

صناديق الاستثمار

١ - الاطار القانونى

٢ - التكييف الشرعى

٣ - المعاملة الضريبية

دكتور

عطيه عبد الحليم صقر

أستاذ مساعد المالية العامة

والتشريع الضريبى فى كلية

الشرعية والقانون بالقاهرة

جامعة الأزهر

١٩٩٧

الناشر

دار النهضة العربية

٣٢ شارع عبد الحالى ثروت

بالقاهرة

تقديم :

لقد كانت البداية الحقيقية لهذا المؤلف ، فى دعوة تلقيتها فى شهر يناير عام ١٩٩٧ من مركز الشيخ صالح عبد الله كامل للاقتصاد الاسلامى بجامعة الأزهر ، للمشاركة ببحث أو ورقة عمل فى ندوة يعترزم المركز عقدها عن صناديق الاستثمار فى مصر .

وفى هذه الأثناء كانت معلوماتى عن صناديق الاستثمار ، لا تتجاوز الوقوف على بعض الأحكام التى أوردها قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية .

وفور أن تلقيت الدعوة المشار إليها هدانى الله عز وجل إلى التوجه إلى معهد الدراسات المصرفية التابع للإدارة العامة للتنظيم والتدريب بالبنك المركزى المصرى ، لعلى أفق عن قرب على نشاط هذه الصناديق .

وكم كانت سعادتى غامرة عندما علمت أن الإدارة الموقرة سوف تنظم دورة تثقيفية لبعض رجال البنوك عن نشاط صناديق الاستثمار ، وكم كانت سعادتى غامرة عندما وافق المسئولون بالإدارة الموقرة على حضورى لهذه الدورة، وأرى لزاما على هنا أن أسجل لهم عظيم شكرى وامتنانى.

ولمدة ثلاثة أيام متوالية ، عايشت فيها نخبة متميزة من رجال البنوك، وخبراء صناديق الاستثمار ، استمعت خلالها وسجلت بعقلى وقلمى كل ما دار حولى من مناقشات وحوارات حول صناديق الاستثمار ، شعرت بعدها أننى مؤهل للكتابة فى موضوع الندوة آنفة البيان ، فكتبت لها بحثا بعنوان :الاطار القانونى لصناديق الاستثمار .

وعندما انعقدت الندوة فى الثانى والعشرين من مارس عام ١٩٩٧ قرأت وتابعت جميع ما قدم فيها من بحوث وأوراق عمل ، وما تم فيها من مناقشات وحوارات حول موضوعها ، وقد توقفت عندما نقدنى المعقب على بحثى المشار

إليه ، بأنه كان ينبغي على ، بصفتي قد تشرفت بدراسة الفقه الاسلامى ، وأنسب إلى كلية الشريعة والقانون جامعة الأزهر ، أن أتعرض للتكييف الشرعى لصناديق الاستثمار . وشعرت بواجبى ازاء هذا النقد .

وما أن انتهت أعمال الندوة ، حتى عكفت على الكتابة فى مسألتين هما: التكييف الشرعى ، والمعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ، وقد نشرت لى مجلة كلية الشريعة والقانون بالقاهرة فى عددها الرابع عشر ، بحثا بعنوان: المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ، وهانذا ، بعد أن يسر الله لى أمر النشر ، أشرف بأن أضع بين يدى القارئ الكريم هذا النتاج العلمى عن صناديق الاستثمار متضمنا ثلاث موضوعات رئيسية هى : الاطار القانونى ، التكييف الشرعى ، والمعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار "ربنا لا ترع قلوبنا بعد إذ هديتنا، وهب لنا من لدنك رحمة انك أنت الوهاب".

الباب الأول

الإطار القانوني^(١)

تقديم وتقسيم :

إن صناديق الاستثمار ، أسلوب حديث نسبيا في مصر ، لإدارة الأموال ، استحدثه القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال^(٢) ، ولانحته التنفيذية الصادرة بقرار السيد وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣^(٣) وذلك حيث استحدثا في سبيل تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر عددا من المؤسسات المالية منها : صناديق الاستثمار بنوعها (أى التى تنشأ فى شكل شركة مساهمة ، يتركز عملها فى مجال الأوراق المالية ، والتى تنشؤها البنوك وشركات التأمين كنشاط مستقل تابع لها) وذلك فضلا عما استحدثه القانون المشار اليه ولانحته التنفيذية من مؤسسات مالية أخرى مثل : محافظ الأوراق المالية ، شركات مدير الاستثمار ، شركات رأس المال المخاطر ، شركات المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية ، وشركات الترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية .

على أن ما يعنينا هنا من هذه المؤسسات المالية آتفة الذكر هو صناديق الاستثمار بأشكالها الثلاثة المشار إليها وهى :-

أ - صناديق الاستثمار التى تتخذ منذ نشأتها شكل شركة المساهمة .

ب - صناديق الاستثمار التى تنشؤها البنوك .

ج - صناديق الاستثمار التى تنشؤها شركات التأمين .

(١) يرجع أصل هذا الباب إلى بحث تقدمت به بعنوان : الإطار القانونى لصناديق الاستثمار إلى ندوة صناديق الاستثمار فى مصر - الواقع والمستقبل المنعقدة بمركز الشيخ صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامى بجامعة الأزهر فى ٢٢ مارس ١٩٩٧ .

(٢) أصدر هذا القانون فى ٢٢ يونيو ١٩٩٢ ونشر بالجريدة الرسمية العدد ٢٢ مكرر فى ١٩٩٢/٦/٢٣ وعمل به من اليوم التالى لنشره .

(٣) صدرت هذه اللائحة فى ٧ أبريل ١٩٩٣ ونشرت بالوقائع المصرية العدد ٨١ تابع فى ١٩٩٣/٤/٨ وعمل بها من اليوم التالى للنشر .

وسوف يتم لنا - بمشيئة الله تعالى - بحث الاطار القانونى لصناديق
الاستثمار من خلال خمسة فصول على الترتيب الاتى :

الفصل الأول : صناديق الاستثمار (المفهوم - الأهداف - النشأة).

الفصل الثانى : صناديق الاستثمار (التقسيمات - معايير التفرقة - السياسات) .

الفصل الثالث : (التنظيم الفنى لوثائق الاستثمار).

الفصل الرابع : جهة الادارة الفعلية او التنفيذية للصندوق (مدير الاستثمار).

الفصل الخامس : (الضوابط - الرقابة - الانقضاء).

الفصل الأول

صناديق الاستثمار

(المفهوم - الأهداف - النشأة)

المبحث الأول

المفهوم^(١) (الماهية)

إن صناديق الاستثمار عبارة عن : مؤسسات مالية تمثل قنوات تتدفق من خلالها الأموال ، داخل الاقتصاد الوطنى ، من ذوى الفائض الذين يرغبون فى التخلّى عنها، لفترة زمنية ، الى من هم فى حاجة إليها من رجال الاعمال ، ويشكل ذوو الفضل من المال (المستثمرين) جانب العرض له ، كما يشكل رجال الأعمال جانب الطلب ..

ويمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها^(٢) : مؤسسات مالية ذات طبيعة خاصة، تهدف إلى تجميع المدخرات ، واستثمارها بصفة رئيسية فى الأوراق المالية نيابة عن اصحابها ، وهى بهذا المفهوم تعتبر احدى مؤسسات السوق الثانوى (سوق التداول) من سوق الأوراق المالية ، كما يمكن اعتبارها ومن حيث ما تصدره من أوراق مالية فى شكل وثائق استثمار احدى مؤسسات السوق الأولى (سوق الاصدار) من سوق الأوراق المالية .

هذا هو المفهوم العام لصناديق الاستثمار ، وإذا أردنا تعريفا أدق لها ، فإن لكل شكل من اشكالها وفقا لما خلعه قانون سوق رأس المال عليه من مواصفات تعريف خاص به يمكننا ايراده على الوجه التالى :

(١) راجع: بحث لنا بعنوان : المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار - مجلة كلية الشريعة والقانون بالقاهرة - العدد ١٤ ، وراجع أيضا بحثنا المتقدم : الاطار القانونى لصناديق الاستثمار .

(٢) راجع : المستشار محمود محمد فهمى - رئيس هيئة سوق المال الأسبق فى بحث له بعنوان: الاطار القانونى لصناديق الاستثمار - مقدم إلى ندوة مركز الشيخ صالح عبد الله كامل بجامعة الأزهر .

(أ) ماهية الصناديق التي تتخذ شكل شركة مساهمة : هي : أحد أشكال شركات المساهمة ذات الوضع الخاص ، المصرح لها بتجميع المدخرات ، وإصدار وثائق استثمار في مقابلها ، ثم استثمارها بصفة أساسية في شراء وبيع الأوراق المالية من السوق الثانوي للبورصة ، نيابة عن أصحابها ، لتحقيق أفضل عائد ممكن ، مع تخفيض عنصر المخاطرة .

(ب) ماهية صناديق البنوك وشركات التأمين : هي : نشاط مستقل من أنشطة البنك أو شركة التأمين المالكة بحسب الأحوال ، يتولى إدارته جهة مستقلة ذات وضع خاص تسمى مدير الاستثمار ، يهدف إلى تجميع مدخرات الأفراد في حدود معينة وإصدار وثائق استثمار في مقابلها واستثمارها بصفة أساسية في الأوراق المالية نيابة عن أصحابها لتحقيق أفضل عائد ممكن ، مع تخفيض عنصر المخاطرة .

ونظرا لأنه سوف يأتي مستقبلا معايير التفرقة بين أشكال صناديق الاستثمار وذلك بما يستدعي إرجاء موضوعها ، لذا : فإننا سوف نكتفى هنا من تحليل التعريفين المتقدمين ببيان العناصر التالية :

١ - الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار :

أن الأصل في صناديق الاستثمار أن تكون أحد أشكال شركة المساهمة ذات الوضع الخاص ، حيث اشترط المشرع أن يكون رأسمالها مدفوعا نقدا وبالكامل ، وأن يكون غرضها الأساسي هو الاستثمار في مجال الأوراق المالية ، بحيث لا تستطيع ممارسة أى نشاط آخر إلا بموافقة مسبقة من الهيئة العامة لسوق المال .

واستثناء من هذا الأصل فقد أجاز المشرع للبنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري ولشركات التأمين ، وفقا لأوضاع خاصة ، أن تباشر نشاط صناديق الاستثمار .

٢ - الغرض من إنشاء الصناديق :

استهدف المشرع المصرى من التصريح بإنشاء صناديق الاستثمار ، تنشيط سوق الأوراق المالية ، وربط المدخرات القومية بها ، عن طريق تجميعها بواسطة الصناديق ، واستثمارها بصفة أساسية فى مجال الأوراق المالية .

أما كون صناديق الاستثمار فى الأصل أحد أشكال شركات المساهمة ذات الوضع الخاص فإن المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال قد أوجبت أن يتخذ الصندوق (الذى لا تتشوه البنوك أو شركات التأمين) شكل شركة مساهمة ، ثم تكفلت المواد ٣٦ - ٤٠ من القانون والمواد من ١٤٠ - ١٨٣ من لائحته التنفيذية ، ببيان الشروط والأوضاع الخاصة لهذه الشركات من حيث رأس المال والإدارة ومجالات النشاط ، ومن أبرز هذه الأحكام والأوضاع الخاصة مايلى: (١)

أ - ألا يقل رأس المال المصدر للشركة عن خمسة ملايين جنيه .

ب - أن يدفع رأس المال عند التأسيس نقدا وبالكامل .

ج - أن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة .

د - أن يتولى الإدارة الفعلية أو التنفيذية للصندوق جهة متخصصة (٢)

هـ - أن يباشر الصندوق نشاطه وفقا للشروط والأوضاع المحددة فى قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية .

وأما كون الصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين ، استثناء من الأصل العام فى نشأة الصناديق فى شكل شركة مساهمة ، فلأن تناول المشرع لها فى المادة ٤١ من قانون سوق رأس المال يوحى بذلك ، حيث نصت هذه المادة على أنه : "يجوز للبنوك وشركات التأمين ، بترخيص من الهيئة (العامه لسوق

(١) الأستاذ/ عدلى سلامة أندراوس - خبير الأوراق المالية - فى بحث له بعنوان (سوق المال فى مصر) - من إصدارات معهد الدراسات المصرفية بالبنك المركزى المصرى ٩٤ - ١٩٩٥ .

(٢) المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

المال) بعد موافقة البنك المركزى المصرى ، أو الهيئة العامة المصرية للرقابة على التأمين ، حسب الأحوال ، أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار ، وتنظم اللائحة التنفيذية اجراءات الترخيص وأحكام وضوابط مباشرة ذلك النشاط، واشراف الهيئة عليه" وفى تناولها لأحكام صناديق الاستثمار أفردت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الفصل الثانى من الباب الثالث لصناديق الاستثمار مقسمة إياه الى ثلاثة فروع ، عنونت للفرع الأول بالأحكام العامة وتناولت فيه تنظيم أحكام الصناديق التى تتخذ فى نشاطها شكل شركات المساهمة، ثم أفردت الفرع الثالث لأحكام صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين، ونصت فى مادته الأخيرة على أنه "بمراعاة ما ورد به نص خاص فى هذا الفرع تسرى على صناديق الاستثمار بالبنوك وشركات التأمين ، الأحكام والاجراءات المقررة لشركات صناديق الاستثمار الواردة بالقانون وهذه اللائحة" ومفاد ذلك من وجهة نظرنا أن تكون صناديق البنوك وشركات التأمين استثناء من اصل عام هو الصناديق التى تتخذ شكل شركات المساهمة ، وسوف نلمس فى الفصلين التاليين عددا من معايير ووجوه التفرقة بين الشككين المشار اليهما .

وأما أن الغرض من إنشاء صناديق الاستثمار ، هو ربط المدخرات القومية بسوق الأوراق المالية ، فإن قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية قد حددوا هدفا رئيسيا لهذه الصناديق ، يتمثل فى قيامها باستثمار ما يتجمع لديها من المدخرات القومية فى الأوراق المالية ، نيابة عن أصحاب هذه المدخرات .

ويختلف الاستثمار فى الأوراق المالية ، عن الاستثمار المادى فى الأصول الثابتة (الآلات والمعدات والأراضى والعقارات والسيارات وغيرها) حيث يهدف الاستثمار المادى الى خلق أصول رأسمالية جديدة منتجة ، أو المضاربة على أصول رأسمالية قائمة بهدف حصول المستثمر على فروق أسعارها . أما الاستثمار فى الأوراق المالية فيهدف الى زيادة القيمة السوقية للأصول المالية ، والحفاظ عليها بأقل المخاطر الممكنة .

كما يختلف الاستثمار في الأوراق المالية عن المضاربة فيها، من حيث المدة والهدف ، فالمضاربة تتم لفترات محدودة ، حيث يكون المضارب مستعدا للتخلي عن أوراقه المالية عند تحقق فارق أسعار مجزى من وجهة نظره ، حيث ينصب اهتمامه على تحقيق أرباح من فروق أسعار عمليات البيع والشراء للأوراق المالية ، أما المستثمر في مجال الأوراق المالية فإنه يتغيا هدفا مزدوجا ، فهو يتغيا الحصول على فروق أسعار الأوراق المالية المكونة لعناصر محفظته ، والحصول في نفس الوقت على توزيعاتها ، إلا أنه قد يكون مستعدا للتضحية بالتوزيعات إذا ارتفعت فروق الأسعار في بعض الأوراق ارتفاعا غير مبرر وكانت الدلائل لديه تشير إلى أنه ارتفاع مؤقت قد تعاني الورقة بعده من مشاكل محتملة حيث يقدر في مثل هذه الحالة أن من مصلحته اقتناص فروق الأسعار وعدم الانتظار للحصول على التوزيعات .

ومن شأن تحقيق الهدف الذي تغياه المشرع من صناديق الاستثمار فإنه حظر عليها مجالات النشاط التالية :

أ - التعامل في القيم المالية المنقولة الأخرى ، أو في غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص خاص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ، وفي حدود نسبة الاستثمار التي يقررها المجلس من رأس مال الصندوق ، وعلى أن يقدم الصندوق دراسة تتضمن بياناً بمجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات الأخرى التي يرغب الصندوق في الاستثمار فيها ، ومبررات ذلك ، ونتائج الاستثمار المتوقعة .

ب - مزاوله أية أعمال مصرفية ، وعلى وجه خاص : اقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة^(١).

المعالم الرئيسية لصناديق الاستثمار وفقا للتعريف المتقدم لها :

يمكن استخلاص عدد من المعالم الرئيسية لصناديق الاستثمار وفقا لما

(١) المادة ١/١٤٠ من اللائحة التنفيذية .

أوردناه لها من تعريف تتلخص فى :

١ - أن صناديق الاستثمار أسلوب لتجميع وإدارة مدخرات صغار المستثمرين ، الذين لا يستطيعون متابعة البورصة ، أما لضيق وقتهم ، أو لعدم خبرتهم فى التعامل فيها أو لقلّة مدخراتهم ، حيث يقوم الصندوق بتجميع مدخراتهم ، وتوجيهها للاستثمار فى سوق الأوراق المالية بمعرفة الخاصة ، وذلك من خلال إدارته المتخصصة واستشاريه الذين يتولون مهام تكوين وإدارة محفظة أوراقه المالية وفقا لمعيارى العائد ودرجة المخاطرة ، وبهذا يوفر الصندوق للمستثمر الصغير الخبرة وتقليل المخاطر والفرص الاستثمارية فى مجال الأوراق المالية وتعظيم العائد .

٢ - أن صناديق الاستثمار تدار من خلال مدير متخصص مستقل فى الإدارة عن الجهة المالكة للصندوق ، وذلك وفقا لشروط وأوضاع سياىى بيانها .

٣ - أنها من حيث الجهة المالكة لها تنتزع إلى ثلاثة أشكال هى : صناديق تتخذ شكل شركة المساهمة ، وصناديق تنشؤها البنوك التجارية المسجلة لدى البنك المركزى المصرى، وصناديق تنشؤها شركات التأمين وإعادة التأمين .

المبحث الثانى

أهداف صناديق الاستثمار

استهدف المشرع المصرى من انشاء صناديق الاستثمار تحقيق عدد من

الأهداف منها:

١ - تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية (البورصة) فى مصر : فإن صناديق الاستثمار ومن حيث كونها أداة لتجميع المدخرات الصغيرة للمواطنين ، تمثل وعاء ادخاريا جديدا ، وهى ومن حيث النشاط الرئيسى الذى حدده المشرع لها وهو استثمار ما تجمعته من مدخرات فى مجال الأوراق المالية ، أى فى شراء وبيع الأوراق المالية المكونة لعناصر محافظها، تعد أداة لتنشيط سوق الأوراق المالية (سوق التداول) وهى ومن حيث ما تصدره من أوراق مالية فى شكل وثائق

استثمار ، تعد أحد أدوات تنشيط السوق الأولى (سوق الإصدار) من سوق الأوراق المالية^(١) ، وإذا كانت الصناديق أداة للتنشيط ، فإنها تعد كذلك أداة للتطوير ، حيث يأتي التطوير دائما تابعا للتنشيط ، إما لتلافى بعض الآثار غير المرغوب فيها ، أو لحفز الآثار المرغوب فيها .

٢ - خلق البديل العملى ، الشركات توظف الأموال أمام المستثمر الصغير ، خاصة لدى المستثمر والمدخر الذى لا يرغب فى ايداع أمواله لدى البنوك والحصول على الفوائد البنكية ، خشية الوقوع فى الربا المحرم شرعا ، وهم قطاع عريض من المواطنين لا يستهان بحجم مدخراتهم ، وقد ظلوا يبحثون عن استثمار مدخراتهم فى مصادر يعتقدون بحلها من الناحية الدينية ، وقد وجدوا فى حين من الزمن ضالتهم المنشودة فى شركات توظيف الأموال ، إلا أن هذه الشركات لسبب أو لآخر قد ذهبت إلى حين سييلها وكان لابد من إيجاد البديل لها ، حتى لا تتسرب مدخرات ذلك القطاع من المواطنين الذين يرغبون فى استثمار مدخراتهم نيابة عنهم عن طريق المشاركة وليس الاقتراض ، والذى يعطيهم أرباحا حقيقية وليس فوائد أو عوائد ، ومن هذا المنطلق نشأت صناديق الاستثمار ، وهى من حيث الأصل كما نكرنا تأخذ شكل شركات المساهمة ، وذلك بما يعنى أن حامل وثيقة الاستثمار (المستثمر) مساهما أو شريكا فى شركة الصندوق ، بنسبة ما يحمله من وثائق إلى رأسمال الشركة .

(١) يتكون هيكل سوق المال فى مصر من قسمين رئيسيين هما :
 (أ) سوق النقد
 (ب) سوق رأس المال
 أما الأول فيختص بالمعاملات قصيرة الأجل ، ويختص الثانى بالمعاملات طويلة الأجل .
 ويتكون سوق رأس المال من قسمين رئيسيين هما :
 أ - سوق رأس المال من غير طريق الأوراق المالية ، حيث تتم المعاملات من خلاله عن طريق القروض المتوسطة والطويلة الأجل .
 ب - سوق الأوراق المالية ، وهو الذى يتم التعامل من خلاله عن طريق الأوراق المالية ، ويتكون سوق الأوراق المالية من قسمين رئيسيين هما :
 أ - السوق الأولى أو سوق الإصدار وهو السوق الذى يتم التعامل من خلاله على الأوراق المالية لأول مرة .
 ب - السوق الثانوى أو سوق التداول وهو خاص بالأوراق المالية التى يتم التعامل عليها للمرات بعد المرة الأولى .

٣ - خلق مؤسسات مالية جديدة ، وكيانات اقتصادية قادرة على استيعاب جانب من سندات الدين الداخلى للحكومة (أذون الخزانة وغيرها من سندات القروض العامة الداخلية) وكذا ما تطرحه الدولة من أوراق مالية فى عمليات الخصخصة ، وما يتم تداوله من أوراق مالية لشركات قطاع الأعمال العام وشركات القطاع الاستثمارى والخاص ، وذلك من حيث أن الصندوق وهو يعمل بصفة رئيسية فى مجال الأوراق المالية ، فإن محفظة أوراقه المالية تتكون من عدد متنوع من الأوراق المالية (اسهم + سندات + أذون خزانة + وثائق استثمار لصناديق أخرى بنسبة معينة) وتقع مسئولية تكوين المحفظة وتدويرها وتوزيعها على عاتق مدير الاستثمار الذى من المفترض بل والمشتراط أن يكون صاحب خبرة فى تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية .

ولاشك أن كل صندوق على انفراد برأسماله المصرح به والمدفوع بالكامل اضافة الى قيمة ما يسمح له بإصداره من وثائق استثمار ، يمثل كيانا اقتصاديا ضخما ويتزايد حجم هذا الكيان بترديد عدد الصناديق وحجم رؤوس أموالها ، لتكتسب عند تجميعها قدرة فائقة على استيعاب ما يطرح من أوراق مالية فى البورصة .

٤ - هذا فضلا عن ان صناديق الاستثمار ، وكما سبق وأن أشرنا اليه تمثل أحد أوعية الادخار وأحد الأدوات الهامة فى تجميع المدخرات من صغار المدخرين ، والتي تختلف فى طبيعتها عن الأدوات والأوعية الادخارية القائمة وخاصة البنوك وشركات التأمين ، من حيث أنها لا تتلقى ودائع ، أو أقساط تأمين ، وإنما تتلقى أموالا تمثل حصص شركاء فى شركة مساهمة ذات وضع خاص ، تصدر فى مقابلها أوراقا مالية فى صورة وثائق استثمار يشارك حاملوها فى نتائج استثمارات الصندوق ربها كانت أم خسارة^(١) ، وهى وثائق اسمية بقيمة موحدة ، تخول حقوقا متساوية قبل الصندوق .

(١) م ٢/٣٦ من القانون .

المبحث الثالث

نشأة صناديق الاستثمار^(١)

تعد صناديق المعاشات أول صور الإدارة الجماعية للمدخرات ، والتي انتشرت في أوروبا وأمريكا ، كإقتطاعات من أجور العاملين في جهة ما، وتكوين صندوق معاشات لهم ، يوظف هذه الإقتطاعات في تكوين محفظة أوراق مالية يتم تدويرها في البورصة ، على أن تتولى جهة العمل المنشأ بها الصندوق مسؤولية الإشراف عليه .

وقد أدى نجاح تجربة صناديق المعاشات إلى نشأة صناديق الاستثمار ، حيث عمد بعض خبراء الأوراق المالية إلى تجميع مدخرات صغار المدخرين وتكوين وإدارة محافظ أوراق مالية لصالحهم .

وقد كانت البداية الحقيقية لصناديق الاستثمار في اسكتلندا عام ١٨٧٠ في شكل صناديق مغلقة قاصرة على المدخرين الذين تجمع بينهم صفات مشتركة للاستثمار الجماعي في الأوراق المالية ، حيث يتم بصورة دورية اقتطاع جزء من دخولهم وتوجيهها لشراء أوراق مالية ، وتكوين محفظة ، يملكونها ملكية مشتركة بنسبة مشاركة كل منهم ، وفي عام ١٩٢٩ ابتكر الأمريكيون الصناديق المفتوحة ، التي تقوم بإصدار حصص جديدة بصفة مستمرة وإعادة شراء (استرداد) الأنصبة القديمة دون المرور بالبورصة ، وقد أدى نجاح الصناديق المفتوحة إلى انتشار الصناديق المغلقة تدريجيا .

وبدأ من عام ١٩٣٣ تم تقنين عمل صناديق الاستثمار في أمريكا ، بصور قانون الأوراق المالية في عام ١٩٣٣ ثم قانون شركات الاستثمار في عام ١٩٤٠ ، حيث استهدف المشرع الأمريكي حماية المستثمرين ، من خلال عدم تركيز الإدارة في أيدي فئة معينة وضرورة استخدام أساليب محاسبية سليمة،

^(١) الأستاذة/ أمال أحمد عبد السلام - الإطار القانوني لصناديق الاستثمار - بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار - مركز صالح كامل - مارس ١٩٩٧.

والالتزام بأهداف الصندوق وعدم تغييرها دون موافقة حملة الحصص ، وذلك فضلا عن انشاء معهد شركات الاستثمار الذى تولى مهام تعريف جمهور المستثمرين بخصائص صناديق الاستثمار وكيفية التعامل معها .

وقد أدت هذه الجهود إلى ازدهار صناديق الاستثمار فى الولايات المتحدة، حتى تجاوز عددها خمسة آلاف صندوق عام ١٩٩٤ (١) .

وفى أوروبا فقد تأسس فى إنجلترا أول صندوق استثمار فى عام ١٩٢١ ، أما فى فرنسا فقد بدأ نشاط صناديق الاستثمار فى عام ١٩٤٥ ، وقد بدأ نشاطها فى ألمانيا عام ١٩٥٠ ثم مالبت أن انتشرت فى باقى دول أوروبا واليابان .

