجد فيه نصاً صريحاً يعطي لحملة وثائق الاستثمار الحق بتكوين جماعة أو جمعية لحماية مصالحهم، وإنما وردت فقط عبارة (جمعية حملة الوحدات في الصندوق) في المادة ٣١٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ إلا أن هذا القانون لم يبين شروط تشكيل هذه الجمعية ولا الإجراءات وإنما فقط أورد هذه العبارة.^{١٥٧} بينما نجد قانون الشركات الكويتي رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٠ قد نص صراحةً على هذا الحق لحملة السندات وصكوك التمويل بتكوين هيئة لحماية مصالحهم. وتولت المواد من (٢٠٢ - ٢٠٦) من هذا القانون بيان شروط وإجراءات تشكيل هذه الهيئة وصلاحياتها. أما القانون الأمريكي فلم نجد فيه نصاً يعطي الحق لحملة وثائق الاستثمار تكوين جماعة لحماية مصالحهم.

المطلب الثاني

التزامات حاملي وثائق الاستثمار

تفرض وثائق الاستثمار جملة من الالتزامات على عاتق حملتها تتمثل بالآتي هي:

الفرع الأول

الالتزام بدفع القيمة الكاملة لوثائق الاستثمار

يقع على حامل وثيقة الاستثمار التزام بدفع كامل القيمة الاسمية لوثيقة الاستثمار عند الاكتتاب بها ولا يمكن تسديد قيمتها على أقساط، فلكي يصدر صندوق الاستثمار هذه الورقة المالية يجب أن يكون مقابلها تم دفعه بالكامل عند التوقيع على نشرة الاكتتاب بالوثائق الاستثمارية، وإن كان هذا هو الأصل إلا أن هناك استثناءً

يرد على ذلك، فقد أجازت بعض التشريعات لحملة وثائق الاستثمار الصادرة عن صناديق استثمارية معينة عدم دفع القيمة الأسمية بالكامل للوثيقة الاستثمارية عند الاكتتاب، بها وسمح بدفع هذه القيمة على أقساط عندما أجاز لصناديق الاستثمار العقارية وصناديق الملكية الخاصة تقسيط قيمة الوثيقة الاستثمارية ودفعها في مواعيد معينة يتم تحديدها في النظام الأساسي لصندوق الاستثمار وبما يتفق مع استثمارات الصندوق الاستثماري وتمثل هذا الاتجاه بالتشريعين المصري والكويتي.^{١٥٨}

وإذا ما تخلف أحد حملة وثائق استثمار عن سداد قيمتها بالكامل في الفترات أو المدة المحددة له، فيقع على مدير الاستثمار التزام بإعداره بوجوب تسديد قيمة الوثيقة الاستثمارية، فإذا لم يتم بتسديدها بعد مرور شهر من إعداره يمكن لمدير الاستثمار بيع هذه الوثائق على وفق إجراءات بيع الأسهم.^{١٥٩}

الفرع الثاني

الالتزام بتحمل الخسائر

إذا كانت الميزانية السنوية المعدة لصندوق الاستثمار بعد انتهاء السنة المالية تشير إلى زيادة الديون على الأصول، فهذا يعني أن صندوق الاستثمار قد مني بخسارة، وهذه الخسائر يشترك بها حملة وثائق الاستثمار إذ يقع عليهم التزام بتحمل الخسائر التي تلحق صندوق الاستثمار المصدر لهذه الورقة المالية؛ لأن حملة وثائق الاستثمار يشتركون في نتائج استثمارات الصندوق الاستثماري وهذه النتائج قد تكون إيجابية وهي الأرباح، أو تكون سلبية وهي الخسائر.^{١٦٠}

ويتحمل حاملو وثائق الاستثمار هذه الخسائر بحسب مساهمة كل منهم في رأسمال الصندوق، إذ أن حامل وثيقة الاستثمار لا يشارك بهذه الخسائر إلا بحدود ما يملكه من الوثائق الاستثمارية، وهذا يعني أن مسؤولية حامل وثيقة الاستثمار محدودة بحدود عدد الوثائق الاستثمارية التي يملكها في صندوق الاستثمار المصدر لها دون أن تمتد مسؤوليته لتشمل ذمته المالية كلها^{١٦١}؛ لأن صندوق الاستثمار - كما سبق بيانه - هو شركة أو مشروع أو نشاط تجاري للجهة المؤسسة له وهي شركة من شركات الأموال التي تقوم على الاعتبار المالي وتتميز بالمسؤولية المحدودة للمساهمين فيها.^{١٦٢} ويتم توزيع الخسارة بين حملة الوثائق الاستثمارية بالكيفية التي تبينها نشرة الاكتتاب في الوثائق الاستثمارية.^{١٦٣}

ولكن قد يثار هنا تساؤل عن اشتراط أحد حملة الوثائق عدم مشاركته في الخسائر أو يشترط أن يتسلم حصته كاملة عند انحلال الصندوق وأن مني الصندوق بخسارة، فهل يصح ذلك أم لا يصح ؟

يمكن القول للإجابة على ذلك إلى عدم صحة مثل هذا الشرط؛ لأن نصوص القانون واضحة بان يشارك حاملي الوثائق في نتائج استثمارات الصندوق وهي الأرباح والخسائر^{١٦٤}، كما أن وجود مثل هذا الشرط يخل بمبدأ المساواة وهو من الخصائص المميزة لوثائق الاستثمار، بل انه أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها الشركات عموماً، وهذا ما أكدته المادة (٤/ أولاً) من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ عند تعريفها للشركة. وان الشروط التي تخل بهذا المبدأ لا بد أن يتم إقرارها بنص خاص في القانون وبأضيق نطاق ممكن.