نشأة صناديق الاستثمار فى مصر :

انه وحتى تاريخ ٢٢ يونيه ١٩٩٢ وهو تاريخ صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، لم يكن لصناديق الاستثمار وجود على خريطة الاستثمار ، أو الأوعية الانخارية فى مصر ، سواء من الناحية التشريعية أو من الناحية الفعلية وحتى تاريخ ١٩٩٤/٩/١ وهو تاريخ بدء نشاط أول صندوق استثمار فى مصر (صندوق استثمار البنك الأهلى المصرى الأول ذو العائد التراكمى) (٢) لم يكن لصناديق الاستثمار أى تواجد فعلى فى سوق الأوراق المالية فى مصر .

وجدير بالملاحظة ، أن المشرع المصرى قد تناول ، ولأول مرة (٣) ، فى قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أحكام تأسيس ونشاط صناديق الاستثمار حيث أفرد لها الفصل الثانى من الباب الثانى من هذا

(١) الأستاذة أمل احمد عبد السلام - المرجع السابق نقلا عن الأستاذ/ محمد صالح الحناوى فى بحث له بعنوان : أساسيات الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية - مركز التنمية الادارية جامعة الاسكندرية - ١٩٩٥ .

(٢) حصل صندوق البنك الاهلى المصرى الأول على ترخيص هيئة سوق المال فى ٢٦ يونيو ١٩٩٤ .

(٣) راجع : د/ السيد الطيبي - تقييم تجربة صناديق الاستثمار فى مصر (دراسة نظرية وتطبيقية) ندوة صالح كامل .

القانون ، كما أفرد لها المواد من ١٤٠ - ١٨٣ من لائحته التنفيذية ، الصادرة
بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ .
وحتى اعداد هذا المؤلف فإنه يوجد في مصر خمسة عشر صندوق
استثمار يوضح الجدول الآتي أهم البيانات الخاصة بكل منها .

صندوق الاستثمار للمرخض لها، والعملة حتى ١٩٩٧/٩/٣٠

اسم صندوق الاستثمار	الوقت للتوزيع	سعر الوثيقة عند الاصدار في ١٩٩٧/٩/٣٠	رسم الصندوق	تاريخ بدء التشغيل	نوعية العقد	اسم الصندوق
كوتكورد للمطبخية الاستثمار	ربيع سنوى	١١٩٧/٠٤	٤٠٠ مليون	١٩٩٥/٢/١	مورى	المصطفى ذات العقد ١ - بنك مصر / الأول مصرف مفتح
المجموعة للمصرية لادارة الصندوق	نصف سنوى	١٣٤/١٨	٣٠٠ مليون	١٩٩٤/١٠/١٥	مورى مورى	٢ - لبنك للمصرى الأمريكى / الأول مصرف مفتح
المجموعة للمصرية لادارة الصندوق	نصف سنوى	١٤٤/٢٢	٢٠٠ مليون	١٩٩٤/١٢/١	مورى مورى	٣ - بنك الاسكندرية / الأول مصرف مفتح
المجموعة للمصرية لادارة الصندوق	نصف سنوى	٥٥١/٣٥	١٠٠ مليون	١٩٩٥/٨/٣١	مورى	٤ - للمستثمرين المتحمسين للتأمين / الأول مصرف مفتح
مصر لادارة للصندوق للصندوق	نصف سنوى	١٦١/٠٢	٥٠ مليون	١٩٩٦/٨/٤	مورى	٥ - لائحة الاستثمار مصرف مفتح
الاهلى للصندوق الاستثمار	ربيع سنوى	١١١/٠٠	٢٠٠ مليون	١٩٩٥/١٠/٣	مورى	٦ - لبنك الاهلى للمصرى / لائحة مصرف مفتح
المجموعة لادارة للصندوق للصندوق	نصف سنوى	١٢٢/٣١	١٠٠ مليون	١٩٩٦/١٠/٢٧	مورى	٧ - لبنك للمصرى للتأمين للصندوق مصرف مفتح
المجموعة للصندوق للصندوق	نصف سنوى	٥٠٢/١٩	١٠٠ مليون	١٩٩٥/١٢/٥	مورى	٨ - بنك قناة السويس مصرف مفتح
مصر لادارة للصندوق للصندوق	نصف سنوى	١٠٢/٠١	٢٠٠ مليون	١٩٩٧/٤/١	مورى	٩ - بنك امريكا للمصرى مصرف مفتح
مصر لادارة للصندوق للصندوق	نصف سنوى	١٠١/٣٧	١٠٠ مليون	١٩٩٧/٤/٢٣	مورى	١٠ - لبنك للمصرى للمصرى مصرف مفتح

المصدر : للجهة الاقتصادية للبنك المركزى المصرى - اعداد مختلفة .

اسم صندوق الاستثمار	انواع التوزيع	مصر الدولية بالجنيه هذا الصنف في ١٩٩٧/٩/٣٠	رأس المال للصندوق بمليون جنيه	تاريخ بدء مراقبة النشاط	نوعية العقد	اسم الصندوق
الأعلى لصندوق الاستثمار	بعد تجاوز قيمة القيمة ١٤٠٠ جنيه بدون توزيع لرباح	٩٩٣ ١٦٣٣٢٠	٥٠٠٠ ١٠٠٠٠	١٩٩٤/٩/١ ١٩٩٥/٩/١٧	ترافسي نمو رأسمال مع توزيع للأخذ	صندوق القيمة لرأس المال ١ - فونك الأعلى للمصرف الأول صندوق مقترح ٢ - بنك مصر / للتأمين صندوق مقترح
كوكتورد القابضة للاستثمار	في حصة تركب لرباح متبقية ٢٥٪ من القيمة الاسمية يتم القرار توزيع عائد لزيادة مبالغ الجوائز	٢١٤,٣٢ ٨٠٢	١٠٠ ٥٠٠	١٩٩٥/١١/١٦ ١٩٩٦/٦/٣	ترافسي ترافسي + جوائز	٣ - بنك القاهرة الأول صندوق مقترح ٤ - بنك الشركة المصرية للتأمين الأول صندوق مقترح
فيس فب لم لادارة للصندوق						
برلم للصندوق						
الشركة المصرية للاستثمار والأصل المالية		١٠٩٩٢	١٠٠٠	١٩٩٧/١/٢٨	نمو رأسمال	٥ - شركة لورينت ترست لصندوق الاستثمار صندوق مقترح

الفصل الثاني

صناديق الاستثمار

(الأشكال - الأنواع - معايير التفرقة - السياسات الاستثمارية)

المبحث الأول

أشكال صناديق الاستثمار

قدمنا أن الأصل أن تأخذ صناديق الاستثمار شكل شركة المساهمة ، وهو ما نصت عليه الفقرة الثالثة من المادة ٣٥ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بقولها: ويجب أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة برأسمال نقدي" وأنه تقريرا على هذا الأصل فقد أجازت المادة ٤١ من القانون المائل للبنوك وشركات التأمين أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار وذلك وفقا لشروط وأوضاع معينة ، وعلى ذلك فإن صناديق الاستثمار في مصر تتخذ ثلاثة أشكال رئيسية هي:

- ١ - صناديق تنشأ في شكل شركة مساهمة .
- ٢ - صناديق منشأة من خلال البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي.
- ٣ - صناديق منشأة من خلال شركات التأمين وشركات إعادة التأمين.

معايير التفرقة بين أشكال صناديق الاستثمار المتقدمة :

إننا ومن خلال استقرارنا لقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية أنقى الذكر يمكننا وضع سبعة معايير للتفرقة بين الأشكال المتقدمة لصناديق الاستثمار على النحو التالي :

١ - معيار الشكل القانوني :

إن صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركة مساهمة ، إنما تكتسب

بمجرد الترخيص لها بمزاولة النشاط ، الشخصية الاعتبارية المستقلة عن شخصية المؤسسين له (أصحاب رأس المال) والمستثمرين فيه من حملة الوثائق .

أما صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ، فإنها لا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن البنك أو شركة التأمين المالكة بحسب الأحوال ، وإنما هي نشاط يمارسه البنك أو شركة التأمين بنفسه ، ولا يؤثر في هذا الاعتبار بما يكسب صندوق استثمار البنك أو شركة التأمين المالكة له الشخصية المعنوية المستقلة ، ما نصت عليه المادة ١٧٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال من ضرورة أن تكون أموال الصندوق واستثماراته وأنشطته مفرزة عن أموال البنك أو شركة التأمين ، ومن الزام البنك أو شركة التأمين أن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن الأنشطة الأخرى أو ودائع العملاء أو أموال أصحاب وثائق التأمين بحسب الأحوال ، ومن ضرورة امساك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاط الصندوق ، فكل هذه المتطلبات والاعتبارات لا تكسب صندوق استثمار البنوك وشركات التأمين الشخصية الاعتبارية المستقلة .

٢ - معيار جهة الترخيص بمزاولة النشاط :

كقاعدة عامة فإن الهيئة العامة لسوق المال ، وهى المنوط بها تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال والقرارات الصادرة تنفيذاً له ، تملك اختصاصات واسعة فى مواجهة جميع أشكال الصناديق ، فتأسيس الصندوق لا يتم إلا بموافقة الهيئة ، وبدء مزاولة النشاط لا يتم إلا بموافقتها ، وتعامل الصندوق فى غير الأوراق المالية لا يجوز إلا بترخيص منها وإصدار الصندوق لوثائق استثمار لحاملها لا يجوز إلا وفقاً للشروط التى تضعها وتحددها فى كل حالة على حدة ، ونشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار التى تصدرها الصناديق لا تصدر إلا بموافقة الهيئة على نموذج الوثيقة قبل الاكتتاب فيها واعتماد النشرة بل وحتى انقضاء الصندوق لا يتم إلا بمعرفة الهيئة .

وقد حرص المشرع المصرى على إعطاء الهيئة هذه الاختصاصات

الواسعة فى مواجهة صناديق الاستثمار ، تحسبا منه من تكرار ما حدث بالنسبة لشركات توظيف الاموال ، حيث تقوم هذه الصناديق بتجميع المدخرات، ويجب ألا يتم ذلك بدون ضوابط أو قيود تحافظ على أموال المدخرين

والأمر يختلف بالنسبة للصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين، عن تلك التى تنشأ فى شكل شركات المساهمة ، حيث تطلب المشرع فى الفقرة الأولى من المادة ١٧٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، كشرط للترخيص للبنوك وشركات التأمين فى مباشرة نشاط صناديق الاستثمار ، موافقة البنك المركزى المصرى أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين بحسب الأحوال، وذلك من حيث :

أ - إن جهة الاختصاص الأصلية فى الرقابة على نشاط البنوك وشركات التأمين هى إحدى الجهتين المذكورتين فى الشرط السابق بحسب الأحوال ، وأن المشرع أراد أن يشرك هذه الجهة مع الهيئة العامة لسوق المال فى الرقابة على نشاط صناديق الاستثمار .

ب - أن الصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين لا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن الجهة المالكة لها، وإنما هى نشاط فرعى من أنشطة هذه الجهة ومن ثم فإنه يخضع لرقابة البنك المركزى أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين بحسب الجهة المالكة للصندوق .

ج - أن البنك أو شركة التأمين المالك للصندوق يضمن من بعض الوجوه نشاط صندوقه ، حيث يضمن صحة ما يرد فى نشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار من بيانات كما يضمن سوء إدارة الجهة التى اختارها لإدارة الصندوق ، إذا ترتب على سوء هذه الإدارة الاضرار بالصندوق ، وقد أراد المشرع لتقوية ضمان البنك أو شركة التأمين لنشاط صندوقه ، اشراك جهة الرقابة عليه فى هذا الضمان ، حيث تعد موافقة البنك المركزى أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين بحسب

الأحوال للجهة التابعة لها بممارسة نشاط صناديق الاستثمار ، بمثابة ضمان ثانٍ لالتزام هذه الجهة بالجدية في ممارسة النشاط وتقليل المخاطر على حملة الوثائق .

٣ - معيار مجلس الإدارة :

حيث لا يوجد لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ، مجلس إدارة مستقل ، لأنها ليست شركات مساهمة مستقلة ، وإنما هي نشاط جديد تابع غير مصرفي وغير تأميني مصرح للبنك أو لشركة التأمين في مزاوئته عن طريق صندوق استثماره ، وعلى ذلك فإن مجلس إدارة البنك أو شركة التأمين هو نفسه مجلس إدارة الصندوق التابع له ، صحيح أن الصندوق التابع للبنك أو لشركة التأمين تديره فعلياً وتنفذها جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار تسمى مدير الاستثمار ، تتمتع بالاستقلال عن الجهة المالكة في المسائل الفنية للإدارة، لكن الإدارة التنفيذية شيء ومجلس الإدارة شيء آخر .

أما صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركة مساهمة فإن لها مجالس إدارة اشترطت الفقرة الثالثة من المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال ، أن تكون أغلبية أعضائه من غير المساهمين فيه ، أو المتعاملين معه ، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة وقد أحالت المادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، على النظام الأساسي للصندوق ، في طريقة تعيين أغلبية أعضاء مجلس إدارته ، وفي كيفية مشاركة حملة وثائق الاستثمار في اختيار هؤلاء الأعضاء ، كما اشترطت أن يتم تشكيل مجلس الإدارة على النحو المشار إليه خلال ثلاثة أشهر من تمام الاكتتاب في وثائق الاستثمار وبما لا يجاوز سنة من تاريخ صدور الترخيص بمباشرة النشاط ، على أن يدير الصندوق خلال هذه الفترة مجلس إدارة مؤقت يحدد النظام الأساسي للصندوق كيفية اختياره.

٤ - معيار المسؤولية عن أخطاء مدير الاستثمار :

في مقابل ما منحه المشرع بموجب نص المادة ١٧٥ من اللائحة التنفيذية

لقانون سوق رأس المال لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين من امكانية تجميع مدخرات بما يعادل عشرين مثل المبلغ الذى يخصصه البنك أو شركة التأمين لمباشرة نشاط صناديق الاستثمار ، واصدار وثائق استثمار فى مقابلها، وذلك بما يعنى أن رأس المال المخصص لو كان محددًا مثلاً بعشرة ملايين جنيه، فإن للبنك تجميع مائتى مليون جنيه ليكون رأس مال صندوقه مائتى وعشرة ملايين جنيه، فى مقابل هذه الميزة التى لم يمنحها المشرع للصناديق المنشأة فى شكل شركة مساهمة حيث لا يجوز لها تجميع مدخرات الا بما يعادل فقط عشرة أمثال رأس المال المصرح به والمدفوع بالكامل .

فإن المشرع قد نص فى المادة ١٨٠ من اللائحة التنفيذية للقانون على أن: يكون البنك أو الشركة (شركة التأمين) مسئولاً عن سوء الادارة التى تؤدى إلى الأضرار بالصندوق وليس لهذا النص مقابل بالنسبة لأخطاء مدير الاستثمار فى صناديق شركات المساهمة وان كانت اللائحة التنفيذية قد ضببت شروط ومسئوليات مدير الاستثمار .

٥ - معيار رأس المال :

فى نطاق صناديق الاستثمار التى تتخذ شكل شركات المساهمة لا فرق بين رأس المال المصدر والمدفوع^(١) ، حيث اشترطت الفقرة الثالثة من المادة ١٢٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال أن يكون رأس المال المصدر

(١) إعمالاً لنص المادة ٣٢ من قانون شركات الأموال رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وطبقاً لأحكام المادتين ٨١ ، ٨٢ من لائحته التنفيذية فإن رأس مال الشركة يتكون من ثلاثة أنواع هى :
 أ - رأس المال المرخص به ، ويتحدد طبقاً لما ينص عليه النظام الأساسى للشركة ، ويجوز أن تتجاوز قيمته قيمة رأس المال المصدر .
 ب - رأس المال المصدر : وهو مجموع القيمة الاسمية لمختلف أنواع الأسهم الصادرة عن شركة المساهمة ، مضافاً إليه مجموع قيمة الحصص فى شركات التوصية بالأسهم، ويتعين أن يتم الاكتتاب فى جميع الأسهم والمشاركة فى جميع الحصص المشار إليها .
 ج - رأس المال المدفوع وهو ما لا يقل عن ربع القيمة الاسمية للأسهم النقدية عند الاكتتاب فيها على أن تسدد قيمتها الاسمية بالكامل ، خلال مدة لا تزيد على عشر سنوات من تأسيس الشركة .

مدفوعا بالكامل ، وكقاعدة عامة فى صناديق الاستثمار فإن المشرع قد اشترط فى الفقرة المشار إليها ألا يقل رأس المال المصدر للصندوق عن خمسة ملايين جنيه مدفوعا بالكامل ، وذلك بدون تحديد حد أقصى لرأس المال المصدر .

وإذا كان المشرع قد نص على الحد الأدنى المشار إليه لرأس المال المصدر فى المادة ١٢٥ آنفة البيان وهو فى سياق تحديد رؤوس أموال الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ، وذلك بما يوحي أن هذا الحد خاص بالصناديق التى تتخذ شكل شركة المساهمة إلا أن المشرع قد دفع هذا التوهم بما نص عليه فى الفقرة الأولى بند ٣ من المادة ١٧٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، وهو بصدد تحديد بيانات طلب الترخيص الذى تقدمه البنوك وشركات التأمين الى هيئة سوق المال لمباشرة نشاط صناديق الاستثمار حيث اشترطت الفقرة المشار إليها ، أن يحدد طلب الترخيص ، قيمة المبلغ المخصص لمباشرة النشاط بحيث لا يقل عن خمسة ملايين جنيه ، وهو ما يؤكد على أن القاعدة العامة فى كل صناديق الاستثمار - ألا يقل رأسمالها المصدر عن هذا المبلغ ، وإلى هذا الحد لا فرق فى حجم رأس المال المصدر بين مختلف أشكال الصناديق، إنما يظهر الفرق بينها فى حجم رأس المال العامل ، إذ بينما نص المشرع فى المادة ١٤٧ من اللائحة فى شأن صناديق الاستثمار المتخذة شكل شركة المساهمة على أن "يحدد النظام الأساسى للصندوق الحد الأقصى للأموال التى يجوز الاكتتاب فيها، وإصدار وثائق استثمار فى مقابلها، بما لا يجاوز عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع" وذلك بما يعنى أن حجم رأس المال العامل فى هذه الصناديق يتحدد بما لا يجاوز عشرة أمثال رأس المال المدفوع أو المصدر لها .

فإن المادة ١٧٥ من اللائحة وفى شأن تحديد الحد الأقصى لرأس المال العامل لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين قد نصت على أن "يكون الحد الأقصى لأموال المستثمرين لدى صندوق الاستثمار فى البنك أو شركة التأمين ، عشرين مثل المبلغ الذى يخصص لمباشرة ذلك النشاط .

ويمكن تفسير هذه التفرقة بأن صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين وهي تستند الى المركز المالى القوى للجهة المالكة لها ، وإلى ما فرضه المشرع على هذه الجهة من ضمان سوء الادارة للصندوق ، فإن المشرع قد منحها مكنة اصدار وثائق استثمار بما يعادل عشرين مثلاً لراسمالها المصدر ، وذلك خلافا للصناديق التى تتخذ شكل شركات المساهمة ، فإنها لمالم تكن مستندة إلا الى رأس المال المصدر لها، ولما لم تكن هناك ضمانة أخرى لأموال المستثمرين سوى رأس المال المصدر فقط ، فإن المشرع قد تحوط ازاءها لأموال المستثمرين ومنعها من اصدار وثائق استثمار بما يجاوز عشرة أمثال رأس مالها المصدر، ومما لا شك فيه أن حجم رأس المال العامل يمكن أن يكون له أثر بالغ على حجم ورقم أعمال الصندوق .

٦ - معيار حجم وثائق الاستثمار المصدرة وقيدها وتداولها فى البورصة^(١) :

سبق وأن أشرنا إلى أن صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ، نظراً لاعتبارات المركز المالى الذى تتمتع به الجهة المالكة لها ، وثقة المستثمرين فيها، قد منحها المشرع حق اصدار وثائق استثمار تقدر قيمتها بضعف ما تصدره الصناديق المنشأة فى شكل شركة مساهمة ، على الرغم من أن رأس المال المدفوع فى كل منهما قد يكون متساوياً ، وهذا التمييز فى حد ذاته قد يكون معياراً للتفرقة بين صناديق البنوك وشركات التأمين وصناديق الشركات المساهمة .

وبالإضافة الى هذا المعيار فإن المشرع قد أضاف معياراً آخر هو قيد وتداول وثائق الاستثمار المصدرة عن كلا الشكليين فى بورصة الأوراق المالية ومدى قدرة الصندوق فى إصدار وثائق استثمار جديدة بديلة عن التى يتم استرداد قيمتها .

(١) الأستاذ/ محمد حسنين - نائب مدير عام ادارة الأوراق المالية بالبنك الأهلى المصرى - فى محاضرة له بعنوان: فكرة صناديق الاستثمار - ألقاها بتاريخ ١٩٩٧/٢/٢٣ بمعهد الدراسات المصرفية ، وقد شرفت بسماعها .

فبالنسبة للصناديق المنشأة في شكل شركة مساهمة وفي شأن قيد وتداول وثائق استثمارها في البورصة فقد سكت المشرع عن اشتراط القيد أو منعه ، مما يشير إلى أن عملية القيد تأخذ حكم الجواز ، كما هو الوضع في شأن ما تصدره شركات المساهمة الأخرى التي لا تمارس نشاط صناديق الاستثمار من أوراق مالية أخرى ، أما صناديق البنوك وشركات التأمين فإن المشرع قد منع في المادة ١٨٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال عمليات قيد أو تداول وثائق الاستثمار التي تصدرها في بورصات الأوراق المالية ، وقد يرجع ذلك الى امكانية استرداد قيمتها بسهولة من جهة اصدارها وإلى المركز المالي القوي للجهة المالكة للصندوق .

أما بالنسبة لمدى إمكانية وقدرة الصندوق في اصدار وثائق استثمار بديلة عن تلك التي يتم استرداد قيمتها ، فإن المشرع وبمقتضى نص الفقرة الثانية من المادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية للقانون قد منع صناديق استثمار الشركات المساهمة من اصدار وثائق بديلة لتلك التي يتم استرداد قيمتها ، في حين أنه وبمقتضى نص الفقرة الثانية من المادة ١٧٧ قد أجاز لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين اصدار وثائق استثمار بديلة للوثائق التي ترد قيمتها ، وفقا لنظام الصندوق وفي حدود الحد الأقصى المرخص به .

٧ - معيار مكونات محفظة الصندوق من الأوراق المالية :

أشرنا فيما تقدم إلى أن المشرع المصري قد حدد النشاط الرئيسي لصناديق الاستثمار في الاستثمار في مجال الأوراق المالية ، أي في شراء الأوراق المالية من السوق الثانوي للبورصة (سوق التداول) ، والتعامل عليها في الوقت الذي يقرره مدير استثمار الصندوق بما يتمتع به من خبرة في هذا المجال وبما يحقق صالح الصندوق .

والشيء المثير للانتباه والخطير في نفس الوقت أن المشرع في المادة ١٧٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، قد أتاح الفرصة لصناديق

استثمار البنوك وشركات التأمين ، لاستثمار أموال الصندوق فى أوراق مالية مملوكة للبنك أو شركة التأمين ، وكل ما اشترطه المشرع لذلك هو :

أ - أن تتضمن نشرة الاكتتاب فى وثائق استثمار الصندوق بيان ما إذا كان الصندوق سوف يستثمر أمواله فى أوراق مالية مملوكة للبنك أو لشركة التأمين المالكة للصندوق أم فى أوراق مالية أخرى أم فى خليط من هذين النوعين.

ب - بيان الجهة مصدرة هذه الأوراق المملوكة للبنك أو لشركة التأمين والتي سيتم استثمار أموال الصندوق فيها .

ج - أن يتم شراء الصندوق لهذه الأوراق بالقيمة العادلة لها، والقيمة العادلة لها كما حددها المشرع فى المادة المشار إليها هى القيمة التى يقر بصحتها مراقب حسابات البنك أو شركة التأمين المالكة للصندوق وللأوراق معا. ونحن نرى أن مسلك المشرع المصرى فى تقرير هذا النص معيب للأسباب الآتية :

أ - أنه أتاح لصندوق البنك أو شركة التأمين تكوين محفظة أوراقه المالية من نفس الأوراق التى كانت مملوكة لنفس الجهة المالكة للصندوق ، ومن هنا فإن الصندوق لم يقوم بأى نشاط فعلى فى تطوير وتنشيط سوق المال ، وهو الهدف الرئيسى الذى من أجله أنشئت صناديق الاستثمار .

ب - أنه قد حقق مصلحة الجهة المالكة (البنك أو شركة التأمين) على حساب مصلحة المستثمرين (حملة الوثائق) حيث كانت الأوراق المالية الماثلة فى مجملها أوراقا راكدة لا سوق لها ، وقد أوجد النص لها سوقا من العدم ، والأخطر من ذلك أن النص لم يحدد قيمة هذه الأوراق وفقا لقيمتها الاسمية ، أو حتى وفقا للمركز المالى لجهة إصدارها ، أو وفقا لسعرها السوقى فى البورصة ، وإنما حددها بعبارة مطاطة وهى القيمة العادلة ، وأسند لمراقب حسابات البنك أو شركة التأمين المالكة لها تحديد تلك القيمة العادلة ، حتى بدون أن يشاركه فى هذه المهمة الخطيرة مراقب حسابات الصندوق أو مدير استثماره .

ج - أن هذا النص قد ساهم فى فتح الباب على مصراعيه أمام اشتعال أسعار الأوراق المالية فى البورصة ، وهو الأمر الذى كانت له انعكاسات خطيرة فيما بعد فى خسارة بعض مستثمرى البورصة ، وذلك حيث سارعت البنوك المالكة للأوراق المالية الكاسدة لديها إلى إنشاء صناديق استثمار ، تتكون محافظ أوراقها المالية من هذه الأوراق ، ثم أعادت تقييمها بالثمن العادل وفقا للنص المتقدم ، والذى من المتصور أن يكون أعلى كثيرا من سعرها السوقى أو الفعلى ، ثم تعاملت عليها فى البورصة بعد عدة عمليات لاعادة تقييمها بمعرفة مدر استثمار الصندوق ، وأغلب الظن أنها تخلصت منها قبل أن تتضح حقيقة المركز المالى لجهات اصدارها ، محققة بذلك أعلى ربحية ممكنة وغير عابئة بما قد يصيب المشتري لها من خسارة ، عند التقييم الحقيقى لها بعد اتضاح المركز المالى الفعلى لجهات اصدارها .

ولسنا ندري أية فائدة تعود على الاقتصاد القومى من استثمار البنوك وشركات التأمين لأموال صناديقها فى شراء أوراق مالية مملوكة لها ؟ فى الوقت الذى لم يتغير فيه شخص المالك لهذه الأوراق ، ولا يقال بأن المالك الأول لها كان هو البنك ، بينما المالك الجديد هو صندوق الاستثمار ، فإن الصندوق ذاته بما يملكه مملوك للبنك أو لشركة التأمين ، أى المالك الأول للورقة ، اللهم إلا أن يكون الهدف من هذه العملية كما اشرنا هو التخلص من عبء هذه الأوراق الكاسدة بأعلى من قيمتها الفعلية أو الحقيقية ، واستبدالها بأخرى رائجة فى التداول أو ذات ربحية أعلى .

المبحث الثانى

تقسيمات (أنواع) صناديق الاستثمار

ومعايير التفرقة بينها

أنواع صناديق الاستثمار^(١) :

يمكن التمييز وفقا لخمسـة معايير بين تسعة عشر نوعا من أنواع صناديق الاستثمار قد تتداخل فى بعض أشكالها ، وذلك على النحو التالى :

١ - فمن حيث العائد يمكن تقسيم صناديق الاستثمار إلى :

- (أ) دورية .
- (ب) تراكمية .
- (ج) دورية/ تراكمية .

٢ - ومن حيث هيكل رأس المال يمكن تقسيمها إلى :

- (أ) صناديق مفتوحة النهاية .
- (ب) صناديق مغلقة النهاية .

٣ - ومن حيث مكونات المحفظة يمكن تقسيمها إلى :

- (أ) أسهم أو سندات .
- (ب) أسهم وسندات .
- (ج) متخصصة أو قطاعية .

٤ - ومن حيث السياسات الاستثمارية يمكن تقسيمها إلى :

(١) د/ أحمد سعيد عبد اللطيف - كلية التجارة جامعة القاهرة - وعضو مجلس إدارة شركة الجذور لتداول الأوراق المالية - فى محاضرة له بعنوان : أنواع صناديق الاستثمار ودور البنوك فى إنشائها - وقد ألقاها بتاريخ ١٩٩٧/٢/٢٥ بمعهد الدراسات المصرفية وشرقت بسماعها .

(أ) متحفظة .

(ب) هجومية .

(ج) متوازنة .

٥ - ومن حيث الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها يمكن تقسيمها إلى :

(أ) صناديق النمو .

(ب) صناديق الدخل .

(ج) الصناديق المتوازنة .

(د) صناديق المؤشرات .

(هـ) صناديق سندات المحلية .

(و) صناديق السندات .

(ز) صناديق الاستثمار في الأصول السائلة .

(ح) الصناديق المتحفظة أو القطاعية .

وسوف نوالى تباعا التعريف بأهم وأبرز هذه الأنواع :

١ - الصناديق ذات العائد الدورى :^(١)

وهذه الصناديق تشبه إلى حد كبير شهادات الاستثمار المجموعة ب من حيث طريقة توزيع عائد الاستثمار، حيث يتم فيها توزيع الأرباح الصافية على حملة وثائق الاستثمار ، على فترات دورية قد تكون ربع أو نصف سنوية أو سنوية ، وتتضمن نشرة الاكتتاب في الوثيقة طريقة توزيع العائد.

وهي من أنسب أوعية الادخار بالنسبة لمن يتعيشون على هذا العائد.

(١) راجع في أنواع الصناديق : الأستاذ/ مصطفى على أحمد - مدير إدارة البحوث بنك فيصل الاسلامى المصرى - فى بحث له بعنوان : صناديق الاستثمار (مزايها - أنواعها تكييفها الشرعى) ندوة مركز صالح كامل - جامعة الأزهر .

٢ - الصناديق ذات العائد التراكمي :

وهي من حيث طريقة توزيع العائد ، تشبه شهادات الاستثمار من فئة المجموعة (أ) حيث أن كل ربح يتحقق للوثيقة ، تتم تعليته على قيمتها السوقية ، وعند الاسترداد ، يتم استرداد الأصل (القيمة السوقية) والربح معا .

٣ - الصناديق ذات العائد الدوري التراكمي :

وهو نوع مختلط بين النوعين المتقدمين عليه ، حيث يأخذ بطريقة التوزيع الدوري لجزء من العائد ، وطريقة تعليته باقى العائد على اصل الوثيقة ، فإذا افترضنا مثلا أن تقييم نشاط الصندوق يتم فى آخر يوم عمل من الأسبوع أو فى آخر يوم الخميس الأخير من الشهر ، حيث إنه وبحسب نتيجة هذا التقييم يتم الاعلان عن سعر الوثيقة للأسبوع أو للشهر التالى ، فإذا كان توزيع العائد يتم دوريا كل ثلاثة شهور مثلا ، وحقت الوثيقة ارتفاعا فى سعرها مقداره خمسون جنيها مثلا ، فإنه وفى هذا الصندوق يتم توزيع النسبة من الأرباح التى تحددها نشرة الاكتتاب ولكن مثلا ٢٥ جنية ، وتعليته الباقى على القيمة الأصلية (السوقية) للوثيقة ، ليتم الحصول عليها عند استرداد الوثيقة .

٤ - صناديق الاستثمار مفتوحة ومغلقة النهاية :

تعتبر صناديق الاستثمار مغلقة النهاية من أقدم الصناديق وجودا ، وأهم معيار للفرقة بينها وبين الصناديق مفتوحة النهاية هو معيار : هيكل رأس المال ، وذلك أن رأس مال الصندوق إن تميز بالثبات النسبى ، بما لا يسمح إلا بصور عدد محدد من وثائق أو صكوك الاستثمار ولمرة واحدة أو لاصدار أول فقط ، فإن الصندوق يعد مغلق النهاية .

والعكس صحيح فى الصناديق مفتوحة النهاية ، حيث تسمح طبيعة هيكل رأس مالها بزيادة اصدار وثائق (صكوك) الاستثمار أو بإنقاصها ، كرد فعل

لطلبات البيع والشراء لحاملي الوثائق وقد يشار الى هذه الصناديق ، بالصناديق ذات رأس المال المتغير .

وهناك معيار آخر للتفرقة بينهما يتمثل فى مكان تداول الوثيقة وزمان استردادها فإن كان لا يسمح فى أى وقت باسترداد أصل الوثيقة من جهة الاصدار ، أو بالتعامل عليها إلا من خلال البورصة ، فإن الصندوق يعتبر مغلق النهاية، وذلك على العكس من الصندوق مفتوح النهاية ، حيث يمكن للمستثمر استرداد قيمة الوثيقة فى أى وقت من جهة إصدارها ، وكذا شراؤها فى أى وقت من نفس الجهة ، وعلى هذا فإنه يمكن اعتبار الصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين مفتوحة النهاية بشرط أن تطرح من وثائقها العدد الذى يسمح بشرائها فى أى وقت ، كما يمكن اعتبار الصناديق التى تنشأ فى شكل شركات مساهمة مغلقة النهاية .

٥ - صناديق الأسهم فقط أو السندات فقط :

قلنا بأن الصناديق تتنوع من حيث الأوراق المالية المكونة لمحفظة كل صندوق إلى صناديق للأسهم فقط أو للسندات فقط ، بحيث لا يتعامل الصندوق إلا على أحد نوعى الورقتين ، وإن كان هذا النوع نادر الوجود ، ذلك أن التعامل على الأسهم فقط يحمل فى طياته قدرا من المخاطرة قد ترتفع بأرباح الصندوق على المدى الطويل لأرقام خيالية ، ولكنها قد تعرضه فى نفس الوقت وعلى المدى القريب لخسائر رأسمالية ، إذ قد تتخفف قيمة الأسهم المكونة لمحفظة الصندوق ، وكذلك الحال بالنسبة للتعامل على السندات فقط ، فإنها وإن كانت تدر فائدة محددة معلومة سلفا ، بما يضمن للصندوق حدا أدنى من المكاسب معلوم سلفا ، إلا أن هذه الفائدة قد تكون متدنية بما لا يحقق طموح مدير الاستثمار وبما لا يغرى المستثمرين على الاكتتاب فى وثائق استثمار الصندوق ، ومع هذا النقد فإننا نميل إلى إنشاء صناديق للاستثمار فى الأسهم فقط أو فى السندات فقط حتى تتناسب الأولى مع من يتحرون الحلال من الحرام فى الكسب من المسلمين ، وحتى

تناسب الثانية مع من يتقاضون عن هذا الاعتبار ، خاصة من ذوى المدخرات من أصحاب الدخل المحدود ، الذين يرغبون زيادة دخولهم ، بمقدار ثابت ، وليست لهم دراية بالاستثمار ويبحثون عن ينوب عنهم فى ذلك .

٦ - صناديق الاستثمار المتوازنة :

نظرا لما وجه إلى الصناديق المتقدمة من نقد آنف البيان ، فإن غالبية صناديق الاستثمار تأخذ بما يحقق لها التوازن فى الأوراق المالية المكونة لمحفظة كل صندوق ، بمعنى أنها تحرص على أن، تضم محفظتها خليطا من أنواع الأسهم والسندات وأذون الخزانة ووثائق استثمار الصناديق الأخرى ، وقد تحصل على ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال فى استثمار جزء من رأس مالها فى وجوه استثمار أخرى غير التعامل فى الأوراق المالية ، وذلك بغية أن تحقق معدل أرباح متوازن ، حيث يغطى صعود إحدى الأوراق المالية فى محفظتها هبوط ورقة أخرى وهكذا ، فإنها لا تضع البيض كل فى سلة واحدة وإنما فى سلال متعددة .

وقد شجعت المادة ١٤٣ من اللائحة قيام مثل هذا التوازن فيما وضعته من حدود وشروط لاستثمار أموال الصندوق فى الأوراق المالية حيث نصت على أن: "يكون استثمار أموال الصندوق فى الأوراق المالية فى الحدود ووفقا للشروط الآتية :-

١ - ألا تزيد نسبة ما يستثمر فى شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠٪ من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة .

٢ - ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠٪ من أمواله ، وبما لا يجاوز ٥٪ من أموال كل صندوق مستثمر فيه .

٧ - صناديق الاستثمار المتخصصة أو القطاعية :^(١)

وفي هذا النوع يقوم مدير الاستثمار بتوجيه رأس مال الصندوق نحو الاستثمار في الأوراق المالية لشركات قطاع اقتصادي واحد كالسياحة أو النقل أو الصناعة أو أي قطاع اقتصادي آخر ، تكون قاعدة اللياقات التي كونها المدير عنه مستوفاة لديه أو يكون عائد الاستثمار المتوقع فيه أعلى من غيره من القطاعات الأخرى.

وإذا كان هذا النوع من الصناديق ، ومن وجهة نظر مدير الاستثمار فيه يحقق أو يخدم أهداف الصندوق ، من حيث العائد ، أو اللياقات ، أو احتكار الأوراق المالية لشركات قطاع اقتصادي معين ، إلا أنه قد لا يخدم الاقتصاد القومي ، من حيث أن مصلحته لا تتحقق بازدهار قطاع اقتصادي واحد أو عدد محدود من القطاعات الاقتصادية ، وإنما تتحقق هذه المصلحة بازدهار كافة القطاعات الاقتصادية فيه .

٨ - صناديق الاستثمار المتحفظة :

وتعزف هذه الصناديق عن المغامرات غير المحسوبة في تكوين محفظة أوراقها المالية ، حيث تبتعد عن التعامل في الأوراق المالية التي تتطوى على المخاطرة ، وذلك لكتفاء بالعائد القليل المستقر الذي تدره الأوراق المالية المستقرة مثل السندات وأنون الخزينة وأسهم الشركات المستقرة ، وغيرها من الأوراق التي تضمن سلامة مركز الصندوق أولاً .

٩ - صناديق الاستثمار الهجومية :

وهي على النقيض من سابقتها ، حيث تعتمد بدرجة كبيرة على عنصر المخاطرة المحسوبة أملاً في الحصول على أكبر عائد ممكن ، ولو بعد حين ،

(١) الأستاذ/ محمود سليمان - رئيس قطاع البحوث - الهيئة العامة لسوق المال في بحث له بعنوان: صناديق الاستثمار - ندوة صناديق الاستثمار - الواقع والمستقبل مركز صالح كامل - جامعة الأزهر .

ويعتمد نجاح مثل هذه الصناديق على خبرة وحسن توقع وقاعدة بيانات مدير الاستثمار ، فى تعامله فى الأوراق المالية غير المستقرة .

١٠ - صناديق النمو :

ويعتمد هذا النوع من التقسيم والذى يليه على الهدف الذى يسعى الصندوق إلى تحقيقه ، وتهدف صناديق النمو إلى تحقيق النمو فى أصولها الرأسمالية ، أى فى القيمة السوقية لما تتعامل فيه من الأوراق المالية لتحقيق أكبر قدر من الأرباح الرأسمالية ، ولذلك تحتوى محافظها على مجموعة من الأسهم العادية التى تخضع للتقلبات فى أسعارها السوقية ويحمل هذا النوع من الصناديق قدرا كبيرا من عنصر المخاطرة .

١١ - صناديق الدخل :

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار فى الأسهم المتوقع لها توزيعات مرتفعة ومتمثلة ومتكررة ، وغالبا ما تكون أسهم الشركات الكبيرة أو الواعدة .

١٢ - صناديق المؤشرات :

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار فى الأوراق التى تدخل تحت أحد المؤشرات العالمية الذائعة مثل مؤشر ستاندارد أند يور ومؤتمر فيناشتايل تايمز ، ومؤشر تيكى اليابانى ، حيث يسهل على المستثمرين متابعة أداء الصندوق من خلال متابعة أداء المؤشر .

١٣ - صناديق سندات المحلية :

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار فى السندات التى تصدرها مجالس البلديات والمجالس المحلية ، بالنظر إلى أن فوائد هذه السندات معفاة من الضرائب العامة ، ويلجأ الأغنياء غالبا إلى الاستثمار فى هذه الصناديق نظرا لخضوع مواردهم لضرائب تصاعدية ذات شرائح مرتفعة .

١٤ - صناديق الاستثمار فى الأصول السائلة أو شبه النقدية :

حيث تقوم هذه الصناديق باستثمار أموالها فى الأدوات المالية المتداولة بسوق النقد مثل أنون الخزنة ، وشهادات الإيداع بالبنوك والتي تزيد قيمتها على مائة ألف جنيه وتهدف هذه الصناديق الى تحقيق أعلى معدل للفائدة على الأدوات المالية التي تحتفظ بها، وتتميز هذه الصناديق بانخفاض عنصر المخاطرة ، وسرعة تسهيل أدوات محافظتها ، إلا أنها فى المقابل تكتفى بالعائد المتواضع ، بالمقارنة بالصناديق الأخرى.

المبحث الثالث

مزايا ومخاطر الاستثمار فى صناديق الاستثمار

هناك مجموعة من المزايا والمخاطر المتوقعة من جراء الاستثمار فى صناديق الاستثمار ، وهى مزايا ومخاطر لم تتبلور بعد لحدثة العهد بهذا النوع من النشاط الاقتصادى : ومع ذلك فإنه يمكننا توقع مايلى :

١ - المزايا^(١) : هناك ثلاث طوائف من المزايا المتوقعة للاستثمار فى صناديق الاستثمار تعود إلى المستثمر ، والجهة المالكة للصندوق ، والاقتصاد القومى.

أ - ومن أهم المزايا التي تعود على المستثمر مايلى :

١ - تحقيق أكبر قدر من المحافظة على رأس ماله وذلك من خلال الإدارة المتخصصة التي تهيم على نشاط الصندوق ، وتوزيع مخاطر الاستثمار فيه على عدد من الأوراق المالية لعدد من الشركات .

٢ - تعظيم عائد الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر .

(١) الأستاذ/ مصطفى على أحمد - مدير إدارة البحوث - بنك فيصل الإسلامى المصرى فى بحث له بعنوان : صناديق الاستثمار (مزاياها - أنواعها - تكييفها الشرعى) مقدم إلى ندوة مركز صالح كامل - جامعة الأزهر .

٣ - خلق حاسة التعامل مع سوق المال ، من خلال متابعة المستثمر لنشاط الصندوق واسعار الأسهم والسندات والوثائق فى البورصة .

ب - ومن أهم المزايا التى تعود على الجهة المالكة :

١ - الحصول على موارد من خارج الميزانية ، حيث يحصل البنك على مصاريف بنكية وعمولات حفظ الأوراق المالية ، وفوائد لما خصصه وأفرزه من أصوله لصالح الصندوق ، وحيث تحصل شركة الصندوق على مصروفات إدارية وعوائد رأس مال التأسيس .

٢ - يعتبر نشاط الصندوق نوعاً جديداً ومكملاً لخدمات البنوك وصولاً بها إلى فكرة البنوك الشاملة .

ج - ومن أهم المزايا التى تعود على الاقتصاد القومى :^(١)

- ١ - تعبئة الموارد والمدخرات وتوجيهها لسوق رأس المال .
- ٢ - تنشيط التعامل فى سوق رأس المال .
- ٣ - توسيع قاعدة الملكية الخاصة ، أو المساعدة على نقل ملكية شركات القطاع العام وقطاع الأعمال العام إلى القطاع الخاص .

إلا أن هذه المزايا يقابلها مجموعة أخرى من المخاطر من أهمها :

- ١ - الارتفاع غير المبرر فى الأسعار السوقية للأوراق المالية، من حيث أن سوق الأوراق المالية فى مصر سوق ضحلة ، لا تتعدى الأوراق المالية فيه بضع العشرات ، يتنافس عليها حتى الآن أربعة عشر صندوق استثمار برأس مال يقترب من ثلاثة مليارات من الجنيهات ، ومما يزيد من خطورة هذا الأمر أن المادة ١٧٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال قد أعطت صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين إمكانية استثمار أموالها فى أوراق مالية، مملوكة

(١) راجع فى معنى ذلك : الأستاذ/ سيد عيسى - تقييم تجربة صناديق الاستثمار فى مصر - ندوة مركز صالح عبد الله كامل .

للبنك أو لشركة التأمين ، على أن يتم ذلك لا على أساس القيمة الاسمية للورقة وإنما بالقيمة العادلة (وهي قيمة غير محدودة) لتلك الأوراق وفقا لما يقر بصحته مراقب حسابات البنك أو شركة التأمين .

فإذا أضفنا الى ذلك أن وثيقة الاستثمار التي تصدرها الصناديق تتحدد سوقيًا وفقا لنتيجة يوم العمل الأخير من كل أسبوع أو الخميس الأخير من كل شهر وفقا لما يقرره النظام الأساسى لكل صندوق ، وأن تقويم الوثيقة يأتى نتيجة لمجموع القيم السوقية للأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق مطروحا منها أية التزامات على الصندوق ، فيكون الناتج هو قيمة الأصول الذى يقسم على عدد وثائق استثمار الصندوق ، ليحدد تبعا لذلك قيمة وثيقة استثمار الصندوق.

إذا علمنا ذلك أدركنا مدى خطورة التلاعب فى أسعار الأوراق المالية المكونة لمحافظ صناديق الاستثمار ، والذي قد يلجأ إليه بعض مديرو الاستثمار بهدف تعظيم إيرادات الصندوق ، بصرف النظر عن النتائج السلبية لذلك على سوق الأوراق المالية أو على الاقتصاد القومى .

٢ - ومن أهم مخاطر الاستثمار فى صناديق الاستثمار : تقليل حجم الودائع لدى البنوك إذ لا يخفى أن الفائدة التى تمنحها البنوك على الودائع لديها أقل كثيرا من عائد صناديق الاستثمار ، وهو الأمر الذى دعا كثير من المودعين لدى البنوك إلى سحب ودائعهم والاكنتاب فى وثائق صناديق الاستثمار .

٣ - ومن المخاطر المحتملة كذلك على مستوى الأمد البعيد : انخفاض قيمة وثائق الاستثمار ، وهو انخفاض قد يؤدي إليه ، استقرار سوق الأوراق المالية بعد طرح المزيد من الأوراق المالية لشركات قطاع الأعمال العام بما يحول المضاربة القائمة حاليا على الأوراق المطروحة فى السوق ، إلى الاستثمار الحقيقى أو الفعلى فى مجال الأوراق المالية ، حيث من المحتمل أن يؤدي استقرار سوق الأوراق المالية إلى انخفاض القيمة السوقية لوثائق الاستثمار، ولكننا لا نتوقع ذلك فى الأجل القريب .

المبحث الرابع

السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار

يتنازع صناديق الاستثمار ثلاثة أنواع من السياسات الاستثمارية، يأخذ كل صندوق منها بما يحقق أهدافه، وطموحات مدير الاستثمار فيه، ويمكن لأى محلل مالى أن يقف على السياسة الاستثمارية لأى صندوق استثمار من خلال تعرفه على مكونات محفظة الصندوق من الأوراق المالية، وعلى أية حال، فإن السياسات الاستثمارية المشار إليها هى :

١ - السياسة المتحفظة تجاه المخاطر : حيث يركز الصندوق بموجبها على عوامل الأمان والاستقرار، وهو ما قد يدفع مدير الاستثمار فيه إلى نوع من الحذر فى تكوين الأوراق المالية لمحفظته، حيث يميل إلى السندات والأسهم المستقرة فى توزيعاتها.

٢ - السياسة المتحفزة أو الهجومية : وفيها يركز الصندوق فى تكوين الأوراق المالية لمحفظته على الأسهم العادية ذات الأسعار المنخفضة المتوقع ارتفاع قيمتها السوقية بعد فترة، ثم يحتفظ بها الصندوق إلى حين ارتفاع أسعارها، ثم يبيعها ويحقق أرباحاً رأسمالية، والصندوق فى هذه السياسة لم يكن يبحث عن التوزيعات الدورية لهذه الأوراق، بقدر ما كان يبحث عن المكاسب الرأسمالية المتوقعة من وراء التعامل فيها، غير أن هذه السياسة تحمل قدراً كبيراً من المخاطرة، فقد لا تأتى الظروف المواتية فى سوق الأوراق المالية، وقد يكون مدير استثمار الصندوق مخطئاً فى توقعاته المستقبلية.

٣ - السياسة المتوازنة بين السياستين المتقدمتين : وفيها يفضل الصندوق الاستثمار فى خليط متوازن من الأسهم والسندات، بحيث يجنى مزايا كلا النوعين.

الفصل الثالث وثائق الاستثمار

المبحث الأول

الطبيعة القانونية لوثائق الاستثمار^(١)

لقد نص المشرع في المادة ٣/٢٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أن يكون الحد الأدنى لرأس المال المصدر لصناديق الاستثمار خمسة ملايين جنيه ، مدفوعة بالكامل بالنسبة للصناديق التي تنشأ في شكل شركة المساهمة ، أو مخصصة ومفرزة لهذا النشاط من أموال البنك أو شركة التأمين ، في الصناديق التي تنشؤها البنوك وشركات التأمين .

ويقع هذا المبلغ تحت ما يمكن تسميته برأس المال المصدر أو رأس مال تأسيس الصندوق وبداهة فإن للصندوق (جماعة المؤسسين) حق الحصول على مقابل هذا المبلغ من وثائق الاستثمار التي يصدرها الصندوق في مقابل أموال المستثمرين لديه .

وقد أعطى المشرع في المادتين ١٤٦ ، ١٤٧ من اللائحة المشار إليها ، الحق للصندوق في فتح باب الاكتتاب العام أو المغلق وإصدار أوراقا مالية ، في صورة وثائق استثمار اسمية أو لحاملها بقيمة واحدة ، مقابل أموال المكتتبين (المستثمرين) بما لا يجاوز عشرة أمثال رأس مال الصندوق المدفوع ، في الصناديق التي تتخذ شكل شركة مساهمة ، وبما لا يجاوز عشرين مثل المبلغ الذي يخصصه البنك أو شركة التأمين لمباشرة نشاط صناديق الاستثمار .

فالصندوق إذن يتلقى أموال المستثمرين ، بما لا يجاوز الحد الأقصى المشار إليه ، ويصدر في مقابلها أوراقا مالية ، تسمى وثائق الاستثمار فما هي

(١) راجع في معنى ذلك : المستشار/ محمود محمد فهمي - الإطار القانوني لصناديق الاستثمار - مرجع سابق.

الطبيعة القانونية لهذه الورقة المالية المسماة بوثيقة الاستثمار؟ إن المشرع فى المادة ٢/٣٦ قد أدرجها ضمن قائمة الأوراق المالية ، ثم خلع عليها أوصافا خاصة تجعل منها ورقة مالية غير عادية . وليبيان ذلك :

فقد نصت المادة ٢/٣٦ من قانون سوق رأس المال على أن يصدر الصندوق مقابل (أموال المستثمرين) أوراقا مالية فى صورة وثائق استثمار "ثم حدد المشرع مواصفات هذه الأوراق كمايلى :

- أ - يشارك حاملوها فى نتائج استثمارات الصندوق (م ٢/٣٦ من القانون).
- ب - يتم الاكتتاب فيها عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك من الوزير (م: ٣/٣٦ من القانون) .
- ج - يضع مجلس ادارة الهيئة العامة لسوق المال ، اجراءات اصدارها واسترداد قيمتها ، والبيانات التى تتضمنها ، وقواعد قيدها وتداولها فى البورصة (م ٤/٣٦).
- د - يجب أن تتضمن نشرات الاكتتاب فيها مايلى : السياسات الاستثمارية - طريقة توزيع الأرباح السنوية ، واسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية - اسم مدير الاستثمار وملخص واف عن أعماله السابقة - طريقة التقييم الدورى لأصول الصندوق ، واجراءات استرداد قيمة الوثيقة (م: ٣٧ من القانون) .
- هـ - تصدر بقيمة اسمية واحدة (م ١/١٤٦ من اللائحة) .
- و - لا يجوز اصدار وثائق لحاملها إلا بموافقة خاصة من مجلس ادارة الهيئة (م : ٢/١٤٦) .
- ز - يوقع عليها عضوان من أعضاء مجلس ادارة الصندوق ومدير الاستثمار (م ٣/١٤٦).

ح - تكون لها كوبونات ذات أرقام متسلسلة مشتملة على رقم الوثيقة (م)
(٤/١٤٦).

ط - لا يجوز إصدارها إلا بعد الوفاء بقيمتها نقدا وفقا لسعر الإصدار (م)
(٥/١٤٦).

ي - تخول للمستثمرين حقوقا متساوية قبل الصندوق ، ويكون لحاملها حق الاشتراك في الأرباح ، والخسائر ، الناتجة عن استثمارات الصندوق ، كل بنسبة ما يملكه (م: ٥/١٤٦).

ك - يحدد الصندوق قيمتها الاسمية عند الإصدار ، بما لا تقل عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه (م ١/١٤٨ من اللائحة) .

ل - يجب إصدار وثائق الاستثمار المرخص بها دفعة واحدة (م: ١٤٩).

م - لا يجوز إصدارها عن حصص عينية أو معنوية ، إلا كان نوعها (م: ١٥٠).

ن - لا يجوز رد قيمتها أو توزيع عائد لها ، بالمخالفة لشروط الإصدار (م: ١٥٨).

ع - لا يجوز قيد أو تداول ، وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق البنوك أو شركات التأمين في بورصات الأوراق المالية (م: ١٨٢ من اللائحة).