وهناك من يرى بأنه يجوز الاتفاق في وثيقة الاستثمار على أنه لا أثر لخسائر الصندوق على أصل قيمة الوثيقة الاستثمارية مستنديين إلى أن ذلك لا يخالف النظام العام أو النصوص الآمرة، كما أن هذا الشرط على رأي هذا الاتجاه يتفق مع قصد المشرع من إنشاء صناديق الاستثمار، وهو تشجيع وتنمية استثمار المدخرات بما لا يمس أصل هذه المدخرات، وفي هذه الحالة تقترب الوثائق بدرجة كبيرة بالإيداعات لدى البنوك مع تغيير نسب الربح على وفق نتائج إدارة الصندوق لهذه الأموال المستثمرة وعدم المساس بأصل قيمتها^{١٦٥}.

الخاتمة

لقد حاولنا من خلال بحثنا المركز القانوني لحاملي وثائق الاستثمار الإحاطة بأهم ما يميز تلك الوثائق والتي تحدد ذلك المركز ويمكن من خلال ما سبق إيراد أهم الاستنتاجات والمقترحات وحسب بالآتي :

أولاً : الاستنتاجات

١. وثائق الاستثمار أوراق مالية مستحدثة وقد وضعنا تعريفاً لها بأنها (أوراق مالية إسمية أو لحاملها قابلة للتداول تصدرها صناديق الاستثمار عن طريق الاكتتاب بقيمة إسمية واحدة وتمنح حاملها حقوقاً متساوية في الحصول على الأرباح واسترداد قيمة الوثيقة الاستثمارية مقابل التزامهم بتحمل الخسائر).

٢. إن المشرع العراقي في ظل القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية ومن خلال النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية قد أوجد هذا النوع من الأوراق المالية المستحدثة، غير أنه لم يضع تنظيماً قانونياً خاصاً بها، وقصر التشريع التجاري العراقي التنظيم القانوني على نوعين فقط من الأوراق المالية هي الأسهم والسندات وهذا ما انعكس بدوره على نشاط سوق العراق للأوراق المالية، عكس القوانين محل المقارنة وهي المصري والكويتي والأمريكي.

٣. إن وثائق الاستثمار ورقة مالية مميزة عن الأوراق المالية الأخرى، فهي تحقق لحاملها التنوع في استثماراته؛ لأنها تمكنه من أن تكون له حصة شائعة في محفظة الصندوق الاستثماري التي يصدرها وبالتالي فهو يملك في كل الأوراق المالية التي تضمها تلك المحفظة الاستثمارية كما أنها توفر سيولة ومرونة في التعامل.

٤. التشريعات التي نظمت صناديق الاستثمار اختلفت من حيث التنظيم القانوني لها فمنهم من نظمها بعداً شركات كالقانون الأمريكي إلا أنها شركات من نوع خاص وقد أفرد لها أحكاماً خاصة وأهم ما يميزها هو الإدارة المتخصصة التي تكون من خلال مدير الصندوق أو ما يسمى بمستشار الاستثمار، في حين نظرت إليها القوانين الأخرى بعداً مشروعاً أو نشاطاً للشركات سواءً أكانت هذه الشركات مساهمة أم شركات تأمين أم بنوكاً، بل إن هذه القوانين قد اختلفت حول ما إذا كان الصندوق يتمتع بالشخصية المعنوية، بين مقر الشخصية المعنوية لصناديق الاستثمار كالقانون الكويتي وبين عدم إقرار الشخصية المعنوية لهذه الصناديق كالقانون المصري.

٦. ترتب وثائق الاستثمار لحملتها مجموعة من الحقوق وهي في الوقت نفسه تفرض عليهم مجموعة من الالتزامات وهذه الحقوق هي: الحق في الحصول على الأرباح، والحق في استرداد قيمة الوثيقة الاستثمارية، والحق في رهنها ونقل ملكيتها، والحق في الحصول على ناتج التصفية عند انتهاء صندوق الاستثمار المصدر

لها وتصفية موجوداته، والحق في تكوين جماعة حملة الوثائق الاستثمارية وتفرض عليهم مجموعة من الالتزامات وأهما تحمل خسائر الصندوق.

٧. وثائق الاستثمار يمكن قيدها وتداولها في سوق الأوراق المالية إلا أن ذلك يتوقف على شكل الصندوق الاستثماري المصدر لها، إذ إن صندوق الاستثمار يتخذ أحد شكلين فهو إما إن يكون صندوق استثمار مغلق أو صندوق استثمار مفتوح ، ووثائق صندوق الاستثمار المغلق هي التي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية في حين لا يمكن قيد وتداول وثائق صندوق الاستثمار المفتوح في سوق الأوراق المالية، ومن ثم لا يكون أمام حاملها من أجل تداولها إلا إتباع الطرق التجارية في نقل ملكيتها.

٨. إن حامل وثائق الاستثمار لكي يتمكن من تداولها في سوق الأوراق المالية لابد من قيدها أو إدراجها في السوق لتبدأ بعدها عمليات التداول التي تتم من خلال وسطاء مخولين إذ بدون هذا القيد لا يمكن تداول الأوراق المالية في السوق وبالمقابل إذ ما تم قيد أية ورقة مالية سواءً أكانت وثائق الاستثمار أم غيرها من الأوراق المالية فلا يمكن تداولها خارج سوق الأوراق المالية لأن القانون يرتب على ذلك جزاءً مدنياً وآخر جزائياً.

ثانياً: المقترحات

من خلال بحثنا المركز القانوني لحاملي وثائق الاستثمار وجدنا بأن لها الكثير من الأحكام الخاصة التي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى، وأن المشرع العراقي في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية قد أوجد الأرضية القانونية لها دون أن يفصل في أحكامها، لذا نأمل من المشرع العراقي أن يأخذ بالمقترحات الآتية عند تعديل القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية أو في حالة إقرار مشروع القانون الدائم لأسواق الأوراق المالية وهي:

١. إصدار تعليمات من الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية لتنظيم وثائق الاستثمار، وأن تتضمن هذه التعليمات الشروط والإجراءات الخاصة بهذه الورقة المالية وكل المسائل التفصيلية المرتبطة بوثائق الاستثمار استناداً إلى القانون الذي يفترض أن ينظمها.