ولإزاء المواصفات المتقدمة التي وضعها المشرع لوثائق الاستثمار ، فإننا وليبان طبيعتها القانونية، نطرح عددا من الأسئلة ونتولى الإجابة عنها :

(١) هل هذه الوثائق أسهم ؟

والجواب : لا . لأن السهم هو حصة نقدية ، أو عينية ، يقدمها الشريك في رأس مال شركات الأموال ، تخول له الحق في المشاركة في إدارة الشركة والحصول على نصيب من صافي أرباحها السنوية ، ونصيب من فائض تصنيفاتها

عند انقضاءها ، وتتنوع أشكاله وفقا لعدد من المعايير إلى : أسهم رأس مال ، وأسهم تمتع ، وأسهم عادية ، وأسهم ممتازة وإلى : أسهم اسمية ، وأسهم لحاملها ، وأسهم أذنية .

ونعتقد أن وثائق الاستثمار ، بالمعنى المتقدم : ليست صكوك ملكية فى شركة الصندوق ، وإنما هى صكوك تصدرها الصناديق ، مقابل الأموال التى يقدمها المستثمرون إلى الصناديق ، لتوظيفها نيابة عنهم فى مجال الأوراق المالية ، أو استثمارها لهم فى الوجوه المرخص للصندوق بها .

وهى لا تخول لصاحبها حق الاشتراك فى إدارة الصندوق ، حيث يدار الصندوق وفقا لنص المادة ١٦٣ ، ١٨٠ من اللائحة بواسطة جهة مستقلة تماما ، عن المستثمرين ، والجهة المالكة للصندوق تسمى مدير الاستثمار وفضلا عن ذلك ، فإن هذه الوثائق ، على خلاف الأسهم لا يجوز إصدارها عن حصص عينية أو معنوية أيا كان نوعها ، كما يمكن استنتاج عدد آخر من الفروق بينها وبين الأسهم ، فيما يتعلق بدور الهيئة العامة لسوق المال فى تحديد إجراءات إصدارها ، واستردادها ، وقيمتها ، وبياناتها وقواعد قيدها وتداولها فى البورصة . والسؤال الثانى هو :

(٢) هل هذه الوثائق تعد حصص تأسيس ؟

والجواب : لا . فإن حصص التأسيس : صكوك تخول المؤسسين للشركة حقا فى الأرباح ، مقابل ما بذلوه من جهد فى تأسيسها وتكوينها ، وليس لهذه الصكوك قيمة اسمية ، نظرا لاتعدام مقابلتها فى رأس المال ، كما أنها لا تعطى لصاحبها ، حق الاشتراك فى إدارة الشركة ، فضلا عن جواز الغائها ، وتضع قوانين الشركات ، قيودا متعددة ، على انشاء وتداول حصص التأسيس .

ولأصحاب حصص التأسيس ، نصيب غير محدد فى أرباح الشركة ، لكنهم لا يحصلون عليه إلا بشرطين هما :

أ - حجز الاحتياطي القانوني للشركة .

ب - حصول أصحاب الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة ، على ٥٪ من القيمة الاسمية ، لأسهمهم ، بصفة ربح لهم .

فإذا تبقى شيء من أرباح الشركة ، بعد اجراء التوزيعين المتقدمين ، فإنه يوزع على أصحاب الأسهم ، وحصل التأسيس ، بشرط الا يحصل أصحاب حصص التأسيس على ما يزيد عن ١٠٪ من هذه الأرباح المتبقية ، وليس لأصحاب حصص التأسيس ، نصيب في أموال الشركة عند تصفيتها ، ولا يتحملون شيئا من خسارتها . والفرق واضح بين وثائق الاستثمار ، وحصل التأسيس ، بمواصفات كل منهما المتقدمة ، والسؤال هو :

٣ - هل تعد هذه الوثائق سندات دين أو قرض ؟

والجواب : لا ، لأن السند عبارة عن صك يثبت حقا دائئا لحامله ، على جهة اصداره ، ويخول لصاحبه ، سلطة استرداد قيمته في موعد استحقاق محدد ، وفي تقاضى فائدة محددة ، أيا كان المركز المالي لجهة الاصدار ، وله ضمان عام يتقدم صاحبه بموجبه ، على اصحاب رأس المال من المساهمين ، ووثائق الاستثمار ليست من هذا القبيل ، إذ هي في حقيقتها : صكوك تخول لأصحابها ، مشاركة الصندوق ، بصفته شخصا معنويا ، أو نشاطا مستقلا ، بحسب الأحوال ، في الأرباح والخسائر ، الناتجة عن ممارسة الصندوق لنشاط استثمار ، أموال المستثمرين ، لحسابهم ، وتوظيفها في مجال الأوراق المالية ، واصحاب وثائق الاستثمار ، ليسوا مساهمين في صندوق الاستثمار وليسوا شركاء في رأس مال الصندوق ، وإنما هم فقط شركاء مع الصندوق في الأموال المستثمرة ، وبالتالي فإنهم شركاء مع الصندوق ، في الأرباح والخسائر .

ويجب أن نفرق في هذا الصدد ، بين الجهة المالكة للصندوق صاحبة رأس المال المصدر أو المدفوع ، أو المخصص لمباشرة النشاط ، سواء تمثلت في

جماعة المؤسسين للصندوق ، إذا اتخذ شكل شركة مساهمة ، أو فى بنك أو شركة تأمين ، وبين المستثمرين المكتتبين فى وثائق الاستثمار .

كما تجب التفرقة بين الوثائق التى تحصل عليها الجهة المالكة ، فى مقابل رأس مال التأسيس ، والوثائق التى يحصل عليها المستثمرون ، إذ بينما تعتبر جماعة المؤسسين شركاء فى شركة الصندوق ، فإن المكتتبين فى وثائقه ليسوا شركاء ، وبينما تعتبر وثائق الاستثمار المحتجزة نظير رأس مال التأسيس ، أسهم رأس مال ، فإنها لا تعتبر كذلك بالنسبة لأموال المستثمرين . فأموال المستثمرين ما هى إلا أموال يوظفها الصندوق لحسابهم ونياحة عنهم ، فى مجال الأوراق المالية ، ويشارك أصحابها فى نتائج استثمارات الصندوق ربحاً أو خسارة .

ومن ثم فإن الوثيقة بالنسبة لهم ، لا تعد من أسهم رأس المال ، ولا من حصص التأسيس ، ولا سنداً بقرض أو دين ، حيث لا يتحقق فيها وصف القرض ، باعتباره مبلغاً من المال ، ينتقل من ذمة الدائن إلى ذمة المدين (المقترض) على أن يلتزم الأخير برده فى تاريخ محدد فى العقد المبرم مع الفائدة أو العائد المتفق عليه بين الطرفين ، ووثائق الاستثمار ليست كذلك ، حيث توزع فيها أرباح وخسائر نشاط الصندوق ، بين الصندوق وأصحاب الوثائق ، بنسبة صافى حقوق الملكية للمساهمين فى الصندوق (أصحاب أسهم رأس المال) إلى صافى قيمة الوثائق . والسؤال هو :

٤ - هل تعد وثائق الاستثمار من قبيل صكوك التمويل :

والجواب : لا . فإن صكوك التمويل ، نوع من السندات ، حيث إنها تمثل قروضا وإن كانت تعطى صاحبها الحق فى الحصول على عائد متغير ، بصرف النظر عن نتيجة نشاط جهة إصدارها ، أى ربح أم خسارة ، مع عدم تجاوز هذا العائد ما يحدده البنك المركزى بالاتفاق مع الهيئة العامة لسوق المال . والسؤال هو :

٥ - هل تعد هذه الوثائق من قبيل صكوك الاستثمار ، التى تصدرها الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها ، الخاضعة لأحكام القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ولانحته التنفيذية .

والجواب : إنها قريبة الشبه منها من حيث :

أ - أن كلا منهما تخول حاملها حق الاشتراك فى الأرباح والخسائر .

ب - ليس لحامل أى منهما حق الاشتراك فى الإدارة .

ج - تتحدد خسارة كل منهما بقدر قيمة الوثيقة أو الصك .

وذلك مع وجود وجوه للخلاف ، خاصة فى القانون المنظم لاصدار كل منهما . و جهة الاصدار ، حيث تصدر صكوك الاستثمار عن الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها الخاضعة لأحكام القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ، بينما تصدر وثائق الاستثمار ، عن صناديق الاستثمار الخاضعة لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

ومفاد ما تقدم : أن وثائق الاستثمار : ورقة مالية ذات طبيعة قانونية خاصة ، قد يكون فى المحور القادم ، توضيح لبعض جوانبها الأخرى .

المبحث الثانى

نشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار

عنيت المادة ٣٧ من قانون سوق رأس المال والمادة ١٥٢ من لائحته التنفيذية بتفصيل البيانات التى يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب ، فى وثائق الاستثمار التى تطرحها ، صناديق الاستثمار للاكتتاب العام ، وهى :

١ - اسم الصندوق وشكله القانونى وحجمه : فيقال : صندوق استثمار بنك أو شركة ذو العائد : الدورى أو التراكمى أو الدورى التراكمى أو التراكمى مع جوائز ، ثم يبين حجم الصندوق ٥٠/١٠٠/٢٠٠/٥٠٠ مليون

جنيه، وما إذا كان هذا الحجم قابلاً للزيادة فيكون الصندوق مفتوح النهاية، أو غير قابل للزيادة فيكون الصندوق مغلق النهاية .

٢ - الهدف من الصندوق : الاستثمار فى الأوراق المالية وبيئ نوع هذه الأوراق أسهم فقط - سندات فقط - أسهم وسندات - محلية - محلية وعالمية .

٣ - تاريخ ورقم الترخيص الصادر للصندوق ، من الهيئة العامة لسوق المال، باصدار وثائق الاستثمار .

٤ - مدة الصندوق ، مع تحديد تاريخ بدنها، وهل تبدأ من تاريخ مزاوله النشاط أم من تاريخ الترخيص للصندوق باصدار وثائق الاستثمار .

٥ - مدة الوثيقة ، وقيمتها الاسمية ، والحقوق التى تخولها للمستثمرين ، وطرق تداولها.

٦ - عدد وثائق الاستثمار وفئاتها ، ويشمل هذا البيان عدد الوثائق التى اکتبت فيها شركة الصندوق أو البنك أو شركة التأمين بحسب الأحوال فى مقابل رأس مال التأسيس ، أو المبلغ المخصص لمباشرة نشاط للصندوق بحسب الأحوال، وعدد الوثائق التى يطرحها الصندوق للاكتتاب العام، وإجمالى قيمتها الاسمية .

٧ - اسم البنك المرخص له فى تلقى طلبات الاكتتاب ، والأشخاص المصرح لهم بالاكتتاب وموعد واسلوب دفع قيمة الوثيقة أو الوثائق التى يطلب كل شخص الاكتتاب فيها .

٨ - الحد الأدنى والحد الأقصى للاكتتاب فى وثائق الاستثمار ويشمل هذا البيان طريقة التخصيص فى حالة زيادة طلبات الاكتتاب فى وثائق الاستثمار عن عدد الوثائق المطروحة للاكتتاب العام، ولصالح من يتم التصرف فى الكسور التى تنشأ عن عملية التخصيص ، وماذا لو نتج عن التخصيص ، عدم بلوغ بعض المكتسبين الحد الأدنى للاكتتاب .

٩ - المدة المحددة لتلقى الاكتتابات من حيث حدها الأقصى ، وطريقة التصرف فى حالة تمام تغطية الاكتتاب فى الوثائق المطروحة قبل نهاية هذه المدة ، وما هو الحد الأدنى الذى لا يجوز غلق باب الاكتتاب قبله .

١٠ - القيمة الاستردادية للوثيقة .

١١ - اسماء أعضاء مجلس ادارة الصندوق ، والمديرين المسنولين عن الادارة العامة .

١٢ - اسماء مراقبى الحسابات .

١٣ - اسم مدير الاستثمار وملخص واف عن أعماله السابقة .

١٤ - السياسات الاستثمارية للصندوق .

١٥ - طريقة توزيع الأرباح السنوية ، وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية، ومدى حدود مسئولية حامل الوثيقة فى ناتج التصفية .

١٦ - بيان ما إذا كان يجوز استرداد قيمة الوثيقة قبل انتهاء مدتها ، وحالات ذلك ، واجراءات وكيفية إعادة بيعها .

١٧ - كيفية الافصاح الدورى عن المعلومات .

١٨ - أتعاب مدير الاستثمار .

١٩ - طريقة التقييم الدورى لأصول الصندوق .

٢٠ - أية أعباء مالية يتحملها المستثمرون .

٢١ - أية بيانات أخرى تراها الهيئة العامة لسوق المال .

هذه هى البيانات التى يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب فى وثائق أى صندوق استثمار ، وسوف نعى بتفصيل ما نعتقد أن له صلة بتحديد الربح السنوى أو الأرباح الرأسمالية ، الذى يشكل وعاء الضريبة على صناديق الاستثمار على

النحو التالى ، وذلك من واقع نشرة اكتاب آخر صندوق استثمار أنشئ فى مصر ، اعتمدتها الهيئة العامة لسوق المال ، ومن أهم هذه البيانات :

(١) القيمة الاستردادية للوثيقة :^(١)

حيث يتبع فى شأن تحديد هذه القيمة ، وكيفية استردادها مايلى :

(أ) ينشر الصندوق سعر الاسترداد للوثيقة يوم السبت من كل أسبوع فى جريدة صباحية ، يومية ، واسعة الانتشار .

(ب) يجوز لصاحب الوثيقة فى الصندوق أن يسترد بعض أو كل قيمة وثائق الاستثمار ، بالكامل ، قبل الساعة الثانية عشرة ظهرا ، من يوم العمل الأول من كل أسبوع ، وفقا للقيمة الاستردادية للوثيقة ، وذلك بتقديم طلب الاسترداد ، موقعا من صاحب الوثيقة ، أو من يفوضه ، مرفقا به سند الوثيقة .

(ج) يجوز للبنك شراء وثائق الاستثمار ، بحيث لا يزيد اجمالى ما يملكه البنك من وثائق الاستثمار (بما فيها قيمة المبلغ المخصص) فى أى وقت من الأوقات عن ٢٥٪ من اجمالى الوثائق ، وللمنك الحق فى استرداد قيمة هذه الوثائق التى تزيد عن المبلغ المجنب ، دون تحمل عمولة الاسترداد .

(د) فى حالة فقد الوثيقة أو تلفها ، يستخرج لصاحبها بدل فاقد ، بعد تقديمه ما يثبت فقدها ، أو تلفها ، وأدائه لمقابل النفقات الفعلية ، للاستبدال ، ويثبت على الوثيقة الصادرة فى هذه الحالة ، ما يفيد أنها بدل فاقد أو تلف ، ويتم سحب الوثيقة التالفة واعدامها ، ويؤشر فى السجلات بما يفيد ذلك .

(هـ) تتحدد قيمة الاسترداد على اساس ، نصيب الوثيقة من صافى قيمة اصول الصندوق ، فى نهاية آخر يوم عمل مصرفى من الأسبوع السابق للاسترداد ، وذلك على النحو التالى :

(١) الأستاذ/ محمود سليمان - صناديق الاستثمار - مرجع سابق .

- ١ - إجمالى النقدية بالخزينة والبنوك .
- ٢ - الايرادات المستحقة ، والتي تخص الفترة ولم تحصل بعد .
- ٣ - يضاف إليها قيمة الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية كالتالى:
 - أوراق مالية مقيدة بالبورصات على اساس أسعار الاقفال السارية وقت التقييم ، وفى حالة تعدد اسعار التداول فى ذلك اليوم ، يتم التقييم على اساس المتوسط المرجح لكميات واسعار التداول والاقفال فى هذا اليوم على أنه يجوز لمدير الاستثمار ، فى حالة عدم وجود تعامل ، على ورقة مالية أو أكثر ، لفترة لا تقل عن شهر ، أن يقيم الأوراق المالية المشار إليها ، بأقل من السعر المحدد فى الفترة السابقة، بما لا يجاوز ١٠٪ من هذا السعر .
 - يتم تقييم أدون الخزانة على اساس صافى القيمة الحالية .
 - يتم تقييم وثنائق الاستثمار فى صناديق بنوك وشركات التأمين الأخرى على اساس آخر قيمة استردادية معلنه .
 - يتم تقييم الأوراق المالية ، غير المقيدة فى البورصة ، التى يجرى تعامل عليها مرة كل أسبوعين ، على الأقل ، بأخر سعر تداول ، مالم تكن قيمة الورقة طبقا لأحد طرق التقييم المقبولة ، أقل ، فيتم التقييم بالقيمة الأقل .
 - يتم تقييم الأوراق غير المقيدة فى البورصة ، التى لا يجرى عليها تعامل، مرة كل اسبوعين ، بالتكلفة أو القيمة، طبقا لأحد طرق التقييم المقبولة أيهما أقل .
 - لأغراض التقييم ، تستخدم أسعار السوق المصرفية الحرة عند تحديد المبلغ المعادل بالجنيه المصرى ، للأوراق المالية الأجنبية ، أو الأوراق المالية المصرية الصادرة بعملة أجنبية .

- يتم تقييم باقى عناصر الأصول والالتزامات ، وفقا لقواعد المحاسبة الدولية .

٤ - يضاف اليها قيمة الأصول طويلة الأجل (بعد خصم مجمع الاهلاك).

٥ - يخصم منها حسابات البنوك الدائنة ، والمخصصات .

٦ - يخصم منها أتعاب مدير الاستثمار ، وعمولات البنك ، ومصروفات ورسوم حفظ الأوراق المالية ، وعمولات السمسرة ، والبنوك الأخرى ، وكذا مصروفات النشر ، وأتعاب مراقبى حسابات الصندوق .

٧ - يتم قسمة صافى الناتج من كل هذه البنود ، على عدد وثائق الاستثمار فى نهاية آخر يوم عمل مصرفى ، فى الأسبوع ، بما فيها وثائق الاستثمار المكتتب فيها للبنك .

(و) مصاريف الاسترداد : يخصم ١٪ من القيمة الاستردادية ، مقابل استرداد الوثائق ، وتورد لحساب الصندوق .

(٢) القيمة المبيعية التى تصدر بها وثائق بدلا من الوثائق المستردة :

تحدد قيمة بيع وثائق الاستثمار ، الصادرة مقابل وثائق الاستثمار المستردة ، على أساس آخر قيمة استردادية ، تم احتسابها فى نهاية آخر يوم عمل مصرفى ، من الأسبوع السابق وذلك على النحو الوارد تفصيلا فيما تقدم ، ويكون للصندوق حق اصدار وثائق استثمار بديلة لتلك التى ترد من خلال البنك وفروعه ، بحيث لا يتجاوز إجمالى الوثائق المصدرة فى أى لحظة ، الحد الأقصى لوثائق الصندوق ، ويتم اصدار هذه الوثائق فى يوم العمل الأول من كل أسبوع .

(٣) أرباح الوثائق : تتضمن أرباح الوثائق مايتأتى :

أ - الكوبونات المحصلة والمستحقة لوثائق الصناديق ذات العائد الدورى.

ب - العوائد المحصلة والمستحقة وأية عوائد أخرى.

ج - الأرباح (أو الخسائر) الناتجة عن بيع الأوراق المالية، ووثائق الاستثمار .

د - صافى الزيادة الرأسمالية فى قيمة وثائق استثمار صناديق البنوك ، والسندات .

هـ - الأرباح (أو الخسائر) الناتجة عن الزيادة (أو النقص) فى صافى القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق .

وللوصول الى صافى الربح ، يتم خصم :

أ - أتعاب مدير الاستثمار ، وأتعاب وعمولات البنك .

ب - المصروفات الفعلية المباشرة وتشمل : التسويق ، والإعلان ، والمطبوعات ، والنشر ، والمصروفات البنكية ، ورسوم الحفظ ، وأتعاب مراقبى الحسابات والمحاسبين ، ومصاريف الجهات الحكومية مثل : الهيئة العامة لسوق المال ، ومصروفات التمويل ، والسمسة ، وأى فوائد وضرائب مستحقة .

ج - خسائر بيع الأسهم والسندات ، ووثائق استثمار الصناديق الأخرى المكونة لمحفظة الصندوق .

د - مخصصات وتقلبات اسعار السوق .

(٤) التوزيعات لحاملى الوثائق :

يلاحظ هنا فى هذا الشأن أن الصندوق إذا كان تراكميا ، فإنه لا مجال لبحث مسألة التوزيعات ، أما إذا كان دوريا ، فإن التوزيع قد يكون ربع أو نصف سنوى ، كما يتصور أن يكون سنويا . وقد حددت نشرة الاكتتاب الماثلة مدة التوزيع بستة أشهر ، كما حددت النسبة التى يتم توزيعها من الربح الصافى بما لا يزيد عن ٩٠٪ من صافى الأرباح القابلة للتوزيع ، التى تتكون من :

أ - الكوبونات المحصلة والمستحقة .

ب - العوائد المحصلة والمستحقة وأية عوائد أخرى .

(٥) أتعاب مدير الاستثمار :

نصت نشرة الاكتتاب الماثلة على أن :

يلتزم البنك بأن يدفع من حساب الصندوق ، إلى مدير الاستثمار ، الأتعاب التالية بعد اعتمادها من مراقبي حسابات الصندوق :

أ - أتعاب الإدارة بواقع ٧ في الألف (سبعة ونصف في الألف) سنوياً، وتدفع هذه العمولة مقدماً في بداية كل شهر ، محتسبة على أساس صافي أصول الصندوق في آخر يوم عمل في الشهر السابق .

ب - أتعاب حسن الأداء بواقع ٧٪ من صافي أرباح الصندوق ، التي تزيد عن العائد على سندات الخزانة (طبقاً لسعر السوق ومدة السند) في آخر يوم عمل ، قبل بداية مدة الحساب ، لسندات الخزانة التي يبقى على استحقاقها، ما بين ثلاث وسبع سنوات ، وفي حالة وجود أكثر من اصدار ، يؤخذ متوسط العائد على الاصدارات ، ما بين ثلاث وسبع سنوات ، وتحسب هذه الأتعاب ، في نهاية المدة، أي آخر يوم عمل من كل سنة مالية، وتدفع بعد اعتماد صافي أصول الصندوق ، من مراقبي حسابات الصندوق وفي حالة عدم قيام الحكومة باصدار سندات ، يكون سعر الفائدة على أنون الخزانة مضافاً إليها ١٪ هي أساس احتساب اتعاب حسن الأداء ..

(٥) عمولات البنك :

تكون عمولة البنك نظير قيامه بخدمات لكل من الصندوق والمكتتبين كمايلي:

أ - عمولة بواقع ٧ سبعة ونصف في الألف سنوية ، وتدفع هذه العمولة مقدماً في بداية كل شهر ، محتسبة على أساس صافي أصول الصندوق ، في آخر يوم عمل في الشهر السابق ، بالإضافة إلى :

- ب - عمولة بواقع ٧٪ سبعة ونصف في المائة ، من صافى فائض ارباح الصندوق التى تزيد على العائد على سندات الخزانة ، عمولة حسن الأداء.
- ج - عمولة حفظ الأوراق المالية ، المكونة لاستثمارات الصندوق ، بواقع نسبة ٢ اثنين ونصف فى الألف من قيمة تلك الأوراق المالية سنويا.

(٦) التزامات الصندوق تجاه وثائق المستثمرين :

بمراعاة لحكم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ، يقتصر التزام الصندوق ، تجاه وثائق المستثمرين على الوفاء بها ، من واقع صافى موجوداته ، بعد دفع التزاماته تجاه الغير ، ودون حق الرجوع ، مهما يكن ، إلى موجودات مدير الاستثمار ، أو البنك ، فيما عدا سوء الإدارة .

الفصل الرابع

جهة الادارة الفعلية أو التنفيذية للصندوق (مدير الاستثمار)

الإدارة الفعلية لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين :

وقد حددتها المادة ١٨٠ من اللائحة التنفيذية بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تنشؤها البنوك وشركات التأمين بقولها :

"يعهد البنك أو شركة التأمين بإدارة نشاط الصندوق ، إلى إحدى الجهات ذات الخبرة في إدارة صناديق الاستثمار ، وفقا للقواعد والأحكام المنصوص عليها بهذه اللائحة ، ويكون البنك أو شركة التأمين مسئولاً عن سوء تلك الإدارة التي تؤدي إلى الإضرار بالصندوق" وقد أطلقت المادة ١٨١ من اللائحة على جهة الإدارة المشار إليها في المادة ١٨٠ اسم : مدير الاستثمار . ومقتضى ما تقدم:

أن المشرع عندما حمل البنك أو شركة التأمين بحسب الأحوال مسئولية سوء إدارة مدير الاستثمار في الصندوق الذي ينشؤه ، فإنه قد ترك له حرية اختياره تحت مسئوليته ، على أن هذا لايعنى إعفاء أو عدم خضوع هذا المدير ، لما أورده المشرع من شروط خاصة بمدير الاستثمار في صناديق الاستثمار التي تنشأ في شكل شركة مساهمة ، فإن القول بمقتضى ذلك يخالف ما نصت عليه المادة ١٨٣ من اللائحة بقولها: "بمراعاة ما ورد به نص خاص في هذا الفرع - (أى الفرع الثالث من الفصل الثانى من الباب الثالث من قانون سوق راس المال الخاص بصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين) - تسرى على صناديق الاستثمار بالبنوك وشركات التأمين ، الأحكام والاجراءات المقررة لشركات صناديق الاستثمار الواردة بالقانون وهذه اللائحة". وذلك بما مؤداه :

انسحاب تطبيق الاحكام والاجراءات التى أوردها القانون واللائحة التنفيذية ، المشار اليهما ، فى شأن صناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركة

مساهمة على الصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين فيما لم يرد فيه نص خاص بالأخيرة ، ومالا يصطدم مع طبيعة العمل فى البنوك وشركات التأمين .

الادارة الفعلية لصناديق استثمار الشركات المساهمة :

أما بالنسبة للادارة الفعلية أو التنفيذية لصناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركة مساهمة ، فإنه نظرا لوجود اعتبارين هما:

١ - أن صناديق الاستثمار هى البديل العملى لما كان يعرف بشركات توظيف الأموال وحتى لا تتكرر مأساة المدخزين مع صناديق الاستثمار على غرار ما حدث فى شركات توظيف الأموال .

٢ - ضعف المركز المالى لصناديق الاستثمار التى تنشأ فى شكل شركة مساهمة بالمقارنة بالمركز المالى للصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين ، مع انعدام الجهة المسنولة عن سوء الادارة فى الصناديق الأولى ، مقارنة بالأخيرة. لذلك فقد عنى المشرع فى اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال، عناية فائقة بمدير الاستثمار فى الصناديق التى تنشأ فى شكل شركة مساهمة حيث أفرد فرعا كاملا من اللائحة يحتوى على تسع مواد هى المواد من ١٦٣ - ١٧١ تصدى فيها المشرع لتنظيم الاحكام الآتية:

(أ) أوجبت المادة ١٦٣ على الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه كله إلى جهة ذات خبرة فى ادارة صناديق الاستثمار ، ويطلق على هذه الجهة اسم (مدير الاستثمار) ويلاحظ على هذا المدير وفقا لنص المادة ١٦٤ التالية أنه يمكن أن يكون :

١ - شركة مساهمة مصرية لا يقل المدفوع نقدا من راس مالها عن مليون جنيه .