٢. أن يتم تنظيم صناديق الاستثمار بعدها الجهة المسؤولة عن إصدار وثائق الاستثمار في القانون العراقي وما يعكسه تنظيمها من تنشيط وتدويل سوق العراق للأوراق المالية من خلال جذبها لصغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية، ولما تمثله من قوة شرائية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، كما أنها تساهم في امتصاص السيولة وبالتالي في خفض معدل التضخم في الاقتصاد العراقي.

وإن يتم تنظيم صناديق الاستثمار كشركة كما في القانون الأمريكي وليس كمشروع أو نشاط للشركات؛ لأن من شأن ذلك أن يجنب المشرع العراقي الكثير من إجراءات الإصدار والاكنتاب مما يستجيب للسرعة المطلوبة في الحياة التجارية، وإن يتم النص عليها في قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل كإحدى شركات الاستثمار المالي في العراق.

٣. أن يعمل المشرع العراقي على إدخال أنواع جديدة من الأوراق المالية فضلاً عن وثائق الاستثمار يدخل صكوك التمويل لسوق العراق للأوراق المالية لأن هذا سينعكس على أداء السوق و حجم تداولاته.

٤. تعديل نص المادة (٥) فقرة ١٥ من قانون التجارة العراقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤ ليشمل جميع التعاملات التي تجري على الأوراق المالية دون تحديدها بالأسهم والسندات من أجل إخضاع جميع الأوراق المالية لقانون التجارة؛ لأن الأوراق المالية ليست فقط الأسهم والسندات و يكون نص المادة (٥) كآلاتي:

((... خامسة عشر - التعامل بالأوراق المالية)).

٥. أن ينص المشرع العراقي على تشكيل لجنة بقرار من مجلس المحافظين للنظر في طلبات قيد أو إدراج الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية على غرار (لجنة القيد والشطب) في القانون المصري، وإن طلب الإدراج يقدم من الجهة المصدرة للورقة المالية، ويكون قرار اللجنة قابلاً للتظلم أمام مجلس المحافظين.

الهوامش

- 1 - د. أشرف محمد الدوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط٢، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٥٠.
- 2 - انظر في النشأة التاريخية لوثائق الاستثمار د. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط١، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٨٢٠.
- 3 - يهدف مشروع قانون سوق الأوراق المالية إلى إيجاد أساس قانوني دائم لتنظيم سوق الأوراق المالية في العراق وإنشاء هيئة أوراق مالية دائمة محل الهيئة المؤقتة، وحماية المستثمرين في الأوراق المالية من خلال الإفصاح الكامل عن المعلومات الجوهرية، ومنع الاحتيال والخداع بما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتخفيض المخاطر التقليدية في سوق الأوراق المالية. وقد أعد هذا القانون ممثلون عن الهيئة المؤقتة لسوق العراق للأوراق المالية تضم عدداً من الخبراء الاقتصاديين والقانونيين والماليين، وخبراء في البورصة، وممثلين وخبراء في البورصة الأمريكية. ومسودة هذا المشروع متوفرة على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية: <http://www.isx.iq.net>
- 4 - Article (1 of section 2) of the U.S. Securities Act of 1933.
- 5 - Article(4 /c / section 26) of the Investment Company U.S Act of 1940
- 6 - صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصات الأوراق المالية (دراسة قانونية، ط١)، دون دار نشر، ٢٠٠٤، ص ٢٦٨.
- 7 - د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩، ص ١٥٠.
- 8 - د. عصام أحمد البهجي، مصدر سابق، ص ٢٤٤.
- 9 - د. طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٥٨.
- 10 - د. أسامة أحمد شوقي المليجي، التنفيذ الجبري على الأوراق المالية التي تصدرها شركة مساهمة "دراسة مقارنة"، دار النهضة العربية - القاهرة، ٢٠٠٤، ص ٤٩.
- 11 - د. فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة (دراسة مقارنة)، ط١، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦، ص ٢٩٠.
- 12 - د. لطيف جبر كومان، الشركات التجارية (دراسة قانونية مقارنة)، مطبعة الفائق، بغداد، ٢٠٠٨، ص ١٨٦.
- 13 - د. فوزي محمد سامي، مصدر سابق، ص ٢٩١.
- 14 - Section (4/Article 2/c) of the Investment Company U.S, Act of 1940.
- 15 - صالح راشد الحمراي، مصدر سابق، ص ٢٩٤.
- 16 - أشارت إلى ذلك المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠

- 17 - طعن رقم ١٧١٢ لسنة ٦٥ ق جلسة ١١/٤/١٩٨٠ س ٢٤٠٤ ع ٢٤٠٤ مشار إليه لدى سعيد أحمد شعلة ، قضاء النقض في المواد التجارية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٤، ص ٥٤
- 18 - أنظر في عرض هذه الآراء د. باسم محمد صالح ود. عدنان أحمد ولي العزاوي، القانون التجاري (الشركات التجارية)، العاتك، القاهرة، ١٩٨٩، ص ١٦٨
- 19 - تنص المادة ٣٣٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ على انه (يجب ان تطبق على جميع حملة الوحدات من الفئة نفسها في الصندوق الشروط والأحكام ذاتها).
- 20 - المادة (١٥٤) والمادة (١٥٥) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 21 - د. عصام حنفي محمود ، دور البنك في مجال أموال الاستثمار المشتركة ، بحث منشور في كتاب الجديد في القانون التجاري ، دون دار نشر، ٢٠٠٥، ص ١٣٠.
- 22 - المادة ٣٠٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.
- 23 - د. سيف إبراهيم المصاروة، تداول الأوراق المالية (الحماية الجنائية) دراسة مقارنة، ط ١، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠١٢، ص ٥٨.
- 24 - د. فوزي محمد سامي ، مصدر سابق، ص ٣٠١.
- 25 - د. عصام أحمد البهجي ، مصدر سابق، ص ٢٦٢.
- 26 - أشارت إلى ذلك المادة (١٤٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل، والمادة (٢٩٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.
- 27 - د. أشرف محمد دوابه، مصدر سابق، ص ٦١.
- 28 - د. منى قاسم : صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، الدار المصرية اللبنانية ، ٢٠٠٠، ص ٥٠
- 29 - Mei Sun, Evaluating Performance of Interaction Closed –end Funds in US ,Master's Thesis, University of Nottingham ,2007 ,p25.
- 30 - د. عصام أحمد البهجي، مصدر سابق، ص ٨٤٤.
- 31 - د. عصام أحمد البهجي، المصدر السابق، ص ٨٣٩.
- 32 - د. طاهر شوقي مؤمن، مصدر سابق، ص ٦٠.
- 33 - تنص المادة (١٤٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على انه (يجوز إنشاء صندوق استثمار مفتوح يتم طرح وثائقه من خلال الاكتتاب العام. ويجوز زيادة رأس مال الصندوق المفتوح بإصدار وثائق جديدة أو تخفيضه باسترداد بعض وثائقه).
- 34 - د. عصام أحمد البهجي، مصدر سابق، ص ٢٩٥.
- 35 - د. أشرف محمد الدوابه، مصدر سابق ، ص ٦٠.
- 36 - د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ١٥٢.
- 37 - د. أشرف محمد الدوابه، مصدر سابق ، ص ٦٠.
- 38 - د. عصام أحمد البهجي، مصدر سابق، ص ٨٤٧.
- 39 - د. منى قاسم، مصدر سابق، ص ٥٢.

- 40 - د. فوزي محمد سامي، مصدر سابق، ص ٢٨٨.
- 41 - د. أشرف محمد الدوابية، مصدر سابق، ص ٦٤.
- 42 - تراجع المادتين (٢٩) و (٣٠) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل.
- 43 - د. فوزي محمد سامي، مصدر سابق، ص ٢٨٩.
- 44 - د. نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، ط١، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠٠٦، ص ١٠٢.
- 45 - المادة ٧٧ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل.
- 46 - د. عصام أحمد البهجي، مصدر سابق، ص ٨٤٩.
- 47 - د. نزيه عبد المقصود مبروك، مصدر سابق، ص ١٠٣.
- 48 - Niccolo Pallesi, Application Of Tax Treaties To Investment Funds, Master's Thesis, Berkeley University, 2007, p.11.
- 49 - د. نزيه عبد المقصود مولود، مصدر سابق، ص ١٠٣.
- 50 - د. عصام أحمد البهجي، مصدر سابق، ص ٨٥١.
- 51 - د. أشرف محمد الدوابية، مصدر السابق، ص ٦٦.
- 52 - دليل صناديق الاستثمار تصدر عن سوق الأوراق المالية الليبي متاح على الموقع الالكتروني:
www.mmoqatle.com10openshare/behoth/ektesad8/awrakmalia/seco8_doc_cvt.htm
- 53 - د. عصام احمد البهجي ، مصدر سابق ، ص ٨٧٢.
- 54 - د. منى قاسم ، مصدر سابق ، ص ٥٥٤.
- 55 - بما أن الأوراق المالية تمثل قيمة منقولة لذلك فإن بعض القوانين كالقانون الفرنسي يقسم الأوراق المالية لثلاث طوائف: القيم المنقولة التقليدية وتمثل في الأسهم والسندات وسندات الخزنة وحصص التأسيس (حصص أو أسهم الأرباح) وقد ألغى القانون الفرنسي هذه الحصص بموجب القانون رقم ٦٦/٥٣٧ الصادر في ١٩٦٦/٣/٢٤م والقيم المنقولة الجديدة وتشمل شهادات الاستثمار وهي تقابل وثائق الاستثمار وكذلك صكوك المشاركة أما التقسيم الثالث فهي القيم المنقولة المركبة وتضم انواع عدة من الأوراق المالية كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وأذون الاكتتاب . د. أسامة احمد شوقي المليجي، مصدر سابق ، ص ٥.
- 56 - د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية ط٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٢٤٢.
- 57 - د. عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في الشركات المساهمة (دراسة فقهية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٨، ص ٣.
- 58 - د. علي فوزي إبراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٢٥.
- 59 - عباس محمد موسى، عمليات تداول الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، جامعة كربلاء، العدد الأول، السنة الرابعة، ٢٠١٢، ص ١٨٨.
- 60 - مشار ألية لدى د. احمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، ط١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١١، ص ٤٨.