٢ - أو يكون شخصا طبيعيا ، ممثلا لجهة أجنبية متخصصة فى إدارة صناديق الاستثمار .

شروط مدير الاستثمار^(١):

وضعت المادة ١٦٤ من اللائحة اربعة شروط لمدير الاستثمار هي:

١ - أن يكون شركة مساهمة مصرية لا يقل المدفوع نقدا من رأسمالها عن مليون جنيه ، أو جهة أجنبية متخصصة ، وفقا لما يحدده مجلس ادارة الهيئة العامة لسوق المال .

٢ - أن تتوفر فى القائمين على مباشرة النشاط والمسئولين عنه الخبرة والكفاءة اللازمة لإدارة نشاط صناديق الاستثمار ، وإعمالا لهذا الشرط فقد أوجبت الفقرة الأخيرة من المادة ١٤١ أن يرفق الصندوق بطلب الترخيص له بمزاولة النشاط بيانا يحتوى على اسم مدير الاستثمار ، وخبراته السابقة ، وصورة من العقد المبرم بينه وبين الصندوق .

٣ - ألا يكون قد سبق لأعضاء مجلس ادارة الشركة ومديرها والعاملين لديها، أو المدير (ممثل مدير الاستثمار الأجنبى ، وأعضاء الجهاز العامل لديه) فصلهم تأديبيا من الخدمة ، أو منعهم تأديبيا من مزاولة مهنة السمسرة ، أو أية مهنة حرة ، أو حكم عليهم بعقوبة جنائية أو جنحة فى جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة أو بعقوبة مقيدة للحرية فى إحدى الجرائم المنصوص عليها فى قوانين الشركات ، أو التجارة ، أو سوق رأس المال، أو حكم بإفلاسه .

٤ - اداء تأمين ، يحدد قيمته ، والقواعد والاجراءات المنظمة للخصم منه، واستكمالها ، وإدارة حصيلته ، وكيفية رده ، قرار من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال .

أوضاع وشروط مباشرة مدير الاستثمار لنشاط الصندوق:

وقد حددت المادة ١٦٥ من اللائحة هذه الأوضاع والشروط بقولها :

(١) الأستاذ/ محمود سليمان - صناديق الاستثمار - مرجع سابق .

"لا يجوز لمدير الاستثمار مزاولة هذا النشاط قبل القيد فى السجل المعد لذلك بالهيئة، ويقدم طلب القيد على النموذج الذى تقره الهيئة".

وتعنى هذه الأوضاع والشروط مايلى :

١ - أن من حق الهيئة العامة لسوق المال أن تمتنع عن قيد أحد المديرين أو ترفض قيده إذا وجدته غير مستوف لشروط ومتطلبات مزاولة النشاط.

٢ - وإذا كان ذلك من حق الهيئة ابتداء ، فإن من حقها كذلك عندما يفقد المدير أحد هذه الشروط أو المتطلبات ، شطب القيد ، أو وقف المدير عن مزاولة النشاط ، وقد أعطت الفقرة الأخيرة من المادة ١٦٥ المشار إليها، لمدير الاستثمار الحق فى التظلم من قرار الهيئة ، سواء بالامتناع عن القيد ، أو رفضه ، أو شطبه ، أو وقفه ، وذلك أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها فى قانون سوق المال ، وفقا للإجراءات الواردة به .

طريقة واجراءات التعاقد مع مدير الاستثمار لإدارة نشاط الصندوق :

وقد حددت المادتان ١٦٦ ، ١٦٧ من اللائحة ذلك على النحو التالى:

١ - يبرم صندوق الاستثمار، مع مدير الاستثمار عقدا يسمى عقد ادارة.

٢ - يجب ان يتضمن هذا العقد بصفة خاصة للبيانات الآتية :

- حقوق والتزامات طرفى العقد .

- مقابل الادارة الذى يتقاضاه مدير الاستثمار .

- حالات واجراءات استرداد قيمة الوثيقة إذا تضمنت نشرة الاكتتاب جواز

الاسترداد .

- تحديد ممثل الصندوق فى مجالس الادارة ، والجمعيات العامة ،

للشركات التى يستثمر الصندوق أمواله فى شراء بعض أسهمها .

- حالات إنهاء وفسخ العقد المبرم بينهما .

- بيان علاقة مدير الاستثمار بالبنك الذى يحتفظ لديه بالأوراق المالية ،
التي يستثمر الصندوق امواله فيها ، وذلك فيما يتعلق بهذه الأوراق .

- الحالات والحدود التي يسمح لمدير الاستثمار ، الاقتراض فيها من الغير
لحساب الصندوق مع مراعاة الا يجاوز القرض نسبة ١٠٪ من قيمة وثائق
الاستثمار القائمة، وعلى أن يكون القرض قصير الاجل والا يتم إلا بموافقة البنك
الذى يحتفظ لديه بالأوراق التي تستثمر فيها أموال الصندوق.

التزامات الصندوق وهيئة سوق المال إزاء عقد إدارة نشاط الصندوق :

ألزمت المادة ١٦٦ من اللائحة الصندوق باخطار الهيئة العامة لسوق
المال بصورة من العقد المشار اليه قبل تنفيذه ، وذلك حتى تتحقق الهيئة من اتفاق
احكام هذا العقد مع القانون ومع لائحته التنفيذية ، ومع القرارات الاخرى الصادرة
تنفيذا للقانون.

كما ألزمت نفس المادة الهيئة العامة لسوق المال ، ابلاغ الصندوق برأيها
فى هذا العقد خلال خمسة عشر يوما من تاريخ اخطارها بصورة منه .

مساعدو مدير الاستثمار :

إن النشاط الأساسى لصناديق الاستثمار ، كما أشرنا إلى ذلك من قبل ،
وكما حددته المادتان ٣٥ من قانون سوق المال ، ١٤٠ من لائحته التنفيذية هو :
الاستثمار فى مجال الأوراق المالية ، ومع ذلك فقد أجازت المادتان المشار إليهما
بشروط وأوضاع خاصة ، لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ، بناء على
طلب من الصندوق ، الترخيص له بالتعامل فى القيم المنقولة الأخرى أو فى
غيرها من مجالات الاستثمار .

فإذا ما رخص لأحد صناديق الاستثمار بممارسة نشاط اقتصادى آخر وفقا
لأحكام المادتين المشار إليهما ، فإن المادة ١٦٨ من اللائحة ، قد أجازت لمدير
الاستثمار فى إدارة هذا الصندوق ، بعد موافقة هيئة سوق المال ، أن يعهد إلى

جهة متخصصة بإدارة هذا النشاط ، على أن يظل مدير الاستثمار مسئولاً عن هذه الجهة ، وذلك بما يعنى ضرورة توافر ثلاثة شروط لعمل هذه الجهة المعاونة :

١ - أن يرخص للصندوق بمباشرة نشاط آخر إلى جانب التعامل فى الأوراق المالية .

٢ - موافقة هيئة سوق المال على أن يعهد مدير استثمار الصندوق إلى جهة متخصصة فى إدارة هذا النشاط المرخص به .

٣ - أن يتحمل مدير استثمار الصندوق مسئولية سوء إدارة هذه الجهة .

المحظورات التى يجب على مدير الاستثمار تجنبها عند مباشرته لإدارة نشاط الصندوق :

أوردت المادة ١٦٩ من اللائحة عشر عمليات على سبيل الحصر ، يحظر على مدير الاستثمار القيام بها حال مباشرته لإدارة نشاط الصندوق ، وهى :-

١ - جميع الأعمال المحظورة على الصندوق الذى يدير نشاطه، وذلك مثل كافة الأعمال المصرفية، وعلى وجه خاص : اقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة فى العملات أو فى المعادن النفيسة ، وكذا تلقى ودائع الاقراء أو منح تسهيلات ائتمانية من أى نوع .

٢ - استخدام أموال الصندوق فى تأسيس شركات جديدة أو فى شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية ، أو فى حالة إفلاس ، وذلك من حيث أن اجراءات التأسيس والتشغيل قد تستغرق وقتاً طويلاً ، فضلاً عن كون المركز المالى للشركات الجديدة لم يتضح بعد، حيث لم تنشر أية ميزانية لها تكشف عن مركزها المالى ، وبالتالي فإن استثمار أموال الصندوق فى تأسيس شركات جديدة ينطوى على قدر كبير من المخاطرة ، لا يقل عن شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية أو فى حالة إفلاس .

٣ - الحصول له أو لمديره ، أو للعاملين لديه ، على كسب أو ميزة من العمليات التي يجريها ، وذلك أيا كانت صورة الكسب أو الميزة وسواء أخذت شكل عمولة أو إكرامية أو أى مزايا عينية أخرى ، وذلك حتى لا تتم إدارة الصندوق لحساب جهة الإدارة الفعلية فيه ، على حساب أصحاب وثائق الاستثمار .

٤ - كما يحظر على مدير الاستثمار أن تكون له مصلحة من أى نوع مع الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره ، وذلك درءا لمشبهة التواطؤ من أجل رفع القيمة السوقية للأوراق المالية لهذه الشركات .

٥ - كما يحظر عليه وعلى العاملين لديه شراء وثائق استثمار للصناديق التي يدير نشاطها ، ويهدف هذا الحظر إلى منع المضاربة على وثائق استثمار الصناديق .

٦ - أن يفترض من الغير - لحساب الصندوق - مالم يسمح له عقد الإدارة بذلك وفي الحدود المقررة بالعقد .

٧ - أن يشتري أوراقا مالية غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية فى مصر وذلك فيما عدا الأوراق المالية الحكومية ، والأوراق المالية لشركات قطاع الأعمال العام ، أو أن يشتري أوراقا مالية غير مقيدة فى بورصة بالخارج أو مقيدة فى بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية بالخارج .

٨ - ويحظر عليه كذلك : استثمار اموال الصندوق فى وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته ، وذلك حتى لا يتوصل الى رفع قيمة وثائق صناديقه بدون مبرر .

٩ - كما يحظر عليه : إذاعة أو نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو حجب معلومات أو بيانات هامة ، حيث يتعارض ذلك مع ما يجب أن يتوافر لسوق رأس المال من شفافية واستقرار .

١٠ - وأخيرا فإنه يحظر عليه : اجراء او اختلاق عمليات بهدف زيادة
عمولات السمسرة أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب .

التزامات (مسئوليات) مدير الاستثمار إزاء إدارة الصندوق:

حددت المادتان ١٧٠ ، ١٧١ من اللائحة التزامات ومسئوليات مدير
الاستثمار إزاء إدارة الصندوق على النحو التالي :

١ - يجب عليه الاحتفاظ بحسابات مستقلة لكل صندوق يتولى إدارة
نشاطه.

٢ - يجب عليه إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه
بالإضافة الى الدفاتر والسجلات التى تحددها هيئة سوق المال .

٣ - يجب عليه أن يزود الهيئة بالمستندات والبيانات التى تطلبها .

٤ - يجب عليه أن يبذل فى إدارة أموال الصندوق عناية الرجل الحريص .

٥ - يجب عليه أن يعمل على حماية مصالح الصندوق فى كل تصرف أو
إجراء يتخذه بما فى ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق .

٦ - يجب عليه تنويع أوجه الاستثمار (وذلك توزيعا للمخاطر) وتجنب
تضارب المصالح بين حملة وثائق الاستثمار ، والمساهمين فى الصندوق
والمعاملين معه وقد وضعت الفقرة الأخيرة من المادة ١٧١ مبداء هاماً، وقاعدة
عامة تقضى بأن : يعتبر باطلا (بطلانا مطلقا) كل شرط ، يعفى مدير الاستثمار
من المسؤولية أو يخفف منها . ومفاد ما تقدم :

أن المشرع ، (ومنعا من تكرار مأساة شركات توظيف الأموال) قد عنى
عناية فائقة ، بترتيب أوضاع وأحكام عمل مدير الاستثمار ، فى الصناديق التى
تتخذ شكل شركات المساهمة ، نظرا لعدم وجود جهة أخرى مسئولة عن سوء
إدارته.

أتعاب مدير الاستثمار : يرتبط المدير بالصندوق وعلى نحو ما رأينا بعقد ادارة يحدد أوضاع وشروط مباشرته لنشاط الصندوق ، والتزاماته ومسئوليته وأتعابه في مقابل الادارة ولما كانت هذه الأتعاب يمكن أن يكون لها تأثير سلبي في صافى أصول الصندوق ، لذا فإن المشرع قد أوجب بمقتضى نص المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال تحديدها ونكرها في نشرة الاكتتاب في وثائق استثمار كل صندوق .

ويحصل مدير الاستثمار على نوعين من الأتعاب هما : (أ) أتعاب ادارة (ب) أتعاب حسن الأداء أما النوع الأول وهو يشكل نسبة من صافى أصول الصندوق ، تحدد بالاتفاق بينه وبين الصندوق وهي تتراوح من نصف إلى واحد في المائة من صافى أصول الصندوق سنويا فإن المدير يستحقها حتى ولو حقق الصندوق خسائر (أى انخفضت قيمة أصوله المستثمرة) وتدفع مقدما على فترات دورية، شهرية، أو ربع أو نصف سنوية أو سنويا ، على أساس صافى أصول الصندوق ، في آخر يوم عمل من الفترة السابقة على استحقاقها، على أن يتم تقويم هذه الأصول على اساس القيمة الجارية أو السوقية لها .

وأما النوع الثانى من الأتعاب ، وهي أتعاب حسن الأداء فإنها تشكل نسبة من صافى أرباح الصندوق تتراوح بين سبعة الى عشرة في المائة من صافى الأرباح ، وهي أيضا تخضع للاتفاق المبرم في عقد الادارة ، غير أن هذه النسبة لا تؤخذ من صافى أرباح الصندوق في مجموعها ، وإنما من صافى الأرباح التى تزيد عن سعر الفائدة على سندات الخزانة ، إما من ذات الخمس سنوات إضافة الى واحد في المائة منها في بعض الصناديق ، وأما طبقا لسعر الفائدة السائد في السوق ومدة السند في صناديق أخرى وفي وجود أكثر من اصدار السندات الخزانة ، يؤخذ متوسط العائد على الاصدارات التى تتراوح مدتها ما بين ثلاث الى سبع سنوات ، وتحسب هذه الأتعاب في نهاية المدة أى في آخر يوم عمل من كل سنة مالية للصندوق ، وتدفع بعد اعتماد صافى أصول الصندوق من مراقبي

حساباته ، وفي حالة عدم قيام الحكومة بإصدار سندات ، يكون سعر الفائدة على أنون الخزانة مضافا إليها واحد في المائة هي أساس احتساب أتعاب حسن الأداء.

وبدهى أن أتعاب حسن الأداء لا يحصل عليها المدير إلا إذا حقق الصندوق أرباحا تزيد كما ذكرنا عن سعر الفائدة على سندات الخزانة التي تصدرها الحكومة في حالة وجودها أو على فائدة أنون الخزانة مع إضافة واحد في المائة إليها في حالة عدم وجود سندات على الخزانة ، فإذا لم يتحقق هذا الشرط فلا يستحق المدير أتعاب حسن الأداء.^(١)

(١) أ.د. محمد عبد الحليم عمر - في بحث له بعنوان : المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي - ندوة مركز صالح كامل ، وراجع كذلك : الأستاذ/ عمر مصطفى أبو زيد في بحث له بعنوان : صناديق الاستثمار في مصر - الأموال والإدارة - ورقة مقاربة - ندوة مركز صالح كامل .

الفصل الخامس

الضوابط - الرقابة - الانقضاء

المبحث الأول

الضوابط

إن صناديق الاستثمار ومن حيث كونها جهات سمح لها المشرع بتجميع مدخرات صغار المدخرين ومن حيث كونها كذلك البديل العملى لشركات توظيف الأموال ، فإنها وبهذا الوضع الدقيق والحساس ، لا بد وأن تحاط بسياج من الضوابط والضمانات القانونية الهادفة إلى حماية حقوق ومدخرات المستثمرين لديها ، حتى لا تتكرر مأساة شركات توظيف الأموال مرة ثانية .

وقد حرص المشرع قدر وسعه على وضع عدد من الضوابط والضمانات القانونية فى هذا الشأن ، وإن كان قد حاول أن يوازن بين أمرين ، بين حماية حقوق ومدخرات المستثمرين من حملة الوثائق من جهة ، وبين عدم الاسراف فى وضع الضوابط والضمانات حتى يترك للصناديق قدرا من المرونة فى مزاوله النشاط ، وعلى أية حال فإن صناديق الاستثمار فى مصر مازالت فى مرحلة التجربة والتقييم ، التى تحتم ألا تكون هذه الضوابط والضمانات نهائية أو غير قابلة للتعديل وفقا لمتطلبات مواصلة النشاط ، وفى ايجاز غير مغل ومن خلال استقرائنا لنصوص قانون رأس المال ولائحته التنفيذية أنفى البيان ، فإنه يمكننا الإشارة إلى أهم هذه الضوابط والضمانات على النحو التالى :

(أ) الضوابط الخاصة ببدا النشاط وتحديد مجالات الاستثمار :

حددت المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال ، والمادة ١٤٠ من لائحته التنفيذية النشاط الرئيسى للصندوق ومجالات الاستثمار فيه ، بالاستثمار فى مجال الأوراق المالية أى المضاربة فيها بالمعنى الاقتصادى لكلمة مضاربة أى الشراء

لغرض البيع مع الحصول على ربح ، تأسيسا على ذلك فقد حظر المشرع على الصندوق القيام بأية أعمال بالمخالفة لذلك وعلى الأخص :

١ - مزاولة أية أعمال مصرفية وعلى وجه خاص : اقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة فى العملات أو المعادن النفيسة أو تلقى ودائع الأفراد فى أى شكل من أشكال الوديعة ومنح فوائد فى مقابلها ، حيث لا يعتبر الصندوق مصرفا ولا تعتبر أعماله أعمالا مصرفية ولما تتطوى عليه بعض الأعمال المحظورة من مخاطر على أموال المستثمرين .

٢ - مزاولة أى نشاط استثمارى مباشر آخر ، الا بترخيص خاص من مجلس ادارة الهيئة العامة للاستثمار ، وفى حدود نسبة الاستثمار التى يقررها مجلس ادارة الهيئة ، وفى حالة الترخيص له بذلك فإن على الصندوق أن يقدم الى الهيئة دراسة تتضمن بيانا بالمجالات التى يرغب الاستثمار فيها ومبررات ذلك ونتائج الاستثمار المتوقعة ، وتشمل هذه المجالات :

- التعامل فى القيم المالية المنقولة الأخرى .

- الاستثمار المباشر بتأسيس المشروعات أو المشاركة فيها .

- الأنشطة الخاصة بالشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية الأخرى وهى : ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية ، الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقا مالية أو فى زيادة رأسمالها ، رأس المال المخاطر ، المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية ، تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ، السمسرة فى الأوراق المالية .

٣ - كما يحظر على الصندوق الاقتراض من الغير بما يجاوز ١٠٪ من قيمة وثائق الاستثمار القائمة ، وقد اشترط المشرع لاقتراض الصندوق لهذه النسبة شرطين هما : أن يكون القرض قصير الأجل ، وأن يحصل على موافقة البنك الذى يحتفظ لديه بالأوراق المالية التى تستثمر فيها أموال الصندوق .

(ب) الضوابط المتعلقة بجدية النشاط :

حتى لا تنزلق صناديق الاستثمار الى مجالات نشاط وهمية أو إلى مضاربات عقيمة أو غير منتجة ، فإن المشرع قد ألزمها وضبط إيقاع عملها بالضوابط التالية :-

١ - تحديد النسبة بين رأس المال المدفوع ، وما تتلقاه من أموال المستثمرين بما لا يتجاوز عشرين مثلاً في صناديق البنوك وشركات التأمين ، وعشرة أمثال في صناديق الشركات المساهمة .

٢ - ضرورة أن يصدر الصندوق في مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار .

٣ - ضرورة أن يتم الاكتتاب في هذه الوثائق عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك من وزير الاقتصاد .

٤ - ضرورة ألا يحتفظ الصندوق من رأس ماله العامل (رأس المال المصدر زائد ما تلقاه من أموال المستثمرين في مقابل وثائق الاستثمار التي أصدرها وتم الاكتتاب فيها بالفعل) إلا بنسبة السيولة التي تمكنه فقط من مواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد الواردة بنشرة الاكتتاب فيها .

٥ - ضرورة أن يشتري الصندوق بالقدر الزائد عن النسبة المشار إليها من رأس ماله العامل أوراقاً مالية مقيدة إما في بورصة الأوراق المالية في مصر ، أو في إحدى البورصات المالية بالخارج بشرط أن تكون خاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية بالخارج (م ٧/١٦٩ من اللائحة) وذلك فيما عدا الأوراق المالية الحكومية ، والأوراق المالية لشركات قطاع الأعمال العام فلا يشترط فيها القيد في البورصة .

٦ - ضرورة أن يحتفظ الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر فيها

أمواله، لدى أحد البنوك التي تخضع لإشراف البنك المركزى المصرى ، ويجب أن يكون هذا البنك محددًا فى طلب الترخيص له بمباشرة النشاط ، ويشترط فى هذا البنك ألا يكون مالكا أو مساهما فى الشركة المالكة للصندوق ، أو الشركة التى تتولى إدارة نشاطه ، وعلى أن يقدم الصندوق الى الهيئة العامة لسوق المال بيانًا عن تلك الأوراق معتمدا من البنك على النموذج الذى يضعه مجلس إدارة الهيئة .

٧ - وتخضع عملية استثمار الصندوق لأمواله فى الأوراق المالية

لضابطين هما :

- ألا تزيد نسبة ما يستثمره فى شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠٪ من قيمة أمواله وبما لا يتجاوز ١٥٪ من قيمة الأوراق المالية لتلك الشركة .
- ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠٪ من أمواله ، وبما لا يجاوز ٥٪ من أموال كل صندوق مستثمر فيه ، وبموجب احكام المادة ١٦٩ من اللائحة فقد حظر المشرع على مدير استثمار الصندوق ، أن يستثمر أموال الصندوق فى شراء أوراق مالية لحساب الصندوق الذى يديره من أية شركة ، تكون له فيها اية مصلحة أو فى شراء وثائق استثمار صندوق آخر يديره .

(ج) الضوابط الخاصة بشفافية السياسة الاستثمارية للصندوق :

لتحقيق الشفافية الخاصة بالسياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار ، وحتى لا يكون نشاطه قائما على التجهيل والتعمية لحملة وثائق استثماره ، فقد أوجبت المادة ٣٧ من قانون سوق رأس المال أن تتضمن نشرة الاكتتاب فى وثائق استثمار كل صندوق أربعة بيانات خاصة هى :

- ١ - السياسات الاستثمارية للصندوق ، وما إذا كان مغلق النهاية أو مفتوح النهاية ، وما إذا كانت محفظته سوف تقتصر على الأسهم أو السندات فقط أم أنها ستكون متوازنة ، وما إذا كان الصندوق متخصصا أو قطاعيا ، متحفظا أو

هجوميا وما إذا كان صندوق نمو ، أم صندوق دخل (دورى - تراكمى - دوريا/ تراكميا) وبالجمله فإن شفافية السياسات الاستثمارية تعنى بالافصاح عن نوع الصندوق وأهدافه ووسائله وأدواته .

٢ - طريقة توزيع الأرباح السنوية واسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية.

٣ - اسم الجهة التى تتولى ادارة نشاط الصندوق (مدير الاستثمار) وملخص واف عن أعمالها السابقة .

٤ - طريقة التقييم الدورى لأصول الصندوق ، واجراءات استرداد قيمة وثائق استثماره ، وتتطلب عملية (طريقة) التقييم المشار اليها تسجيلا محاسبيا لكل عمليات الصندوق ، يتم من خلاله قيد جميع العمليات الاستثمارية الفعلية (عمليات بيع أو شراء الأوراق المالية ، وإية استثمارات أخرى مصرح للصندوق بها) وذلك طبقا لقيمتها السوقية ، ثم يتم تقييم جميع أوراق المحفظة طبقا لارشادات الهيئة العامة لسوق المال ، وذلك على الأقل مرة واحدة كل أسبوع ، ثم يحسب نصيب فترة التقييم من أتعاب البنك والادارة والمصروفات الأخرى ، للوصول إلى صافى أصول الصندوق ، ثم يقسم الصافى على عدد وثائق الاستثمار القائمة فى الصندوق لتحديد القيمة الاستردادية للوثيقة فى آخر يوم عمل فى الأسبوع ، ثم يتم الاعلان عن هذه القيمة فى صحيفة يومية واسعة الانتشار .

ولتحقيق شفافية السياسة الاستثمارية لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ، فقد عنى المشرع فى المادة ١٧٣ من اللائحة بالنص على ضرورة أن تتضمن نشرة الاكتتاب فى وثائق استثمار هذه الصناديق ، بيان ما إذا كان سيتم استثمار أموال الصندوق فى أوراق مالية مملوكة للبنك أو لشركة التأمين المالكة للصندوق ، مع بيان الجهة مصدرة هذه الأوراق .

ولتحقيق مزيد من الشفافية فإن المادة ١٤٥ من اللائحة قد منعت ادارة الصندوق من : اجراء أى تعديل فى البيانات الرئيسية لنشرة الاكتتاب فى وثائق

الاستثمار - إلا بموافقة حملة الوثائق .

(د) الضوابط الخاصة بتشكيل مجلس إدارة صناديق الشركات المساهمة :

حرص المشرع على أن تكون الإدارة القانونية للصندوق ، غير ذات مصلحة في توجيه نشاطه لصالح أعضائها خاصة إذا نشأ الصندوق في شكل شركة مساهمة ، ولتحقيق ما تغياه المشرع فقد نصت الفقرة الثالثة من المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال على أن يكون أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين فيه أو المتعامين معه أو ممن تربطهم به أية علاقة أو مصلحة، ومفاد النص على ذلك مايلي :

١ - أن الحظر الوارد في النص قاصر على الأغلبية ، وسواء كانت هذه الأغلبية مطلقة أو نسبية فإن النص لم يمنع من أن يكون باقى أعضاء مجلس الإدارة من المساهمين في الصندوق .

٢ - أما عن كيفية اختيار وتعيين نسبة الأغلبية المشار إليها من أعضاء مجلس إدارة الصندوق فإن المادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية قد أحالت في ذلك على النظام الأساسى للصندوق .

٣ - واضح من نص المادتين ٣٥ من القانون ١٤٢ من اللائحة أن المكتتبين في وثائق استثمار الصندوق لا حق لهم في التمثيل في مجلس إدارته ، ونرى أن هذا المسالك معيب من المشرع إذ كان ينبغى عدم تجاهل أن يكون لحاملى اوثائق الرئيسيين تمثيل في مجلس الإدارة .

٤ - فرق المشرع في هذا الشأن بين صناديق استثمار الشركات المساهمة وصناديق البنوك وشركات التأمين ، بالنظر إلى أن الثانية لا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وليس لها مجلس إدارة مستقل ، وإنما هى ومن حيث كونها نشاطا مشتقا أو تابعا يقوم به البنك أو شركة التأمين على سبيل الرخصة من

المشروع ، فإن مجلس ادارتها هو نفس مجلس ادارة البنك أو شركة التامين المالك لها .

(هـ) ضوابط الادارة الفعلية .:

اشرنا فيما تقدم إلى أن صناديق الاستثمار ومن حيث كونها مؤسسات مالية تعمل في مجال تجميع المدخرات الصغيرة ، بهدف خلق كيانات اقتصادية كبيرة للعمل في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ، ومن حيث أن المشروع قد اشترط لمباشرة نشاطها أن يكون الحد الأدنى لرأس مال الصندوق هو خمسة ملايين جنيه ، وذلك بما يعنى أن رأس المال العامل يمكن أن يكون خمسين أو مائة مليون جنيه بحسب ما اذا كان الصندوق شركة مساهمة أو مملوكا لبنك أو شركة تأمين .

فإذا ما تقرر أن الحد الأدنى لرأس مال الصندوق العامل هو خمسين أو مائة مليون جنيه ، فإن لنا أن ندرك ضخامة حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ، وفي مجموعها - وهى فى معظمها مدخرات لصغار المدخرين ، تقتضى دواعى الحيطه ازاءها أن يحيطها المشروع بسياسات متين من الضوابط والضمانات الخاصة بجهة أو جهات ادارتها ، خاصة وأن الاستثمار فى مجال الأوراق المالية وفى البورصات بالذات ليس كأي نوع من الاستثمار يمكن لأى شخص ارتياده بناء على دراسات الجدوى أو الخبرة العملية المتواضعة وإنما هو نوع من الاستثمار يحتاج إلى خبرة واسعة ودراية متعمقة بكل ورقة مالية من مكونات محفظة الصندوق والوقوف على حقيقة المركز المالى لجهة اصدارها ، وكل تغيير يحدث فيه مهما كان صغيرا ، كما يحتاج العمل فى مجال الأوراق المالية الى حاسة خاصة تمكن صاحبها من اتخاذ القرار السليم وفى الوقت المناسب فى عمليات البيع والشراء .

ولعل ما تقدم هو ما دفع بالمشروع فى الفقرة الاخيرة من المادة ٣٥ من قانون سوق راس المال إلى عدم الاكتفاء بالزام صندوق الاستثمار بأن يعهد بإدارة

نشاطه إلى إحدى الجهات المتخصصة ، وإنما بالإضافة إلى ذلك فإنه على فى
اللائحة التنفيذية ، بوضع محددات لاختيار مدير الاستثمار ، واشترط فى هذا
المدير شروطا والزمه فى نطاق ادارته بمجموعة من الالتزامات على النحو
التالى:

١ - ألزم الصندوق عند التقدم الى الهيئة العامة للاستثمار بطلب التأسيس
أن يبين اسم مدير الاستثمار وخبراته السابقة وصورة من العقد المبرم بينه وبين
الصندوق ، وهذا الالتزام فى الواقع يشعر بان وجود المدير عند التأسيس لا يقل
أهمية أو ضرورة عن وجود رأس مال التأسيس أو بقية متطلباته.

٢ - ولمزيد من الشفافية أمام المستثمرين عن شخص مدير استثمار
الصندوق فقد ألزمت المادة ١٥٢ من اللائحة ، الصندوق بأن يبين فى نشرة
الاكتتاب فى وثائق استثماره اسم مدير الاستثمار وملخص واف عن أعماله السابقة
ومقدار أو نسبة أتعابه مقابل الإدارة .

٣ - وقد تقدم لنا فى الفصل الرابع بيان شروط المدير ومسئوليته
والأعمال المحظورة عليه ، فنحيل إليها منعا من التكرار .

(و) ومن أهم الضوابط والضمانات المتصلة بنشاط صناديق الاستثمار ما يلى:

١ - استوجب المشرع مراجعة حسابات الصندوق من لدن مراقبين
للحسابات يتم اختيارهما من بين المقيدين فى سجل مراقبى الحسابات، وبمعرفة
هيئة سوق المال والجهاز المركزى للمحاسبات .

٢ - اهتم المشرع ببيانات نشرات الاكتتاب فى وثائق استثمار الصناديق،
وحظر اجراء أى تعديل عليها إلا بعد موافقة حملة هذه الوثائق .

٣ - أوجب المشرع على الصندوق الاحتفاظ فى خزائنه بنسبة كافية من
السيولة النقدية لمواجهة طلبات الاسترداد لقيمة وثائق الاستثمار وفقا لشروط
الاسترداد.

٤ - حظر المشرع على الصندوق رد قيمة الوثائق أو توزيع العائد بالمخالفة لشروط الاصدار .

وكم كنا نود في هذا الشأن أن يقرر المشرع ضوابط وجزاءات لمحاولات بعض مديري الاستثمار رفع القيمة السوقية لوثائق استثمار صناديقهم بدون مبرر، وذلك حفاظا على سوق المال والاقتصاد الوطنى .

المبحث الثانى

الرقابة على صناديق الاستثمار^(١)

تتعدد جهات الرقابة على صناديق الاستثمار لتشمل ثلاث جهات رئيسية

هى:

١ - الهيئة العامة لسوق المال .

٢ - مراقبى حسابات الصندوق .

٣ - جماعة حملة وثائق الاستثمار .

كما تتعدد وسائل الرقابة التى تملكها كل جهة من هذه الجهات ، وسوف نعى فى هذا المبحث ببيان الطبيعة القانونية لكل جهة رقابية ووسائلها فى الرقابة على النحو التالى :

أولا : الهيئة العامة لسوق المال :

الهيئة العامة لسوق المال هى كما عرفتھا المادة ٤٢ من قانون سوق رأس المال: هيئة عامة تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية مقرها الرئيسى فى مدينة القاهرة .

(١) المستشار / محمود محمد فهمى - الاطار القانونى لصناديق الاستثمار ، مرجع سابق

وقد عقد المشرع للهيئة نوعين من الولاية بالنسبة لصناديق الاستثمار،
أولهما ولاية عامة والثانية ولاية خاصة .

فمن حيث إن نشاط صناديق الاستثمار يخضع فى تنظيم أحكامه لقانون
سوق رأس المال ولائحته التنفيذية ، ومن حيث أن المشرع قد عقد للهيئة مسئولية
تطبيق أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له ، فإن للهيئة ولاية عامة
على صناديق الاستثمار .

وتأخذ هذه الولاية العامة مظهران :

الأول : التأكد من سلامة الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق ،
ومن أن التعامل عليها غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو
المضاربات الوهمية اعمالا للبند الرابع من المادة ٤٣ من قانون سوق رأس المال.

الثانى : وضع ما تراه الهيئة مناسبا من قواعد التفتيش والرقابة على
صناديق الاستثمار اعمالا لنص البند الثانى من المادة ٤٤ من نفس القانون.

أما الولاية الخاصة للهيئة على صناديق الاستثمار : فإن المشرع قد عقد
لها وأناط بها عددا من الاختصاصات والمسئوليات المنظمة لنشاط هذه الصناديق
على النحو التالى :

١ - فى مجال الترخيص بمزاولة النشاط :

حيث تعتبر الهيئة هى الجهة الوحيدة المنوط بها منح الترخيص بمزاولة
النشاط لجميع أنواع صناديق الاستثمار بعد استيفائها لكافة شروط ومتطلبات
التأسيس ولا يجوز مزاولة نشاط صناديق الاستثمار إلا بعد الحصول على
ترخيص بذلك من الهيئة ، والقيّد فى السجل المعد لديها لهذا الغرض ، وعلى
رئيس الهيئة وقف أى نشاط للصندوق ، اذا تمت مزاولته دون ترخيص ، ويجوز
ان يتضمن قرار الوقف غلق المكان الذى تتم مزاولة النشاط فيه بالطريق الإدارى
وذلك طبقا لأحكام المادتين ٢٨ من القانون ، ١٤١ من اللائحة .

كما أن الهيئة ممثلة في مجلس ادارتها هي جهة الاختصاص الوحيدة بمنح التراخيص الخاصة بالتعامل في القيم المالية المنقولة الأخرى أو في غيرها من مجالات الاستثمار للصناديق التي ترغب في ذلك ، ولها في سبيل ذلك اختصاصان هما :

أ - تحديد النسبة من رأس المال التي يصرح للصندوق باستثمارها في غير الأوراق المالية.

ب - الوقوف على صحة البيانات والمبررات والدراسات التي يقدمها الصندوق الراغب في الاستثمار في غير الأوراق المالية اليها مع طلب الترخيص له بذلك ضمانا لجديته والتزامه بالقانون .

٢ - رقابة الهيئة في شأن تشكيل الإدارتين القانونية والتنفيذية :

أوجبت المادة ٣٩ من قانون سوق رأس المال على الصندوق ، اخطار رئيس الهيئة بما يصدره الصندوق من قرارات في شأن تعيين أعضاء مجالس الإدارة ، والمديرين المسؤولين عن الإدارة العامة لأعمال الصندوق ، وجميع البيانات المتعلقة بذلك ، خلال ثلاثين يوما من تاريخ صدور هذه القرارات ، وذلك على النموذج الذي تضعه الهيئة .

ولمجلس إدارة الهيئة حفاظا على سلامة أموال المستثمرين بالصندوق ، أن يصدر قرارا مسببا ، باستبعاد أى من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين المشار اليهم .

وفي شأن تشكيل وعمل الإدارتين القانونية والتنفيذية لصناديق الشركات المساهمة فإن اللائحة التنفيذية قد استوجبت وقوف الهيئة وتحققها خلال مرحلتى الترخيص للصندوق ومزاولة النشاط على البيانات التالية :

أ - كيفية إدارة الصندوق.

ب - اسم مدير الاستثمار وخبراته السابقة وصورة من العقد المبرم بينه وبين الصندوق .

ج - تحديد قيمة التأمين الذى يدفعه مدير استثمار الصندوق ، وقواعد واجراءات الخصم منه واستكمالها وإدارة حصيلته وكيفيه رده .

د - قيد مديرى الاستثمار فى سجلات الهيئة قبل مزاولتهم النشاط ، وبعد استيفائهم لطلب القيد ومرفقاته ، وذلك خلال ثلاثين يوما من تاريخ تقديم طلب القيد إلى الهيئة ، أو تاريخ استيفاء ما تطلبه الهيئة من بيانات ومستندات خلال ذات المدة .

هـ - التحقق من عدم مخالفة عقد الادارة الذى يبرمه الصندوق مع مدير استثماره لأحكام قانون سوق رأس المال والقرارات التنفيذية له، ولها الحق فى ابداء رأيها فى هذا العقد .

و - الاذن لمدير استثمار الصندوق بأن يعهد إلى جهة أخرى متخصصة بإدارة ما رخصت به الهيئة للصندوق من مجالات الاستثمار فى غير الأوراق المالية ، وذلك تحت مسؤولية المدير .

ز - تحديد الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاط الصناديق والاطلاع على المستندات والبيانات المؤيدة لصحتها .

أما فى شأن رقابة الهيئة على تشكيل وعمل الإدارتين القانونية والفعلية لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ، فإنها لا رقابة لها على تشكيل وعمل مجلس إدارة الصندوق الذى هو فى نفس الوقت مجلس إدارة البنك أو شركة التأمين المالكة للصندوق ، وإنما تنحصر رقابتها على تشكيل وعمل جهة الإدارة الفعلية (مدير استثمار) لهذه الصناديق ، وهى بالاضافة الى ما تملكه من أدوات ووسائل الرقابة بالنسبة لصناديق استثمار الشركات المساهمة والتي تطبقها كقواعد عامة على صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ، فإن المشرع فى المادة

٢/١٨١ من اللائحة قد منحها سلطة التحقق من وجود وسلامة الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله ، حيث ألزم مدير الاستثمار أن يقدم الى الهيئة البيانات الكافية عن تلك الأوراق ومكان حفظها، معتمدة من البنك أو شركة التأمين على النموذج الذي تضعه أو تقره الهيئة .

٣ - رقابة الهيئة على نشرات وعمليات الاكتتاب في وثائق الاستثمار :

في هذا المجال منحت الفقرة الرابعة من المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال، الهيئة العامة للاستثمار سلطة واختصاص وضع قواعد واجراءات اصدار تلك الوثائق واسترداد قيمتها والبيانات التي تتضمنها ، وقواعد قيدها وتداولها في البورصة ، ولها في سبيل قيامها بهذه المهام :

أ - منع أو اجازة اصدار وثائق استثمار لحاملها ، ووضع الشروط وتحديد الأوضاع الخاصة بذلك لكل صندوق على حدة .

ب - التحقق من دقة وسلامة بيانات نموذج وثيقة الاستثمار قبل الاكتتاب فيها .

ج - حق اعتماد نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرح للاكتتاب العام قبل اصدارها والتحقق من المستندات المؤيدة لبيانات النشرة وفحصها .

د - وضع أو اقرار النموذج الذي تحرر نشرة الاكتتاب وفقا له .

هـ - تقرير حالات استرداد قيمة الوثيقة قبل انتهاء مدتها، واجراءات وكيفية اعادة بيعها .

و - مشاركة مجلس ادارة الشركة في تقرير بعض حالات انقضاء الصندوق .

٤ - الرقابة الخاصة بمزاولة النشاط :

في مجال رقابة الهيئة على نشاط صناديق الاستثمار فإن المشرع قد عقد

لها عددا من الاختصاصات ومنحها بعض السلطات وأناط بها عدة مسئوليات يمكن إيجازها فيما يلي :

أ - مشاركة الجهاز المركزى للمحاسبات فى اختيار مراقبى حسابات كل صندوق استثمار من بين المقيدىن .

ب - تلقى التقارير نصف السنوية من الصناديق حتى ولو لم تطرح وثائق استثمارها فى اكتاب عام، عن نشاطها ونتائج أعمالها ، على أن تتضمن هذه التقارير وعلى مسئولية الصندوق البيانات التى تفصح عن المركز المالى الصحيح للصندوق . وللهيئة حق فحص هذه التقارير .

ج - تلقى وفحص اخطارات الصناديق بميزانياتها وقوائمها المالية وتقارير مجلس الادارة ومراقبى الحسابات عنها، قبل شهر من التاريخ المحدد لاتعداد الجمعية العامة .

وللهيئة الحق فى فحص هذه التقارير والاطارات والقوائم المالية والميزانية بنفسها أو تكليف جهة متخصصة بهذا الفحص ، وتبليغ الصندوق بملاحظاتهما ، وطلب اعادة النظر فيها بما يتفق ونتائج الفحص ، فإذا لم يستجب الصندوق لذلك ، فإنه يلتزم بنفقات نشر الهيئة لملاحظاتهما والتعديلات التى طلبتها فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار احدهما على الاقل باللغة العربية ، وذلك اعمالا لنص المادة ٦ من قانون سوق رأس المال والفقرة الثانية من المادة ٤٠ من نفس القانون .

د - على الصندوق ومراقبى حساباته موافاة الهيئة بأية بيانات أو وثائق اضافية ، تطلبها للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتاب العام ، والتقارير الدورية والقوائم المالية للصندوق ، ويقع عبء هذا الالتزام على مدير الصندوق اعمالا لنص المادة ١٧٠ من اللائحة .

هـ - لرئيس الهيئة بمقتضى نص المادة ٣٠ من قانون سوق رأس المال وقف نشاط الصندوق إذا خالف أحكام هذا القانون ، أو لانتهته التنفيذية ، أو قرارات مجلس إدارة الهيئة ، الصادرة تنفيذا له ، أو إذا فقد الصندوق أى شرط من شروط الترخيص له بالنشاط ، ولم يتم بزالة مخالفته بعد انذاره ، أو باستكمال شروط الترخيص ، خلال المدة وبالشروط التى يحددها رئيس الهيئة .

وعلى أن يصدر بالوقف المشار اليه ، قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تتجاوز ثلاثين يوما، ويحدد القرار ما يتخذ من اجراءات خلال مدة الوقف ، ويسلم القرار الى الصندوق أو يخطر به بكتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول ، ويعلن عن ذلك فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار على نفقة الصندوق .

فإذا انتهت المدة دون قيام الصندوق بزالة الأسباب التى تم الوقف من أجلها، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بالغاء الترخيص.

و - لمجلس إدارة الهيئة إعمالا لنص المادة ٣١ من القانون ، إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين فى الصندوق ، أو المتعاملين معه (أصحاب الوثائق) أن يتخذ ما يراه من التدابير الآتية :-

- ١ - تنبيه الصندوق إلى مصادر الخطر .
- ٢ - منع الصندوق من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص له بمزاولةها .
- ٣ - مطالبة رئيس مجلس إدارة الصندوق بدعوة المجلس الى الانعقاد للنظر فى أمر المخالفات المنسوبة إلى الصندوق واتخاذ اللازم نحو ازلتها ، على أن تمثل الهيئة فى هذا الاجتماع .
- ٤ - تعيين عضو مراقب فى مجلس إدارة الصندوق لمدة يحددها مجلس

إدارة الهيئة ، يكون له حق المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من قرارات .

٥ - حل مجلس إدارة الصندوق ، وتعيين مفوض لإدارته بصفة مؤقتة، إلى حين تعيين مجلس إدارة جديد بنفس الاداة القانونية المقررة لتعيين مجلس الادارة المنحل .

٦ - إلزام الصندوق المخالف بزيادة مقدار التأمين المقدم منه .

٥ - الرقابة الخاصة بوقف النشاط أو تصفية الصندوق :

منع المشرع بمقتضى نص المادة ٣٣ من قانون سوق رأس المال صناديق الاستثمار من وقف نشاطها أو تصفية عملياتها ، إلا بعد الحصول على موافقة مجلس إدارة الهيئة ، وذلك بعد التثبت من أن الصندوق قد أبرأ ذمته نهائيا من جميع التزاماته ، وبحيث لا يتم الوقف أو التصفية إلا وفقا للشروط والاجراءات التى يحددها مجلس إدارة الهيئة.

ثانيا : مراقبا حسابات الصندوق وطبيعة ووسائل رقابتهما :

لقد أنيط المشرع بمراقبى حسابات الصندوق القيام بعدد من الأعمال الرقابية على نشاط صناديق الاستثمار يقع فى مقدمتها :

١ - اعداد تقرير عن ميزانية الصندوق وقوائمه المالية واخطار الهيئة العامة للاستثمار بصورة منه قبل شهر من التاريخ المحدد لاتعداد الجمعية العامة للصندوق ، إعمالا لنص المادة السادسة من قانون سوق رأس المال .

٢ - موافاة الهيئة بما تطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة (تتنوع القوائم المالية الى ثلاثة أنواع هى : قوائم الدخل - والميزانية العمومية - وقائمة مصادر واستخدامات الأموال) .

٣ - مراجعة حسابات الصندوق ، وقد منعت المادة ٤٠ من القانون المراقب الواحد ان يراجع حسابات اكثر من صندوقين فى آن واحد ، ولمراقبى الحسابات فى سبيل هذه المراجعة ، حق الاطلاع على دفاتر الصندوق ، وطلب البيانات والايضاحات ، وتحقيق الموجودات والالتزامات ، كل منهما على انفراد ، وعليهما عبء اعداد تقرير موحد عن حسابات الصندوق ، وفى حالة الاختلاف فيما بينهما ، يوضح التقرير أوجه الخلاف ووجهة نظر كل منهما .

٤ - وبالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين فإن المشرع وبموجب أحكام المادة ١٧٩ من اللائحة قد أناط بمراقبى حسابات الصندوق اعتماد التقارير نصف السنوية عن نشاط صندوقهما ونتائج أعماله كشرط لرفعها الى الهيئة للافصاح عن المركز المالى الصحيح للصندوق ، وذلك بما يستوجب مسئوليتهما عن اخطاء هذه التقارير .

ثالثا : رقابة جماعة حملة وثائق الاستثمار :

قدما ان المشرع قد اوجب بمقتضى نص المادة ١٤٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على صناديق الاستثمار اصدار وثائق الاستثمار المرخص بها دفعة واحدة ، وبمقتضى هذا القيد وبموجب أحكام المادة ١٣ من قانون سوق رأس المال والفصل الثانى من الباب الأول من اللائحة التنفيذية لهذا القانون ، فإنه يجوز تكوين جماعة من حملة وثائق الاستثمار يكون غرضها ، حماية المصالح المشتركة لأعضائها حيث يمكن لحملة خمسة فى المائة على الأقل من القيمة الاسمية لوثائق استثمار كل صندوق الدعوة الى تكوين الجماعة ، فإذا قبل الاشتراك فى عضويتها حملة أكثر من نصف قيمة الاصدار تكونت الجماعة .

فإذا قامت الجماعة فإن لها فى أول اجتماع لها أن تختار بالأغلبية المطلقة لحملة أكثر من نصف قيمة الاصدار ممثلا قانونيا لها من بين أعضائها ، على أن تحدد فترة تمثيله لها ومن ينوب عنه عند غيابه ومقدار مكافأته المالية ، ولا يتم

عزله إى بالأغلبية المطلقة لحملة أكثر من نصف قيمة الإصدار ، لفقده واحدا أو أكثر من الشروط التى وضعتها له اللائحة التنفيذية ، أو لغيرها من الأسباب بناء على طلب من حملة خمسة فى المائة من قيمة الإصدار أو من الهيئة ، ويجب أن يكون قرار عزله مسيبا .

فإذا لم يتم اختياره خلال ثلاثة أشهر من تاريخ أول اجتماع دعى إليه لاختياره جاز لكل عضو من أعضاء الجماعة أن يطلب من الهيئة تعيين ممثل الجماعة ، وعلى رئيس الهيئة إصدار قرار بتعيينه خلال شهر من تاريخ وصول الطلب إلى الهيئة .

وقد اشترط المشرع فى المادة ٧٢ من اللائحة فى ممثل الجماعة ، أن يكون شخصا طبيعيا وألا تكون له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالصندوق (سوى كونه من حملة وثائق استثماره) وألا يكون عضوا فى مجلس إدارة أو مديرا أو مراقبا ، أو عاملا فى شركة تمتلك أكثر من ١٠٪ من رأس مال الصندوق أو من وثائق استثماره ، أو ضامنة لكل أو بعض ديون الصندوق وألا تكون له أية مصلحة تتعارض مع مصلحة حاملى وثائق الاستثمار .

وقد أناط المشرع بممثل الجماعة بالإضافة الى الأعمال التسييرية للجماعة مسئولية الرقابة على الصندوق بما يحقق مصلحة أعضاء الجماعة وله فى سبيل ذلك :

أ - تمثيل الجماعة فى مواجهة الصندوق أو الغير أمام القضاء .

ب - رفع الدعاوى التى توافق الجماعة على اقامتها باسمها وذلك بغرض المحافظة على المصالح المشتركة لأعضائها ، وبصفة خاصة الدعاوى المتعلقة بإبطال القرارات والأعمال الضارة بالجماعة من الصندوق إن كان لذلك مقتضى .

وفى سبيل مراقبة الجماعة لنشاط الصندوق فإن المشرع وبموجب أحكام المادة ٨٣ من اللائحة قد خول للجماعة أن تتخذ فى اجتماعاتها التى تتم طبقا

لأحكام اللائحة الاجراءات التالية :-

- أ - أى اجراء يكون من شأنه حماية المصالح المشتركة لحملة وثائق الاستثمار ، وتنفيذ الشروط التى تم على اساسها الاكتتاب فيها .
- ب - ابداء أية توصيات فى أى شأن من شئون الصندوق لتعرض على مجلس ادارته .

ولتحقيق فاعلية رقابة الجماعة على نشاط الصندوق فإن المشرع وبموجب الفقرة الرابعة من المادة ١٤٥ من اللائحة قد أوجب على الصندوق أن يوافق ممثل الجماعة بنسخة من التقارير نصف السنوية عن نشاطه ونتائج أعماله ، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتى المركز المالى ونتيجة النشاط ، مصدقا على ما ورد بهما من مراقب الحسابات .

المبحث الثالث

انقضاء الصندوق

تجب التفرقة بين خمسة أشكال لنهاية صندوق الاستثمار هى : ١ - سقوط الترخيص له بمباشرة النشاط ٢ - الغاء الترخيص له بمباشرة النشاط ٣ - منعه من مزاوله كل أو بعض النشاط مؤقتا أو مطلقا ٤ - تصفية الصندوق ٥ - انقضاء الصندوق.

١ - سقوط الترخيص : وهو اجراء يتم تلقائيا دون حاجة إلى صدور قرار بشأنه فى حالتين نصت عليهما المادة ١٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على النحو التالى :

أ - إذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب فى وثائق استثماره (وهى المدة التى حددتها نشرة الاكتتاب المصدرة منه والتى يجب ألا تقل عن خمسة عشر يوما) دون أن يتم تغطية الاكتتاب فى جميع وثائق الاستثمار التى طرحها ، ولم يقم

الصندوق بتعديل قيمة الأموال المراد استثمارها اكتفاء بما تم تغطيته من الوثائق بشرط ألا تقل نسبة ما تم تغطيته منها عن خمسين في المائة من مجموع الوثائق المصدرة ، أو لم يقدّم بما يقتضيه هذا التعديل من تغيير في جميع المستندات والبيانات المقدمة منه في طلب الترخيص.

ب - في جميع الأحوال يسقط الترخيص تلقائياً ، إذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب في وثائق استثماره ، طبقاً لما ورد بنشرة الاكتتاب الصادرة منه ، وقل عدد الوثائق التي تم الاكتتاب فيها عن خمسين في المائة من مجموع الوثائق التي أصدرها .

وقد رتب المشرع في الفقرة الثانية من المادة ١٥٦ من اللائحة ، جزاء قانونياً على سقوط الترخيص ، حيث أوجب على البنك الذي تلقى مبالغ من المكتسبين أن يرد اليهم هذه المبالغ فور طلبها ، بما في ذلك مصاريف الاصدار.

٢ - إلغاء الترخيص للصندوق بمباشرة النشاط :

وهو إجراء يتخذ كعقوبة في بعض حالات وبشروط نصت عليها المادة ٣٠ من قانون سوق رأس المال على النحو التالي :

أ - إذا خالف الصندوق أحكام قانون سوق رأس المال أو لائحته ، أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له ولم يقدّم بعد إنذاره من الهيئة بأزالة المخالفة .

ب - إذا فقد الصندوق أى شرط من شروط الترخيص له بمزاولة النشاط ، ولم يقدّم بعد إنذاره من الهيئة باستكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة وكإجراء لازم لاصدار الهيئة لقرار إلغاء الترخيص ، فإنها لا بد وأن تصدر أولاً قرارها المسبب بوقف نشاط الصندوق ، على ألا تتجاوز مدة الوقف ثلاثين يوماً ، وعلى أن يحدد قرار الوقف هذا ، الاجراءات الواجب اتخاذها خلال مدة الوقف ، على نحو ما تقدم ، فإذا انتهت مدة الإيقاف

دون قيام الصندوق بإزالة الأسباب التي تم الوقف من أجلها ، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بالغاء الترخيص .