- 61 - هذا ما أشارت اليه المادة (٥٥_رابعاً) من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧.
- 62 - د. مصطفى كمال طه و وائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦، ص ٣٨٨. د. إبراهيم احمد البسطويسي، إيداع الأوراق المالية في البنوك - ودیعة الصكوك، دار الفكر الجامعي، ٢٠٠٩، ص ٢٢.
- 63 - ومن هذه القوانين القانون المصري والكويتي فقد نصت المادة ٣٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على انه (... ويجوز أن ينص النظام على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية على أن تتساوى الأسهم من نفس النوع في الحقوق والامتيازات...) ونصت المادة ١٥٣ من قانون الشركات الكويتي رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ على انه (يجوز أن ينص عقد الشركة على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية أو غير ذلك على أن تتساوى الأسهم من ذات النوع في الحقوق والامتيازات والقيود...).
- 64 - د. مصطفى كمال طه و وائل أنور بندق، مصدر سابق، ص ٣٨٨.
- 65 - د. أحمد مخلوف، المطول في شرح قانون التجارة المصري الجديد والبورصة المصرية، ج ١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٧٥٤، و د. أسامة عبد المجيد العاني، وقات في حكم تداول الأسهم، بحث منشور في مجلة دراسات اقتصادية، بيت الحكمة، بغداد، العدد ٢٦، ٢٠١١، ص ٣٨.
- 66 - تراجع المادة ٣٠٢ من اللائحة التنفيذية لسوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ والمادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري.
- 67 - Geoffrey Morse , Company Law, 13ed, Stevens and Sons, London, 1987, p175.
- 68 - تنص المادة ١٤٣ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل على أنه (مع عدم الإخلال بأحكام المادة ١٧٣ من هذه اللائحة تتولى الشركات المساهمة التي تؤسس وفقاً لأحكام هذا القانون طرح صندوق استثمار أو أكثر وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة).
- وتنص المادة ١٧٣ من اللائحة التنفيذية أعلاه على أنه (يجوز للبنوك وشركات التأمين وبعد موافقة البنك المركزي المصري والهيئة المصرية للرقابة على التأمين حسب الأحوال أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار المفتوحة بعد الحصول على ترخيص من الهيئة ووفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة...).
- 69 - تراجع المادة ٢٩٦ من اللائحة التنفيذية لسوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.
- 70 - Tomas Urniezius,....., P 11.
- 71 - د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ١١٧.
- 72 - حسن النجفي، سوق الأوراق المالية، إصدارات مصرف بغداد، بغداد، ١٩٩٢، ص ٣٦.
- 73 - Mark Mobius , Bonds , john Wiley and sons , 2012 , p.8
- 74 - د. وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية (دراسة مقارنة)، ط ١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١٢، ص ١٠١.

75 - كان قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ لا يجيز إصدار سندات لحاملها إلا أن اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في المادة ٣٧ أجازت أن تكون السندات اسمية أو لحاملها حيث نصت (تصدر السندات وصكوك التمويل في شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول...). وكذلك نصت المادة ١٧٨ من قانون الشركات الكويتي رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ على أنه (...تكون السندات أو الصكوك اسمية أو لحاملها وذات قيمة أو فئات واحدة في الإصدار...).

76 - المادة ٢٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ والمادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

77 - Aland Morrison and William J. Wilhelm, Investment banking. 1ed, Norfolk, Great Britain, 2007, p3.

78 - د. وليد محمد علي كرسون، مصدر سابق، ص ١٠٢.

79 - د. إلياس ناصيف، موسوعة الوسيط في قانون التجارة، ج ٢، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ٢٠٠٨، ص ٢٩.

80 - نصت المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل على أنه (... ويصدر الصندوق مقابل هذه الأموال أوراقا مالية في صورة وثائق استثمار يشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق...); وكذلك

.Article (a/1,sec 19) of the Investment Company U.S, Act of 1940

81 - د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ١٣٦.

82 - د. مصطفى كمال طه و وائل أنور بندق، مصدر سابق، ص ٤٣٢.

83 - د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣، ص ١٢.

84 - د. أسامة أحمد شوقي المليجي، مصدر سابق، ص ٣٧.

85 - د. مصطفى كمال طه و وائل أنور بندق، مصدر سابق، ص ٤٣٢، ؛ د. حسني المصري، القانون التجاري (الكتاب الثاني)، ط ١، دون دار نشر، ١٩٨٦، ص ٢٤١.

86 - د. أحمد محمد لطفي أحمد، مصدر سابق، ص ٩٨.

87 - د. محمد أحمد الزرقا، أحكام صكوك الاستثمار، ط ١، دون دار نشر، ١٩٩١، ص ٥٢.

88 - د. محمد أحمد الزرقا، المصدر السابق، ص ٥٢.

89 - إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧-٢٠٠٨، ص ٩٣.

90 - د. أسامة أحمد شوقي المليجي، مصدر سابق، ص ٤١.

91 - إسماعيل عبد العال سيد، مصدر سابق، ص ٩٤.

92 - تنص المادة ١٦ من اللائحة التنفيذية الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ المصري على أنه (تستخرج الصكوك من دفاتر ذات قسائم تعطي أرقاما متسلسلة ويوقع عليها عضوا من أعضاء مجلس إدارة الشركة يحددها المجلس وتختتم بخاتم بارز للشركة).

- 93 - د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ط٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ١١٦٧.
- 94 - تنص المادة ١٥ من قانون الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ المصري على انه (يحظر على شركات المساهمة التي يكون من بين إغراضها تلقي الأموال لاستثمارها إصدار أو إنشاء حصص تأسيس أو حصص أرباح أو أسهم تمتع أو أسهم ممتازة ويجوز لشركات المساهمة الأخرى إصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير لا يجاوز ما يحدده البنك المركزي المصري بالاتفاق مع الهيئة في ضوء متطلبات تنمية سوق المال المصري، وتوفير رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية الاقتصادية للمجتمع. وتنظم اللائحة التنفيذية شروط وقواعد إصدار وتداول تلك الصكوك في بورصات الأوراق المالية).
- 95 - تنص المادة ١٧٨ من قانون الشركات الكويتي رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ على انه (... ويجوز للشركة وفقاً لأغراضها أن تصدر صكوكاً قابلة للتداول وفقاً لصيغ العقود التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تكون السندات أو الصكوك أسمية أو لحاملها وذات قيمة أو فئات واحدة في الإصدار وتعطي السندات والصكوك من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لمالكها في مواجهة الشركة ويقع باطلاً كل شرط على خلاف ذلك).
- 96 - د. طاهر شوقي مؤمن، مصدر سابق، ص ٥٤.
- 97 - د. عصام أحمد البهجي، مصدر سابق، ٢٧٦؛ د. أسامة أحمد شوقي الملبجي، مصدر سابق، ص ٤٥ وما بعدها.
- 98 - صالح راشد الحمراي، مصدر سابق، ص ٢٨٦.
- 99 - هذا ما أشارت إليه المادة ٢٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ عند تعريفها لوثائق الاستثمار بأنها (... تخول حاملها مباشرة كامل الحقوق الناشئة عنها ..).
- 100 - د. إلياس ناصيف، مصدر سابق، ص ٢٧٤.
- 101 - هذا ما أشارت إليه المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.

102 - Michael J.Barclay,NeilD. pearson, Michels.Weisbach, open_endmatual funds and capital_gainstaxes,University of Rochester, New York,1997,p.11.

- 103 - د. مرتضى ناصر نصر الله، الشركات التجارية، مطبعة الارشاد، بغداد، ١٩٦٩، ١٧٧؛ د. محمد السيد الفقي، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ٢٠٠٢، ٣٠١؛ د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، ط١، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٧٨، ص ٢٣١ و٢٣٢؛ د. هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الأجلة (التوريق)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ١٢٨ و١٢٩.

104 - Section (19/Article a/1) of the Investment Company U.S, Act of 1940

- 105 - هذا ما أشارت إليه المادة ١٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- 106 - د. عصام عبدالهادي أبو نصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم ضمن ندوة "صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل" جامعة الأزهر، ١٩٩٧، ص ١٨، متاح على الموقع الالكتروني

- 107 - د. مرتضى ناصر نصر الله، مصدر سابق، ص ١٧٧ و ١٧٨.
- 108 - د. أبو زيد رضوان، مصدر سابق، ص ٢٣٢.
- 109 - د. إلياس ناصيف، مصدر سابق، ص ٢٧٦.
- 110 - د. مرتضى ناصر نصر الله، المصدر السابق، ص ١٧٨.
- 111 - د. مصطفى كمال طه، القانون التجاري، الدار الجامعية، ١٩٨٦، ص ٣٢٧.
- 112 - د. باسم محمد صالح، ود. عدنان أحمد ولي العزاوي، مصدر سابق، ص ١٧٦.
- 113 - تراجع المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وكذلك
- Article (a/1 , Section19) of the Investment Company U.S, Act of 1940
- 114 - هذا ما أشارت إليه المادة ٤٣٠ من القانون المدني العراقي.
- 115 - د. براق محمد وقمان مصطفى، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، بحث متاح على الموقع الالكتروني:
- <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Docum>
- 116 - Section (4/Article 2/c) of the Investment Company U.S, Act of 1940.
- 117 - هذا ما نصت عليه المادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل وكذلك المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.
- 118 - تنص المادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل على انه (لا يجوز للصندوق أن يرد إلى حملة الوثائق قيمة وثائقهم أو أن يوزع عليهم عائداً بالمخالفة لشروط الإصدار ويلتزم الصندوق باسترداد وثائق الاستثمار بمجرد الطلب وبما يتفق وأحكام هذه المادة ...).
- 119 - راجع دليل صناديق الاستثمار، صادر عن سوق الأوراق المالية الليبي، مصدر سابق، ص ١٧.
- 120 - تنص المادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل على انه (...وتعتبر الحالات التالية ظروفًا استثنائية تبرر وقف عمليات الاسترداد :١- تزامن طلبات التخارج من الصندوق وبلوغها حداً كبيراً يعجز معها مدير الاستثمار عن الاستجابة لطلبات الخروج ٢-عجز شركة الادارة عن تحويل الأوراق المالية المدرجة في حافظة الصندوق إلى مبالغ نقدية لأسباب خارجة عن إرادتها ٣- انخفاض قيمة الأوراق المالية المكونة لمحفظه الصندوق نتيجة لهبوط الفجائي أسعار هذه الأوراق بما يؤدي إلى انخفاض قيمة أصول الصندوق بصورة كبيرة ٤-حالات القوة القاهرة ...) وتنص المادة ٣٣٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ على حالات وقف الاسترداد أو تأجيل طلبات الاسترداد وهي (يجوز لمدير الصندوق تأجيل تلبية طلب استرداد حتى يوم التعامل التالي وذلك في أي من الحالتين الآتيتين :١- إذا بلغ إجمالي نسبة جميع طلبات الاسترداد لحملة الوحدات والمطلوب تليبيتها في أي يوم تعامل ١٠% أو أكثر من صافي قيمة أصول صندوق الاستثمار ٢- إذا تم تعليق التداول في السوق الرئيسية التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية أو الأصول الأخرى التي يملكها صندوق الاستثمار أو تعليق تداول أوراق مالية تمثل قيمة مؤثرة في أصوله).

121 - د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ١٥٢.

122 - د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ١٥٢.

- 123 - يقصد بعملية التصفية (مجموعة الإجراءات التي يتم بموجبها إنهاء حياة الشركة وتصفية أموالها لمصلحة الدائنين والأعضاء) مشار إليه لدى موفق حسن رضا، قانون الشركات، منشورات مركز البحوث القانونية، بغداد، ١٩٨٥، ص ١٨٣.
- 124 - هذا ما أشارت إليه المادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 125 - مشار إليه لدى صالح راشد الحمراي، مصدر سابق، ص ٢٩٦.
- 126 - هذا ما أشارت إليه المادة ٦ من قانون الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ المصري.
- 127 - مشار إليه لدى صالح راشد الحمراي، المصدر السابق، ص ٢٩٦ و ٢٩٧.
- 128 - د. ثروت علي عبد الرحيم، شرح القانون التجاري الكويتي، ط ١، دار البحوث العلمية، الكويت، ١٩٧٥، ص ٢١٢.
- 129 - د. عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مصدر سابق، ص ٥٩.
- 130 - د. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٦، ص ٥٨٨.
- 131 - تراجع المادة ٣٣٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ والمادة ١٦٢ من اللائحة التنفيذية لقانون لسوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 132 - د. عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المصدر السابق، ص ٦٣.
- 133 - د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ١٥٢.
- 134 - نصت المادة ٦٨ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل على انه (أي انتقال في ملكية الأسهم عن غير طريق البيع يجب تسجيله في سجل انتقال الأسهم الخاص بالشركة استنادا إلى حكم بات صادر عن محكمة مختصة).
- 135 - يراجع نص المادة ٢٩ من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧، والمادة ٢٨ من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ المصري.
- 136 - تنص المادة ٢٢ من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧ على انه (تشمل قيود الملكية على الأوراق المالية الحالات التالية: أ- الرهن ب- الحجز ج- التجميد د- أو أي قيود أخرى يحددها القانون).
- 137 - المادة ٣١ من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧.
- 138 - هذا ما أشارت إليه المادة ٤٢ فقرة ٣ من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية المصري رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.
- 139 - Timothy Spangler, The law of Private Investment Funds, 2ed, Oxford University Press, 2012, 124.
- 140 - د. سميحة القليوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، ط ٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٧٦١.