٣ . منع الصندوق من مزاوله كل أو بعض النشاط مؤقتا أو مطلقا :
أفصحت المادة ٣١ من قانون سوق رأس المال عن أنه إذا وقعت مخالفات جسيمة من مدير استثمار الصندوق أو من مجلس إدارته تتصل بمزاولة نشاط الصندوق وباتت هذه المخالفات تشكل خطرا يهدد استقرار سوق رأس المال ، أو مصالح أصحاب رأس مال التأسيس ، أو مصالح أصحاب واثق استثمار الصندوق ، فإن لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال في كل حالة من هذه الحالات ، أن يتخذ التدابير اللازمة لدرء هذا الخطر ، وقد حدد المشرع في المادة الماثلة عددا من التدابير منها : منع الصندوق من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص له بمزاولتها ، وذلك كتدبير وقائي من الخطر المائل ، وقد سكت المشرع عن تحديد مدة المنع وما إذا كان المنع مؤقتا إلى أن يتم إزالة المخالفات ، أم أنه منع مطلق ، ونرى أن هذا الأمر يتوقف على جسامه المخالفة ونوع الضرر الناشئ عنها ، والأمر متروك إلى الهيئة لتقديره .

٤ - تصفية الصندوق : أعطى المشرع لصناديق الاستثمار سواء كانت منشأة في شكل شركات مساهمة ، أو كانت نشاطا لأحد البنوك أو شركات التأمين الحق في تصفية عملياتها ، وقد أحال المشرع في شأن تحديد حالات وقواعد تصفية صناديق البنوك وشركات التأمين إلى ما نص عليه طلب الترخيص لها في هذا الصدد .

غير أن المشرع وكقاعدة عامة ، وبمقتضى نص المادة ٣٣ من القانون اشترط لقيام الصندوق بتصفية عملياته موافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ، وذلك حتى يتم التثبت من أن الصندوق قد أبرأ ذمته نهائيا من أية التزامات وفقا للشروط والاجراءات التي يحددها مجلس إدارة الهيئة .

وقد عُنيت المادة ١٦٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ببيان كيفية التصرف في ناتج تصفية الصندوق ، حيث نصت على أن : "يتم توزيع ناتج تصفية الصندوق بين مساهمي الشركة ، وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأس مال الشركة المدفوع ورصيد حملة الوثائق في ذلك التاريخ .

٥ - انقضاء الصندوق : ينقضى الصندوق في واحدة من ثلاث حالات

هي :

أ - إذا تضمن طلب الترخيص بإنشائه مدة زمنية محددة للصندوق ، فإن الصندوق ينقضى بانتهاء هذه المدة ، ما لم يتم له تعديل هذه المدة بمدها ، أو مد الترخيص القديم ذاته لمدة أو لمدد أخرى ، أو استصدار ترخيص جديد للصندوق وفقا للقواعد والاجراءات المعمول .

ب - كما ينقضى الصندوق بقوة القانون في أي وقت ينخفض فيه عدد وثائق استثماره القائمة عن ربع عدد الوثائق التي تم الاكتتاب فيها عند إنشائه حيث يعد ذلك دليلا على فقد ثقة المستثمرين فيه .

ج - كما ينقضى الصندوق وفقا لنص الفقرة الأولى من المادة ١٦٢ ، إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار القائمة إلى ٥٠٪ من إجمالي عدد الوثائق المكتتب فيها عند إنشائه ، ما لم يقرر أغلبية حملة الوثائق القائمة استمرار نشاطه في اجتماع يعقد خلال أسبوع من التاريخ الذي ينخفض فيه عدد الوثائق القائمة إلى الحد المشار إليه .

وفي حالة صدور هذا القرار يستمر نشاط الصندوق ، إلا إذا وصل انخفاض عدد وثائقه القائمة إلى ربع الوثائق المكتتب فيها فإنه ينقضى بقوة القانون.

الباب الثانى (١)

التكليف الشرعى لصناديق الاستثمار

تقديم وتقسيم:

ينشأ عن نشاط صناديق الاستثمار نوعان من العلاقات هما :

١ - العلاقة بين الصندوق وبين المكتتبين فى وثائق استثماره، وتدور المناقشات حول هذه العلاقة عن طبيعتها ، وهل هى علاقة اقراض أو مشاركة، وإذا كانت علاقة مشاركة فما هو نوع الشركة ونطاقها ، وتحت أى نوع من الشركات فى الفقه الإسلامى تندرج شركة الصندوق.

٢ - العلاقة بين الكيان القانونى للصندوق ومدير استثماره ، وحول هذه العلاقة تدور مناقشات واسعة عن طبيعتها ، وهل هى علاقة مضاربة أم وكالة بأجر ومتى تكون علاقة مضاربة ومتى تكون وكالة بأجر ، وما هى حقيقة كل من المضاربة والوكالة بأجر فى الفقه الإسلامى ، ومدى تطابقها أو اختلافها مع سلطات واختصاصات ومحظورات عمل مدير استثمارات الصندوق وفقاً لما نص عليه قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية .

أضف إلى نوعى العلاقات المتقدمة أن ناتج نشاط صندوق الاستثمار، يوزع على جماعة المستثمرين فيه، سواء من كان منهم من المؤسسين له، أو من المكتتبين فى وثائق استثماره، ويدور حول هذه التوزيعات عند من يتحرى الحلال والحرام من الكسب عدد من المناقشات عن مدى مشروعيتها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية .

(١) راجع: د/ عصام عبد الهادى أبو النصر - نموذج محاسبى مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار فى ضوء الفكر الإسلامى - ندوة مركز صالح كامل ، وراجع : أ.د/ محمد عبد الحليم عمر - المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامى - مرجع سابق ، وراجع : أ.د/ حسين شحاته - زكاة الاستثمارات فى الأوراق المالية وصناديق الاستثمار - ندوة مركز صالح كامل.

ومن جانبى ومن منطلق البحث العلمى المجرى فإبني سوف أحاول قدر وسعى الاسهام فى التكيف الشرعى لنوعى العلاقة المتقدمين ، وفى بيان الحكم الشرعى لتوزيعات الصناديق المشار إليها .

وأنا لا أدعى إطلاقاً أن رأيى هو الصواب وماعداه خطأ ، وإنما يغلب على ظنى أن رأيى صواب يحتمل الخطأ ، وأسأل الله عز وجل العون وحسن الفهم وسلامة القصد والبعد عن الزلل .

وسوف ينقسم هذا الباب الى ثلاثة فصول على النحو التالى :

الفصل الأول : التكيف الشرعى للعلاقة بين الصندوق وجماعة المستثمرين فيه .

الفصل الثانى : التكيف الشرعى للعلاقة بين الصندوق ومدير استثماراته.

الفصل الثالث : رأى الباحث فى شرعية توزيعات ناتج نشاط الصندوق.

الفصل الأول

التكليف الشرعى للعلاقة بين الصندوق وجماعة المستثمرين فيه

انتهينا فى الباب السابق إلى أن الفقرة الثالثة من المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال قد أوجبت فى غير صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين أن يتخذ الصندوق شكل شركة مساهمة غير أن هذه الشركة ، لا تحمل من خصائص شركات المساهمة المنشأة وفقا لأحكام قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ سوى الاسم فقط ، حيث تختلف شركة الصندوق كشركة مساهمة منشأة وفقا لأحكام قانون سوق المال عن شركات المساهمة الأخرى المنشأة وفقا لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بإصدار قانون شركات المساهمة وفقا لعدد من المعايير على النحو التالى:

معايير التفرقة بين شركة المساهمة العادية وشركة صندوق الاستثمار:

١ - معيار رأس المال : حيث نوعت المادة ٦ من اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة الصادرة بقرار وزير شئون الاستثمار والتعاون الدولى رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ رأس المال شركات المساهمة العادية إلى رأس مال مصدر ورأس مال مدفوع ، وحددت رأس المال المصدر للشركة التى تطرح أسهمها للاكتتاب العام بما لا يقل عن خمسمائة ألف جنيه ، وعن مائتين وخمسين ألف جنيه فى الشركات التى لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام ، وبحيث لا يقل ما يكتتب فيه مؤسسوا الشركة من رأس المال المصدر عن نصف رأس المال أو ما يساوى عشرة فى المائة من رأس المال المرخص به أى المبلغين أكبر .

وفى جميع الأحوال لا يجوز أن يقل المبلغ المدفوع نقدا من رأس المال عند التأسيس عن الربع .

والأمر على خلاف ذلك تماما فى صناديق الاستثمار فإن رأس مال

الصندوق أيا كان شكله أى سواء كان شركة مساهمة أو من صناديق البنوك وشركات التأمين ، ينقسم إلى قسمين : رأس مال التأسيس وقد حدده البند الثالث من المادة ١٢٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بما لا يقل عن خمسة ملايين جنيه مدفوعة بالكامل . كما اشترطت فيه الفقرة الثالثة من المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال أن يكون نقداً، وذلك بما يعنى أنه لا يجوز أن يكون حصصاً عينية أو معنوية أيا كان نوعها وحتى عندما اضاف قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٢٠٤ لسنة ١٩٩١ المادة ٦ مكرراً إلى اللائحة التنفيذية للقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ واشترطت هذه المادة ألا يقل رأس المال المصدر بالنسبة للشركات التى يكون غرضها التعامل فى الأوراق المالية عن خمسة ملايين جنيه، فإن هذه المادة الجديدة لم تشترط أن يدفع هذا المبلغ نقداً وبالكامل، وإنما قيدت هذه الزيادة بقولها : وفى جميع الأحوال لا يجوز أن يقل المبلغ المدفوع نقداً عند التأسيس عن الربع .

أما رأس المال العامل وهو القسم الثانى لرأس مال صناديق الاستثمار، فإنه لا نظير له فى رأس مال شركات المساهمة العادية ، وإنما يتكون فى صناديق الاستثمار بما يعادل عشرة أمثال أو عشرين مثل رأس مال التأسيس بحسب ما إذا كان الصندوق قد أنشئ فى شكل شركة مساهمة أو كان مملوكاً لبنك أو لشركة تأمين ، وهو المبلغ الذى رخص المشرع للصندوق أن يصدر فى مقابله أوراقاً مالية فى شكل وثائق استثمار يطرحها للاكتتاب العام أو المغلق.

الفرق واضح إذن بين صندوق الاستثمار كشركة مساهمة وبين شركات المساهمة العادية الأخرى فى معيار رأس المال .

٢ - معيار زيادة أو تخفيض رأس المال: أجاز المشرع لشركات المساهمة العادية تخفيض رأس المال المصدر (مجموع القيمة الاسمية لمختلف أنواع الأسهم الصادرة عن الشركة) وحددت المادة ١٠٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ثلاث وسائل لذلك هى : تخفيض القيمة الاسمية للسهم،

أو تخفيض عدد الأسهم ، أو شراء الشركة لبعض الأسهم واعدامها، كما أجاز المشرع كذلك فى المادة ٨٨ من نفس اللائحة زيادة رأس المال المصدر لهذه الشركات باصدار أسهم جديدة بذات قيمة الأسهم من الاصدار الأول وذلك وفقا لشروط وأوضاع نصت عليها اللائحة .

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار ، فإنه متى نشأ الصندوق وتم تغطية الاكتتاب فى وثائق استثماره فإنه يتمتع عليه اصدار وثائق استثمار جديدة إذ يجب عليه وفقا لنص المادة ١٤٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال اصدار الوثائق المرخص بها دفعة واحدة ، بل أن الصناديق المنشأة فى شكل شركة المساهمة لا يجوز لها وفقا لنص الفقرة الثانية من المادة ١٥٩ من نفس اللائحة ، اصدار وثائق بديلة لتلك التى يتم استرداد قيمتها ، وذلك خلافا لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين فى هذا الشأن ، كما يتمتع على الصندوق كذلك أن يرد حال حياته إلى حملة وثائق الاستثمار قيمة وثائقهم بمقتضى المادة ١٥٨ من اللائحة ، وذلك بما يعنى أنه يتمتع على صناديق الاستثمار حال حياته زيادة أو تخفيض رأس مال التأسيس أو رأس المال العامل لديها .

٣ - معيار الأوراق المالية التى تصدرها شركة مساهمة الصندوق والشركة المساهمة العادية : إن صندوق الاستثمار أيا كان شكله لا يجوز له أن يصدر فى مقابل أموال المستثمرين لديه إلا ورقة مالية واحدة أطلق عليها المشرع فى قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية اسم وثائق الاستثمار ، أما شركات المساهمة العادية التى تنشأ طبقا لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ فإن لها بمقتضى نص المادة ١١٩ من اللائحة التنفيذية لهذا القانون اصدار أربعة أوراق مالية هى: الأسهم ، وحصص التأسيس وحصص الأرباح ، والسندات ويجب أن تكون الأوراق المشار إليها جميعا اسمية ، فى حين أن لصناديق الاستثمار أن تصدر بمقتضى الفقرة الثانية من المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، وثائق استثمار لحاملها وفقا للشروط والأوضاع التى يحددها مجلس

ادارة الهيئة العامة لسوق المال فى كل حالة على حدة ، وبشرط ألا يزيد عدد الوثائق لحاملها على ربع مجموع الوثائق المصدرة .

وفى نطاق انواع الأسهم التى يمكن لشركات المساهمة العادية اصدارها فإن لهذه الشركات اصدار اسهم عادية وأسهم ممتازة (ينص النظام الأساسى للشركة على تقرير بعض الامتيازات لها فى التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية) واسهم عينية (تعطى مقابل الحصص العينية) وأسهم المؤسسين (التى يكتتب فيها مؤسسو الشركة) ولا مقابل لذلك كله فى صناديق الاستثمار .

٤ - معيار الادارة القانونية للشركة : تتألف الادارة القانونية لشركات المساهمة العادية من جهتين هما (أ) الجمعية العمومية والأصل أن لكل مساهم الحق فى حضور الجمعية العامة للمساهمين بطريق الأصالة أو النيابة (ب) مجلس الادارة ويتكون من عدد فردى من الأعضاء لا يقل عن ثلاثة تختارهم الجمعية العامة لمدة ثلاث سنوات وفقاً للطريقة المبينة بنظام الشركة ، وبمقتضى المادة ٩١ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ فإنه يجب أن يكون عضو مجلس الادارة مالكا لعدد من اسهم الشركة لا تقل قيمتها عن الحد المبين بنظام الشركة ، وبشرط ألا يقل عن خمسة آلاف جنيه أو القيمة التى يحددها نظام الشركة أيهما أكبر ، وتسمى هذه الاسهم بأسهم ضمان العضوية والأمر على خلاف ذلك فى صناديق الاستثمار فى شأن ادارتها القانونية حيث تخلو من وجود الجمعية العمومية ، وتقتصر فى مقابلها على اعطاء الحق وفقاً لشروط وأوضاع خاصة تقدم ذكرها، لحملة وثائق الاستثمار فى تكوين جماعة حملة الوثائق تكون لها اختصاصات رقابية على أعمال الصندوق .

أما مجلس ادارة الصندوق ، فإن الخلاف فيه أعمق عن شركات المساهمة العادية حيث لا وجود مستقل له فى صناديق البنوك وشركات التأمين ، وإنما يعد مجلس ادارة البنك أو شركة التأمين هو مجلس ادارة الصندوق التابع له، وحيث اشترط المشرع فيه بالنسبة لصناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركات المساهمة

أن يكون أغلبية أعضائه من غير المساهمين في الصندوق أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة ، وإن كان المشرع بمقتضى نص المادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال قد ترك للنظام الأساسى للصندوق الحق فى تحديد طريقة تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة ، وبيان كيفية مشاركة حملة وثائق الاستثمار فى اختيار الأعضاء .

وهناك عدد آخر من معايير التفرقة بين شركة مساهمة الصندوق وشركات المساهمة العادية منها : معيار اشتراك العاملين فى الإدارة وحصة العاملين من الأرباح والشروط الواجبة فى الإدارة الفعلية أو التنفيذية ، وقيد وتداول الأوراق المالية الصادرة عن كل منهما فى البورصة ، والقانون الذى يتم تأسيس ومزاولة نشاط الشركة طبقا لأحكامه ، إلى غير ذلك من المعايير .

صناديق الاستثمار إذن وإن كان المشرع قد أوجب تأسيسها فى شكل شركة المساهمة وذلك عدا صناديق البنوك وشركات التأمين ، إلا أنها ليست شركات مساهمة بالمعنى الفنى الدقيق لشركة المساهمة .

ونحن لا نستطيع من الوجهة القانونية إلا التسليم بإرادة المشرع فى تكييفه المتقدم مع الأخذ فى الاعتبار الوضع الخاص والطبيعة الذاتية لهذه الشركات ، وذلك بهدف الوصول إلى معرفة نقاط الاتفاق والاختلاف بين شركات صناديق الاستثمار المساهمة ذات الوضع الخاص وما أقره فقهاء المسلمين من أنواع الشركات فى الفقه الإسلامى .

وجوه الاتفاق بين شركة صندوق الاستثمار وأحكام الشركات فى الفقه الإسلامى:

بداية نقول بأن هناك ثلاث وجوه للاتفاق بين ما أقره قانون سوق رأس المال من أحكام لصناديق الاستثمار وما أقره فقهاء المسلمين من أحكام للشركات فى الفقه الإسلامى هى :

١ - عدم لزوم الشركة : فالشركة عند فقهاء المسلمين من العقود الجائزة ، لا من العقود اللازمة ، وذلك بما من شأنه أنه يجوز لأى من الشريكين أن ينفصل من الشركة متى شاء ، وهو نفس ما أقره المشرع القانونى فى صناديق الاستثمار ولكن بأسلوب آخر هو أسلوب التخارج ، حيث أتاح للمستثمر (صاحب وثيقة استثمار الصندوق) وفقا لما ينص عليه نظام الصندوق ونشرة الاكتتاب فى وثائقه أن يسترد قيمة وثائقه من الصندوق أو يتداولها فى البورصة بحسب الأحوال ويخرج بالتالى من الشركة ، كما وضع القانون كذلك وعلى نحو ما رأينا عند الحديث عن انقضاء الصندوق ، عددا من أساليب الانقضاء .

٢ - المشاركة فى الربح والخسارة عن نشاط الشركة وفقا لما يتم عليه الاتفاق : وهو مبدأ انعقد عيه اجماع فقهاء المسلمين من حيث الأصل ، إذ الغرم بالغنم عندهم ، وهو نفس ما أقرته الفقرة الأخيرة من المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال التى تنص على أن : يكون لحاملى وثائق الاستثمار (بعد الوفاء بقيمتها نقدا وفقا لسعر الإصدار) حق الاشتراك فى الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه وفقا للشروط والأوضاع التى تبينها نشرة الاكتتاب .

٣ - تخويل الشركاء حقوقا متساوية قبل الشركة : إذ مادام الشركاء متماثلين فى الالتزامات فينبغى أن تكون حقوقهم متماثلة أو متساوية ، فإن الأرباح فروع وما دامت اصول الشركة متماثلة فمن المنطقى أن يكون استحقاق الفروع متماثلا كذلك ، وهو مبدأ يمكن استقاؤه من أسباب الخلاف بين فقهاء الشريعة الاسلامية فى أنواع شركات المفاوضة والأبدان والوجوه ، حيث إن علة من منع منهم لهذه الأنواع هى الغرر سواء فيما يتصل بمحل الشركة (وهو المال أو العمل) أو فيما يتصل بالحقوق المكتسبة لكل شريك .

وقد أقرت الفقرة الأخيرة من المادة ١٤٦ من لائحة قانون سوق المال هذا المبدأ بقولها "تخول وثائق الاستثمار ، للمستثمرين حقوقا متساوية قبل الصندوق".

ثانيا : وجوه الاختلاف بين شركة صندوق الاستثمار وأحكام الشركات فى الفقه الاسلامى :

بداية نقول بأن شركة صندوق الاستثمار المساهمة ، نوع حديث نسبيا من أنواع شركات الأموال ، ينقسم رأس مالها إلى قسمين : رأس مال التأسيس ويقدم من جماعة المؤسسين ويحصلون بمقتضاه على وثائق استثمار ، حيث يندمج فيما بعد فى رأس المال العامل وإنما لزمّت التفرقة بينه وبين رأس المال العامل خصوصا فى مرحلة التأسيس ، حتى يتحدد بمقتضاه ، حجم ومقدار وثائق الاستثمار التى يصرح للصندوق باصدارها وحتى يتوفر شرط الترخيص للصندوق بمزاولة النشاط ، أما القسم الثانى من رأس مال الصندوق فهو رأس المال العامل ، ويتكون فى جزء منه من رأس مال التأسيس وفى جزئه الآخر وهو الجزء الأكبر منه من قيمة وثائق الاستثمار التى يصرح للصندوق باصدارها ويتم الاكتتاب فيها بالفعل وفقا للشروط والأوضاع آنفة البيان .

وتكون هذه الوثائق متساوية القيمة قابلة للتداول فى البورصة أو للاسترداد المباشر لقيمتها من الصندوق ، وتمتد مسئولية المكتب فيها إلى دفع قيمتها نقدا وبالكامل عند الاكتتاب ، وإلى المسئولية عن الخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق بنسبة ما يملكه كل مكتب فى الوثائق وفقا للشروط والأوضاع التى تبينها نشرة الاكتتاب ، وإن كانت هذه المسئولية الأخيرة محصورة فى فقدته لجزء من القيمة الاستردادية للوثيقة ، كما تخول هذه الوثائق للمستثمرين حقوقا متساوية قبل الصندوق ، وحق الاشتراك فى الأرباح الناتجة عن نشاط الصندوق عند تحققها . ولا تخول لصاحبها حقا مكتسبا فى إدارة الصندوق .

وإذا كان الفقه الاسلامى قد أقر عقد الشركة وعنى بتفصيل أحكامها وشروطها وأنواعها ، فإنه ومن ناحية أخرى قد قسمها إلى ثلاثة أقسام رئيسية هى :

١ - شركات الأموال (شركات العنان والمفاوضة).

٢ - شركات الأبدان (شركات الأعمال).

٣ - شركات الوجوه (الشركة على النظم من غير صناعة ولا مال).

فأما شركة العنان فهي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر بدفع حصص من رعوس أموال متماثلة في الجنس والنوع لغرض التجارة فيها على أن يكون الربح والخسارة بينهما بنسب أموالهما أو بما يتم عليه الاتفاق .

وأما شركة المفاوضة ، فهي مشتقة من تفويض كل من الشريكين أو الشركاء لبعضهم البعض في التصرف في ماله مع غيبته وحضوره وقد أجازها فقهاء المالكية والحنفية ومنع الشافعية من جوازها، ويرى الحنفية أن من شرط المفاوضة التساوى في رعوس الأموال وأجراء التصرفات والديون التي تلحق بالشركة وأن يكون التفويض على الإطلاق أى غير مقيد.^(١)

وأما شركة الأبدان أو الأعمال فهي ما يقع من اتفاق بين الحرفيين ليكون بينهما أو بينهم كسبهما بحرفتهما متساويا أو متفاوتا مع اتفاق الصناعة كنجار ونجار، أو اختلافها كنجار وحلاق أو رفاء، وقد أجازها المالكية والحنفية وأبطلها الشافعية لأن الشركة عندهم إنما تختص بالأموال لا بالأعمال ، لأن الأعمال لا تتضبط ويصاحبها دائما الغرر ، إذ يعد عمل كل واحد من الشركاء مجهولا لدى الآخر .

وأما شركة الوجوه وهي الشركة على النظم من غير صناعة ولا مال بأن يشترك اثنان باسمهما التجاري وسمعتهما ووجاهتهما عند الناس ، وليس لهما مال فيشتريان بالنسيئة ويبيعان بالنقد ، ويحصلان على هامش ربح يكون بينهما بنسبة ما يتفقان عليه ، وقد أبطلها مالك والشافعية وأجازها الإمام أبو حنيفة رضي الله عنهم .

(١) راجع في معنى ذلك : بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد - دار الكتب العلمية بيروت ١٩٨٨ ج ٢ ص ٢٥٤ .

وهناك نوع رابع من الشركة يكون فيها المال من جانب والعمل من جانب آخر على أن يتم اقتسام الربح بين الشركاء بنسب معلومة منه، وهى ما يعرف فى الفقه الاسلامى بالمضاربة أو القراض .

التصنيف الفقهي لشركة صندوق الاستثمار :

إن شركة صندوق الاستثمار لا تتدرج تحت نوع واحد من أنواع الشركات الواردة فى الفقه الاسلامى ، وإنما هى مزيج متجانس من شركات العنان والمضاربة الجائزتان شرعا ، حيث يتم فيها وعلى نحو ما قدمناه فى مواضع كثيرة تقديم رأس المال بنسب متفاوتة من جماعتى المؤسسين والمستثمرين ، ووضعه تحت تصرف الادارة القانونية للصندوق ، التى تتولى ادارته واستثماره فى نوع واحد من النشاط هو الأوراق المالية ، من خلال جهة ثالثة متخصصة تسمى مدير استثمار الصندوق ، لا تساهم فى رأس مال الصندوق وإنما تستثمره فقط بمالها من خبرة ودراية سابقة بمجال الأوراق المالية وذلك فى مقابل نصيب من الأرباح يحدده عقد الادارة بينها وبين الصندوق ، على أن يبين هذا العقد مقابل الادارة الذى يتقاضاه مدير الاستثمار .

أما باقى أرباح الصندوق فإنه يوزع دوريا أو تراكميا بين المستثمرين طبقا للنسب التى حددها نظام الصندوق ونشرة الاكتتاب فى وثائق استثماره .

وبناء عليه فإن التكييف الشرعى للعلاقة بين الصندوق وجماعة المستثمرين فيه يندرج تحت نوع خاص من المشاركة الجائزة شرعا فى ذاتها ، دون أركانها، وشروطها التى تخضع فيما يتعلق بالجواز والمنع للأحكام الفقهية التفصيلية فى عقد الشركة .

الفصل الثانى

التكليف الشرعى للعلاقة بين الصندوق ومدير استثماراته

انتهينا فى الباب الأول أن المشرع المصرى قد أوجب لمنح ترخيص مزاولة النشاط لصندوق الاستثمار وإكمال تأسيسه ، أن يعهد بإدارة نشاطه كله إلى جهة ذات خبرة فى إدارة صناديق الاستثمار ، يطلق عليها اسم (مدير الاستثمار) وأن يبرم مع مدير الاستثمار عقد إدارة يحدد فيه حقوق والتزامات طرفى العقد ومقابل الإدارة الذى يتقاضاه مدير الاستثمار ، وحالات انتهاء وفسخ العقد .

كما انتهينا كذلك فى الفصل الرابع من الباب الأول من تحديد وذكر الشروط التى أوجبها المشرع فى مدير الاستثمار وأوضاع وشروط مباشرته لنشاط الصندوق ومسئوليته والمحظورات التى يجب عليه تجنبها عند مباشرته لإدارة نشاط الصندوق .