- 141 - د. محمد طه البشير و د. غني حسون طه، الحقوق العينية، ج٢ (الحقوق العينية التبعية)، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، بغداد، ١٩٨٢، ص ٣٤٥.
- 142 - د. أحمد مخلوف، أحكام التعامل في البورصة المصرية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ١٣٦.
- 143 - هذا ما أشارت إليه المادة ١٨٦ من قانون التجارة العراقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤.
- 144 - تراجع المادة ١٩٩ من قانون التجارة العراقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤.
- 145 - تراجع المادة (٢٥/أ) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧.
- 146 - تنص المادة (٢٤/ب) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧ على انه (لا يعتبر الرهن نافذاً ما لم يتم تسجيله وتبنيته في سجل المساهمين في السوق).
- 147 - د. أحمد مخلوف، أحكام التعامل في البورصة المصرية، مصدر سابق، ص ١٣٧.
- 148 - د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني لرهن الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٨٠.
- 149 - وهو ذات الحكم الذي نصت عليه المادة ١٠٥٠ من القانون المدني المصري.
- 150 - تراجع المادة ٢٠٠ من قانون التجارة العراقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤ و المادة ٢٣٦ من قانون التجارة الكويتي رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٠.
- 151 - تنص المادة ١٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل على انه) تتكون جماعة لحملة وثائق الاستثمار ويتبع في تكوينها وإجراءات الدعوة لاجتماعها ونصاب الحضور والتصويت الأحكام والقواعد المنصوص عليها في هذه اللائحة بالنسبة لحملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى وعلى الصندوق أن يوافي ممثل الجماعة بنسخة من التقارير المنصوص عليها بالمادة ٦ من قانون سوق رأس المال والمادة ٥٨ من لائحته التنفيذية).
- 152 -
- 153 - ينظر نص المادة ٧١ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 154 - ينظر نص المادة ٧٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 155 - هذا ما أشارت إليه المادة ١٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 156 - د. عادل علي المقدادي، الأحكام القانونية التي تنظم صدور السندات وفقاً لقانون الشركات العماني، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات (آفاق وتحديات)، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، ٢٠٠٦، المجلد الثالث، ص ٢٩.
- 157 - تنص المادة ٣١٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ على انه (يكون لكل صندوق استثمار مجلس ادارة معين من قبل جمعية حملة الوحدات في الصندوق...).
- 158 - هذا ما أشارت إليه المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل، وكذلك المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

-
- 159 - تراجع المادة ١٧٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 160 - هذا ما أشارت إليه المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل وكذلك
- Article (a/1, Section 19) of the Investment Company U.S, Act of 1940
- 161 - أشارت إلى ذلك المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 162 - د. أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، ط١، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٨، ص ٢١٩.
- 163 - هذا ما أشارت إليه المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل.
- 164 - هذا ما أشارت إليه المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل وكذلك
- Article (a/1, Section 19) of the Investment Company U.S, Act of 1940
- 165 - د. سميحة القليوبي، قانون الشركات، مصدر سابق، ٨٢٠.

المصادر

أولاً: الكتب

- ١- د. إبراهيم احمد البسطويسي , إيداع الأوراق المالية في البنوك - ودیعة الصكوك , دار الفكر الجامعي , ٢٠٠٩ .
- ٢- د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، ط١، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٧٨ .
- ٣- د. أحمد مخلوف، المطول في شرح قانون التجارة المصري الجديد والبورصة المصرية، ج١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥ .
- ٤- د. أحمد مخلوف، أحكام التعامل في البورصة المصرية، القاهرة، ٢٠٠٨ .
- ٥- د. احمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، ط١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١١ .
- ٦- د. أسامة أحمد شوقي المليجي ، التنفيذ الجبري على الأوراق المالية التي تصدرها شركة مساهمة "دراسة مقارنة"، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٤ .
- ٧- د. أسامة عبد المجيد العاني، وقفات في حكم تداول الأسهم، بحث منشور في مجلة دراسات اقتصادية، بيت الحكمة، بغداد، العدد ٢٦، ٢٠١١ .
- ٨- د. أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، ط١، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٨ .
- ٩- د. أشرف محمد الدوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط٢، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، ٢٠٠٦ .
- ١٠- د. إلياس ناصيف، موسوعة الوسيط في قانون التجارة، ج٢، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ٢٠٠٨ .
- ١١- د. باسم محمد صالح ود. عدنان أحمد ولي العزاوي، القانون التجاري (الشركات التجارية)، العاتك، القاهرة، ١٩٨٩ .
- ١٢- د. ثروت علي عبد الرحيم، شرح القانون التجاري الكويتي، ط١، دار البحوث العلمية، الكويت، ١٩٧٥ .

- ١٣- حسن النجفي، سوق الأوراق المالية، إصدارات مصرف بغداد، بغداد، ١٩٩٢.
- ١٤- د. حسني المصري، القانون التجاري (الكتاب الثاني) ، ط١، دون دار نشر، ١٩٨٦.
- ١٥- سعيد أحمد شعلة ، قضاء النقض في المواد التجارية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٤.
- ١٦- د. سميحة القليوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، ط٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥.
- ١٧- د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ط٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨.
- ١٨- د. سيف إبراهيم المصاروة، تداول الأوراق المالية (الحماية الجنائية) دراسة مقارنة، ط١، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠١٢.
- ١٩- صالح راشد الحمراي ، دور شركات السمسرة في بورصات الأوراق المالية (دراسة قانونية، ط١) ، دون دار نشر ، ٢٠٠٤.
- ٢٠- د. طاهر شوقي مؤمن ، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٧.
- ٢١- د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية ، دار النهضة العربية، القاهرة ٢٠٠٣.
- ٢٢- د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني لرهن الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨.
- ٢٣- د. عبد الأول عابدين محمد بسيوني، تداول الأسهم في الشركات المساهمة (دراسة فقهية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٨.
- ٢٤- د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، ٢٠٠٩.
- ٢٥- د. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٦.
- ٢٦- د. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية ، ط١، دار الجامعة الجديدة ، القاهرة، ٢٠٠٩.

- ٢٧- د. علي فوزي إبراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨.
- ٢٨- د. فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة (دراسة مقارنة)، ط١، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦.
- ٢٩- د. لطيف جبر كوماتي، الشركات التجارية (دراسة قانونية مقارنة)، مطبعة الفائق، بغداد، ٢٠٠٨.
- ٣٠- د. محمد أحمد الزرقا، أحكام صكوك الاستثمار، ط١، دون دار نشر، ١٩٩١.
- ٣١- د. محمد السيد الفقي، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ٢٠٠٢، ٣٠١؛ د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، ط١، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٧٨.
- ٣٢- د. محمد طه البشير و د. غني حسون طه، الحقوق العينية، ج٢ (الحقوق العينية التبعية)، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، بغداد، ١٩٨٢.
- ٣٣- د. مرتضى ناصر نصر الله، الشركات التجارية، مطبعة الارشاد، بغداد، ١٩٦٩.
- ٣٤- د. مصطفى كمال طه و وائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦.
- ٣٥- موفق حسن رضا، قانون الشركات، منشورات مركز البحوث القانونية، بغداد، ١٩٨٥.
- ٣٦- د. منى قاسم : صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، ٢٠٠٠.
- ٣٧- د. نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، ط١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦.
- ٣٨- د. هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة (التوريق)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٤.
- ٣٩- د. وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية (دراسة مقارنة)، ط١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١٢.

ثانيا: البحوث

- ١- إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧-٢٠٠٨.
 - ٢- د. عصام عبدالهادي أبو نصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم ضمن ندوة " صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل " جامعة الأزهر، ١٩٩٧. متاح على الموقع: (<http://www.dengekan.com/govar/rawezh/25/3-4-5>)
 - ٣- براق محمد وقمان مصطفى، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية. متاح على الموقع (<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Docum>)
 - ٤- د. عادل علي المقداوي، الأحكام القانونية التي تنظم صدور السندات وفقاً لقانون الشركات العماني، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات (آفاق وتحديات)، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، ٢٠٠٦، المجلد الثالث.
 - ٥- د. عصام حنفي محمود ، دور البنك في مجال أموال الاستثمار المشتركة ، بحث منشور في كتاب الجديد في القانون التجاري ، دون دار نشر ، ٢٠٠٥.
 - ٦- عباس محمد موسى، عمليات تداول الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، جامعة كربلاء، العدد الأول، السنة الرابعة، ٢٠١٢.
- ثالثاً: المصادر باللغة الانكليزية:

- 1-Aland Morrison and William J. Wilhelm, Investment banking.1ed, Norfolk, -٧
.Great,Britain,2007.
- 2-Geoffrey Morse , Company Law,13ed, Stevens and Sons,London,1987.
- 3-Mark Mobius , Bonds , john Wiley and sons , 2012.
- 4-Mei Sun, Evaluating Performance of Interaction Closed –end Funds in US ,Master's Thesis, University of Nottingham ,2007.
- 5-Niccolo Pallesi ,Application Of Tax Treaties To Investment Funds, Master's Thesis, Berkeley University,2007.

6- Timothy Spangler, The law of Private Investment Funds, ,2ed, Oxford University Press,2012.

7- Tomas Urniezius,

رابعاً المواقع الالكترونية:

١ - دليل صناديق الاستثمار تصدر عن سوق الأوراق المالية الليبي متاح على الموقع الالكتروني:

www.mmoqatle.com10openshare/behoth/ektesad8/awrakmalia/seco8_doc_cvt.htm

٢ - موقع سوق العراق للأوراق المالية: <http://www.isx.iq.net>

Abstract

Securities markets affect the economies of the various countries, whether developing or developed; and the reason for that is to attract investments, savings mobilization, and the development of the economy, as it constitutes an important mechanism of collection and channeling financial resources and employ them in large projects mechanisms, through mobilizing savings and guidance and converted from frozen funds to the employees in the capital of economic activities through investment operations carried out by individuals or companies in the securities within these markets.

The only item that is handled within these markets are securities, they are the lifeblood of these markets, investing has become in the securities of the basic activities that exercise intensity unrivaled, noting the direction of a large class of investors and savers a shrug from direct investment by establishing factories and farms to indirect investment in the stock market favorite as a place of wealth creation.

*The Legal Center for holders of
investment certificates*

(A comparative study)

BY

A. P. Dr. Aqeel Fadhil H. Al-Dahan

Naba Ibrahim Farhan