ولنا بعد ما قدمناه عن الإدارتين القانونية والتنفيذية لصناديق الاستثمار من بيان ، أن نتساءل عن التكليف الشرعى للعلاقة بين الصندوق ومدير استثماراته وهل هى علاقة مضاربة أو وكالة بأجر ؟

وبداية فإننا ننبه إلى أننا نقصد بالصندوق . الهيكل المؤسسى له الذى يضم : الاسم وجماعة المؤسسين وجماعة المستثمرين والإدارة القانونية له (مجلس الإدارة) وذلك بما يعنى أن يكون الصندوق هو رب المال ، وأن يكون مدير استثماره هو المضارب أو الوكيل بأجر ، أى العاقد الثانى فى عقد المضاربة أو الوكالة (عقد الإدارة) وهذا خلافا لما يراه البعض^(١) من كون صندوق الاستثمار

(١) راجع د/ عبد الستار أبو غده - فى بحث له بعنوان : التكليف الشرعى لصناديق الاستثمار وراجع كذلك د/ عطية فياض فى بحث له بعنوان : التكليف الشرعى لصناديق الاستثمار ومشروعاتها والبحاث منشوران ضمن أعمال ندوة صناديق الاستثمار فى مصر التى نظمها مركز صالح كامل بجامعة الأزهر مارس ١٩٩٧ .

هو المضارب ومن كون المستثمرين (أصحاب الوثائق) هم رب المال، وهو من وجهة نظرنا اجتهد غير موفق من وجهين :

أ - أن الصندوق ممثل في إدارته القانونية (مجلس الإدارة) يتمتع عليه إدارة نشاطه الاستثماري ، حيث هو ملزم بمقتضى نص الفقرة الأخيرة من المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال بأن يعهد بإدارة نشاطه إلى إحدى الجهات المتخصصة ذات الخبرة في إدارة صناديق الاستثمار ، يطلق عليه اسم (مدير الاستثمار) والسؤال الذي نطرحه هو : كيف يكون الصندوق مضارباً ، وهو يتمتع عليه وفقاً لقانون تأسيسه أن يباشر بنفسه إدارة نشاطه الاستثماري .

ب - أما الوجه الثاني فهو أن الصندوق مالك لرأس المال ، أو هو على الأقل مالك لجزء منه هو رأس مال التأسيس ، والمالك إذا أدار ما يملك لا يقال عنه مضارب وإنما المضارب هو الذي يتجر بمال غيره .

ونرى أنه يلزم للوصول إلى التكييف الشرعي الدقيق للعلاقة بين الصندوق ومدير استثماراته أن نقدم لذلك بفكرة موجزة عن عقدي المضاربة والوكالة بأجر

أولاً : عقد المضاربة :

إن المضاربة في اصطلاح الفقهاء هي عقد يتم بمقتضاه دفع رب المال ماله إلى آخر ليعمل فيه ، ليكون الربح بينهما بحسب اتفاقهما . وأركانها ستة هي : عاقدان وهما رب المال والعامل ، وعمل ، وربح ، ومال ، وصيغة .

وبعيداً عن الصيغة التي يمكن أن يقوم مقامها عقد الإدارة المبرم بين الصندوق ومدير استثماره ، وعن رأس المال الذي تحققت في العقد المائل شروطه المتفق عليها بين الفقهاء من كونه نقداً رائجاً معلوماً مسلماً بالكامل إلى المضارب .

أما رب المال والعامل وهما طرفا العقد فإن شرطهما باجماع الفقهاء هو أهلية التوكيل والتوكل ، وذلك من حيث أن رب المال موكل للمضارب بالتصرف

فى مال المضاربة ، والمضارب وكيل عنه فى التصرف ، ولأن القراض (المضاربة) توكيل وتوكل بعوض ، فيشترط فيه أهلية التوكيل فى المالك وأهلية التوكل فى العامل^(١).

وأما العمل فى عقد المضاربة وهو العنصر المقابل لرأس المال فى استحقاق المضارب لنسبة من الأرباح المحققة ، فإن الفقهاء قد توسعوا فى بيان أحكامه ، واشترطوا فيه شروطا تتحول المضاربة بدونها من الصحة الى الفساد ، ومجمل هذه الشروط هو :

- ١ - اختصاص المضارب بالعمل .
- ٢ - أن يكون العمل ذو طابع تجارى .
- ٣ - ألا يضيق رب المال على العامل (المضارب) فى تصرفاته التى يبتغى بها الربح^(٢).

وهى عين الشروط والاختصاصات والمسئوليات التى نص عليها قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية فى مدير استثمارات الصندوق كما تقدم بيانها.

ثانيا : الوكالة بأجر :

الوكالة بفتح الواو وكسرهما لغة : التفويض والمراعاة والحفظ .

واصطلاحا : تفويض شخص لغيره ، ما يفعله عنه حال حياته مما يقبل النيابة شرعا^(٣) وقد ذكر ابن جزى فى القوانين الفقهية أن الوكالة تكون على نوعين :

الأول: تفويض عام ، ويدخل تحته جميع ما تصح فيه النيابة من الأمور

(١) راجع : مغنى المحتاج إلى شرح المنهاج للشيخ محمد الشربيني الخطيب ج ٣ ص ٣١٤ .

(٢) لمزيد من التفصيل راجع : د/ زكريا محمد الفالح القضاة - السلم والمضاربة - دار الفكر - عمان ١٩٨٤ ص ٢٢٣ .

(٣) نهاية المحتاج إلى شرح المنهاج . لابن شهاب الدين الرملى - دار الفكر ١٩٨٤ ج ٥ ص ١٥ .

المالية إلا ما يستثنيه المفوض (الموكل) من الأشياء (وعند الشافعي لا يصح التفويض العام) .

والثاني: توكيل خاص ، حيث يختص بما جعل الموكل للوكيل من قبض أو بيع أو غيره فإن أذن له أن يبيع بما يرى وكيفما يرى جاز له ذلك .

كما يذكر ابن جزى أن الوكالة تجوز بأجرة وبغيره أجرة ، فإن كانت بأجرة فحكمها حكم الاجارات ، وإن كانت بغير أجرة فهو معروف من الوكيل وله أن يعزل نفسه^(١).

معيار التفرقة بين المضاربة والوكالة :

قدمنا أنه يشترط في عقد المضاربة أن يتمتع طرفا العقد بأهلية التوكيل والتوكل وذلك من حيث إن رب المال موكل للمضارب بالتصرف في مال المضاربة ، والمضارب وكيل عنه في التصرف ، ولأن المضاربة توكيل وتوكل بعوض .

فإذا كانت المضاربة (القراض) توكيلا بعوض ، فما الفرق بينها وبين الوكالة بأجر ؟ نحن من خلال استقراء ما ذكره الفقهاء في شأن معيار التفرقة المتقدم نقول : بأن هناك معيارين للتفرقة بين المضاربة والوكالة بأجرهما :

١ - معيار الصيغة التي ينعقد بها عقد المضاربة أو التوكيل .

٢ - معيار تحديد الأجر ، فإن كان الأجر مبلغا مقطوعا محددا عند إبرام العقد فإن العقد يكون وكالة بأجر ، أما أن كان الأجر نسبة من ناتج نشاط العامل كالنصف أو الثلث أو الربع من الأرباح المحققة الناتجة عن عمل الطرف الثاني في العلاقة التعاقدية غير رب المال ، فإن العقد يكون مضاربة أو قراضا وهناك فرق بين أجر الوكيل ، ونسبة المضارب من الأرباح المحققة ، فإن الوكيل يستحق الأجر المحدد له على كل حال ، سواء كانت نتيجة نشاطه إيجابية أم سلبية ، أما

(١) راجع : القوانين الفقهية لابن جزى - دار القلم بيروت ص ٢١٦ .

المضارب فإنه لا يستحق نسبته إلا إذا كان ناتج نشاطه إيجابيا ، وتحقق الربح بالفعل ، لأن الأجر نسبة من الربح المحقق.

إذا تقرر ذلك فإن المرجع فى التكييف الشرعى للعلاقة بين الصندوق ومدير استثماره هو عقد الادارة الذى يتحدد بمقتضاه حقوق والتزامات طرفى العقد ومقابل الادارة الذى يتقاضاه مدير الاستثمار ، فإن كان هذا المقابل مبلغا مقطوعا معروفا عند التعاقد ، يتقاضاه المدير على كل حال بصرف النظر عما إذا كان ناتج نشاط الصندوق إيجابيا أم سلبيا ، فن هذه العلاقة تكون وكالة بأجر، أما إذا كان مقابل الادارة (أجر المدير) نسبة من الربح المحقق للصندوق أيا كان مقدارها، لا يتقاضاه المدير إلا إذا تحقق الربح وكان ناتج نشاط الصندوق إيجابيا، فإن عقد الادارة يكون عقد مضاربة ، ويعتبر مدير الاستثمار فى هذه الحالة مضاربا والأرباح المحققة أرباح مضاربة .

الفصل الثالث

رأى الباحث فى شرعية توزيعات ناتج نشاط صندوق الاستثمار

انتهينا فى الفصل الثانى من الباب الأول إلى أن صناديق الاستثمار قد تكون دورية (يتم فيها توزيع الأرباح الصافية للصندوق على أصحاب وثائق الاستثمار على فترات دورية متعاقبة) وقد يكون الصندوق تراكميا، يتم فيه تعليه كل ربح يتحقق للوثيقة على قيمتها الاسمية، حيث يتم الحصول عليه مع قيمة الوثيقة عند استردادها أو انقضاء الصندوق وقد يكون الصندوق دوريا تراكميا فى نفس الوقت، توزع فيه نسبة من أرباحه على فترات دورية وتعلى النسبة الباقية على القيمة الاسمية للوثيقة لترتفع بذلك قيمتها السوقية أو الاستردادية.

كما انتهينا إلى أن أرباح الوثائق تتضمن مايلى :

أ - الكوبونات المحصلة والمستحقة ب - العوائد المحصلة والمستحقة ج - الأرباح الناتجة للصندوق من بيع الأوراق المالية المكونة لمحفظة د - صافى الزيادة الرأسمالية فى قيمة وثائق استثماره هـ - الأرباح الناتجة عن الزيادة فى صافى القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق .

وتتلخص إيرادات الصندوق بصفة عامة فى ثلاث مجموعات من الإيراد هى : ١ - عائد استثمارات فى أوراق مالية ٢ - أرباح من بيع أوراق مالية ٣ - الزيادة الفعلية فى القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة لمحفظة أوراق الصندوق المالية.

ويدور التساؤل عن شرعية التوزيعات التى يحصل عليها صاحب وثيقة الاستثمار سواء كانت هذه التوزيعات دورية أو تراكمية أو جزءا من ناتج تصفية الصندوق أو حصل عليها صاحب الوثيقة فى أية صورة أخرى .

وبداية نقول على سبيل الاحتراز بأن صناديق الاستثمار بجميع أشكالها

حتى ولو كانت مملوكة للبنوك أو شركات التأمين ، فإنها ليست بنوكا ولا شركات تأمين ولا يمت نشاطها لأعمال البنوك التجارية التقليدية ولا للأعمال التأمينية بصفة فهي لا تتلقى ودائع من الأفراد في أى شكل من أشكال الوديعة ، ولا تؤمن على الأفراد أو الممتلكات ، وهي لا تمنح قروضا ولا تقدم انتمانات أو ضمانات ، ولا يجوز لها بصريح نص الفقرة الأولى من المادة ١٤٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال مزاولة أية أعمال مصرفية ، وعلى وجه خاص ، اقراض الغير أو ضمانه ، أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة .

ومن ثم فإن المدخل الرئيسى لبحث شرعية (حل أو حرمة) أرباح وتوزيعات صناديق الاستثمار ، التى يحصل عليها المستثمرون فيها من اصحاب وثائق استثمارها ينبغى إلا يتم بقياس نشاطها على أعمال البنوك أو شركات التأمين ، أو بقياس أرباح وتوزيعات وثائق استثمارها على الفوائد المصرفية أو المزايا التأمينية ، فهذا قياس غير صحيح لما قدمنا .

والمدخل الصحيح لبحث حل أو حرمة الأرباح والتوزيعات المشار إليها ، ينبغى أن يتم من خلال بحث مكونات محفظة الأوراق المالية للصندوق ، وعائد كل ورقة من مكونات هذه المحفظة ، فإن صناديق الاستثمار كما تقدم ، تهدف إلى استثمار رأس مالها العامل بشقيه (رأس مال التأسيس زائد قيمة مبيعاتها للمستثمرين من اصداراتها من وثائق الاستثمار) فى مجال الأوراق المالية ، وذلك عن طريق تكوين محفظة أوراق مالية من خليط متجانس من الأوراق المالية ، يتم اختياره بمعرفة مدير استثمار الصندوق ، وهو خليط يمكن أن يضم أسهما وسندات وأذون خزانة وصكوك تمويل ووثائق استثمار لصناديق استثمار أخرى، وفوائد عن ودائع لأجل فى البنوك أو عن حسابات جارية وأرباح استثمارات أخرى.

محفظة الأوراق المالية للصندوق إذن تضم خليطا من الأوراق المالية المتقدمة يمكن أن يضارب عليها مدير استثمار الصندوق فى سوق الأوراق المالية

(البورصة) وتحقيق أرباح من عمليات البيع والشراء لها ، ويمكن أن يحتفظ بها المدير للحصول على توزيعاتها من جهات إصدارها، والاستفادة من ارتفاع قيمتها السوقية وتحقيق أرباح رأسمالية.

وبالتالى فإن مصدر أرباح الصندوق وتوزيعاته يمكن أن يكون فى جزء منه مكونا من فوائد بنوك تجارية عن ودائع لأجل للصندوق فيها ، ومن فوائد عن سندات وأذون خزانة ، من مكونات محفظة الصندوق ، وهو الأمر الذى يدعو إلى دراسة مكونات محفظة كل صندوق على حدة ، ورؤية عائد كل ورقة من أوراقها قبل الحكم على اجمالى أرباح الصندوق ، أو توزيعاته على المستثمرين فيه بالحل و الحرمة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية .

مكونات محفظة الأوراق المالية للصندوق :

إن الأوراق المالية المتداولة حاليا فى سوق الأوراق المالية فى مصر تتنوع إلى :

- ١ - الأسهم بمختلف أنواعها .
- ٢ - الأوراق الحكومية (السندات وأذون الخزانة) والمضمونة من الحكومة.
- ٣ - سندات الشركات .
- ٤ - صكوك التمويل والاستثمار .
- ٥ - وثائق الاستثمار .
- ٦ - كما يندرج ضمن الأصول المتداولة للصندوق : الودائع لأجل بالبنوك وفى ايجاز غير مغل ، سوف نلقى الضوء على الطبيعة القانونية لكل ورقة من هذه الأوراق ، والعائد المستحق لها .

١ - الأسهم ^(١) : ينقسم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، والسهم يمثل الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة ، كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق وتتميز الأسهم بالخصائص الآتية:

أ- تساوى قيمتها ب - عدم قابليتها للتجزئة ج - قابليتها للتداول د - تتحدد مسئولية المساهم عن التزامات الشركة قبل الغير بقيمة أسهمه. وللشهم ثلاث قيم هي :

(أ) القيمة الاسمية وهي القيمة المدونة على وجه الصك .

(ب) القيمة التجارية (السوقية) وهي السعر الذي يمكن أن يتداول به السهم في البورصة .

(ج) القيمة الحقيقية ، وهي نصيب السهم في صافي أصول وموجودات الشركة بعد خصم ديونها والتزاماتها . وتتوزع الأسهم وفقا لأربعة معايير إلى:

١ - فهي تتوزع وفقا لمعيار طبيعة حصة كل شريك إلى : أسهم نقدية وأسهم عينية .

ب - وهي تتوزع وفقا لمعيار استهلاك السهم أى رد قيمته الاسمية للشريك إلى: أسهم رأس مال وأسهم تمتع .

ج - وهي تتوزع وفقا لمعيار الحقوق التي تخولها للمساهمين إلى : أسهم عادية، وأسهم ممتازة.

د - وهي تتوزع وفقا لمعيار قابليتها للتداول إلى : أسهم اسمية، وأسهم لحاملها وأسهم أذنية أو لأمر صاحبها وهذه يتم تداولها بالتظهير .

السهم إذن يمثل نصيبا لصاحبه في رأس مال الشركة ، ويعتبر صاحبه شريكا في رأس المال ، ويتمتع بالحقوق الآتية :

(١) د/ عطية عبد الحليم صقر - ضرائب الدخل في القانون امصرى - ١٩٩٧ .

أ - الحق في المشاركة في ادارة الشركة عن طريق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين والحق في الترشيح لمجلس الادارة وفقا لشروط خاصة يقررها نظام الشركة .

ب - الحق في الحصول على نصيب من ارباح الشركة، يتوقف في وجوده ومقداره على تحقق وحجم الأرباح المحققة للشركة ، وما يتم توزيعه منها، وفي المقابل تحمل جزء من خسائر الشركة بنسبة نصيب كل مساهم في رأس مال الشركة.

ج - الحق في الحصول على كل أو جزء القيمة الاسمية للسهم وعلى جزء من ناتج تصفية الشركة عند انقضاءها .

وما يحصل عليه المساهم من توزيعات لأسهمه يسمى ربحا، وهو يتوقف في حله وحرمة من الناحية الشرعية على نوع النشاط الذي تقوم به الشركة ومدى مطابقته أو مخالفته لأوامر المشرع الاسلامي الحنيف ونواحيه .

٢ - السند : هو عبارة عن صك يثبت ديننا على جهة اصداره (سواء كانت الحكومة أو احدى هيئاتها أو مؤسساتها العامة ، أو احدى شركات القطاع العام أو الخاص أو قطاع الأعمال) لصالح صاحبه لمدة محددة يستهلك في نهايتها، ويتمتع بالخصائص الآتية :

أ - قابليته للتداول إما بالطريق التجاري ، أى القيد في دفاتر الشركة إن كان اسميا ، أو عن طريق التسليم إن كان لحامله .

ب - أنه يمثل حقا دائنا لحامله على جهة اصداره ، ويعطى لصاحبه الحق في استرداد قيمته في موعد استحقاق محدد ، وفي تقاضى فائدة محددة ، أيا كان المركز المالي لجهة الاصدار وله ضمان عام على اموال جهة الاصدار ، يتقدم بموجبه صاحبه على غيره من الدائنين غير المماثلين له . وعلى ذلك فإن حقيقة السند تتمثل في :

(أ) أنه لا يعتبر جزءاً من رأس مال الشركة ، بل هو دين تعقده جهة إصداره لمدة محددة يستهلك في آخرها بالطريقة التي تحددها نشرة الاكتتاب فيه .

(ب) لا يعتبر صاحبه شريكاً في شركة أو نشاط ما ، وإنما هو دائن لجهة الإصدار .

(ج) لصاحب السند الحق في الحصول على فائدة سنوية ومزايا أخرى محددة في نشرة الاكتتاب بغض النظر عن ربح أو خسارة جهة إصداره ، وذلك بما يعنى أنه لا يتحمل أية مخاطر للتشغيل .

(د) ليس لحامل السند دور في إدارة الشركة .

(هـ) لحامل السند الحق في الحصول على دينه كاملاً عند انقضاء الشركة أو عند انقضاء مدته أيهما أقرب وهو مقدم على المساهمين فيها .

عائد السند إذن (خلافًا في ذلك لعائد السهم) إنما هو نسبة محددة معلومة مقدماً من القيمة الاسمية للسند، يستحق بصفة دورية سنوياً حال حياة السند بدون تحمل المكتتب فيه لأية مخاطر ناتجة عن تشغيل جهة إصداره لحصيلة الاكتتاب فيه فهو إذن يستحق عن رأس المال في مقابل الأجل ، وهو ما يجعله بطبيعته يندرج تحت باب الربا المحرم شرعاً في الإسلام .

ويتنوع السند وفقاً لأجل القرض الذي يمثله إلى نوعين: سندات عادية ، وأنون خزانة ، وتمثل السندات العادية صكوكاً لقروض متوسطة وطويلة الأجل ، أما إذن الخزانة فإنه صك يمثل قرضاً قصير الأجل ، تعقده الحكومة عادة ، وينوب عنها البنك المركزي في عملية إصداره ، لحاجتها الوقتية إلى المال ، لمواجهة عجز موسمي في مواردها العادية ، أو لتمويل عملية محددة ، وتتراوح مدته بين واحد وتسعين يوماً إلى أقل من سنة ، وتتعهد الحكومة برده مع فوائده إلى المكتتب فيه عند نهاية أجله ، وتحدد نسبة الفائدة المقررة له تبعاً للعطاءات المقدمة من جمهور المكتتبين في كل إصدار على حدة .

وهناك جهات متعددة لإصدار السندات ، حيث قد تصدرها الحكومة عندما تعقد قرضا عاما داخليا أو خارجيا ، وقد تصدره إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة في الدولة أو إحدى وحدات الحكم المحلي ، ويكون مضمونا من الحكومة في هاتين الحالتين ، وقد تصدره بالإضافة إلى ذلك بعض الشركات سواء التابعة للقطاع العام أو قطاع الأعمال العام أو القطاع الخاص ، وذلك عندما تكون الشركة في حاجة إلى رأس المال لمواجهة التوسع في النشاط أو في الإنشاءات أو في عمليات التحديث ، دون أن يكون في مقورها أو في رغبتها إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس المال ، حيث تلجأ حينئذ إلى الاقتراض بإصدار السندات ، لتغطية حاجتها المالية المؤقتة ، على أن يتم لها استهلاك هذه السندات فيما بعد وعند تحقق يسرها المالي .

٣ - صكوك الاستثمار : أجاز القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ بإصدار قانون في شأن الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها، أجاز إنشاء شركات مساهمة ، لا يقل عدد المؤسسين لها عن عشرين شخصا، ولا يقل عدد الأسهم التي يكتب بها كل منهم عن واحد في المائة من قيمة رأس المال المصدر، الذي لا يقل بدوره عن خمسة ملايين جنيه . ولا يزيد على الخمسين مليوناً مدفوعاً بالكامل ، ومملوكاً كله لمصريين مطروحا منه ما لا يقل عن خمسين في المائة للاكتتاب العام لغير المساهمين .

أجاز المشرع لهذه الشركات أن تتلقى أموالاً من الجمهور ، بأية عملة، وأية وسيلة وتحت أي مسمى ، لتوظيفها، أو استثمارها، أو المشاركة بها، سواء أكان هذا الغرض صريحا أو مستترا ، وذلك بما لا يزيد على عشرة أمثال رأس المال المصدر .

وبمقتضى نص المادة السادسة من القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ أنف البيان فإن للشركة أن تصدر صكوك استثمار ، مقابل الأموال التي تتلقاها ، وتخول هذه الصكوك لمالكها الحقوق التالية :

أ - المشاركة في الأرباح والخسائر دون المشاركة في الإدارة، وذلك بما من شأنه أن يكون للصاحب ملك الاستثمار الذي أصدرته الشركة طبقاً لأحكام هذا القانون، حصة في صافي الربح الناتج عن استثمار قيمتها، ويتحصل نصيبه فيما قد يتحقق من الخسارة..

ب - امتياز الحصول على نصيب من نتائج التصفية قبل حصة السهم رأس المال..

وقد تركزت اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦١ المائل الصادرة بقرار السيد وزير الاقتصاد رقم ٣٤٤ لسنة ١٩٨٨ لتظام الشركة المصدرة لسكوك الاستثمار تحديد شروط كل إصدار وعلى وجه خاص : أسس المشاركة في الأرباح والخسائر ، شروط استرداد الصك قبل وعد التهام مدته ، ومدى قابليته للتجديد التلقائي ..

وبناء على ما تقدم فإن ملك الاستثمار ورقة مالية قريبة من السهم من حيث ما تنوِّله لصاحبها من حق المشاركة في الأرباح والخسائر ، إلا أنها تختلف عن السهم من حيث منع مشاركة صاحبها في إدارة الشركة المصدرة لهاء ومن حيث تقسيم حلال الصك على حامل السهم في الحصول على نصيب من نتائج التصفية ، إلا أن ملك الاستثمار ومن حيث ما خلعه عليه القانون المائل ولائحته التنفيذية من مواصفات يختلف تماماً عن السند من حيث إن حامل الصك ليس مقترضاً وليس دائناً للشركة المصدرة له. ومن هنا فإن ملك الاستثمار يمكن إلحاقه بطلند الأسهم من حيث الحل والحرمة الشرعيين ..

٤ - سكوك التمويل :

وهي سكوك يجوز لشركات المساهمة المشملة طبقاً لأحكام القانون ١٤٦١ لسنة ١٩٨٨ المشار إليه التي لا يكون من بين أغراضها تلقي الأموال لاستثمارها ، الصادرها ، أما للجهة الاحتياجات التمويلية للشركة ، أو لتمويل نشاط أو

عملية بذاتها ، وذلك وفقا للشروط والأوضاع المحددة باللائحة التنفيذية للقانون المائل .

وتتميز صكوك التمويل بعدة خصائص يمكن استخلاصها من اللائحة التنفيذية على النحو التالى:

- أ - أنها ذات عائد متغير .
 - ب - تصدر فى شكل شهادات اسمية قابلة للتداول فى البورصة .
 - ج - تخول الصكوك من ذات الاصدار حقوقا متساوية لحامليها فى مواجهة الشركة .
 - د - يمكن اصدارها إما عن طريق الاكتتاب العام ، أو الاكتتاب المغلق - اذا تم الاتفاق بين الشركة المصدرة ومجموعة البنوك وشركات التأمين والصناديق والشركات المالية التى يكون من أغراضها تسويق الأوراق المالية ، على تغطيتها بالكامل .
 - هـ - يتم الاكتتاب فيها بموجب شهادات اكتتاب متضمنة بيانات الشركة المصدرة والصكوك المكتتب فيها .
 - و - تتنوع هذه الصكوك إلى نوعين هما :
 - ١ - صكوك تمويل اسمية ٢ - صكوك تمويل قابلة للتحويل إلى أسهم .
 - ز - أنها قابلة للاستهلاك فى مواعيد محددة وبشروط معينة ، توضيحها شهادات الاكتتاب فيها .
 - ح - أنها تتضمن ضمانات وتأمينات خاصة بالحقوق الذى يمثله الصك .
- وبناء على ما تتمتع به صكوك التمويل من خصائص قانونية، فإنه يمكن اعتبارها نوعا من أنواع السندات ذات الطبيعة الخاصة، التى لا تدر عائدا ثابتا ، وإنما تدر عائدا متغيرا ، كما أن المركز القانونى لحامل صك التمويل يتشابه إلى

حد كبير مع المركز القانونى لحامل السند من حيث ما يمثله كل من الصك والسند من حقوق لحامله قبل جهة اصداره ومن التزامات على هذه الجهة .

وعلى ذلك فإن حامل صك التمويل ، ليس فى مركز الشريك فى شركة المساهمة الذى يستحق قدرا غير معروف مقدما من أرباح الشركة ويتعرض لتحمل قدر من خسائرها بنسبة أسهمه ، وإنما هو فى مركز المقرض أو الدائن الذى يستحق عائدا ولا يتحمل شيئا من الخسارة ، ولا شأن له بالمركز المالى للشركة ، إضافة إلى أنه يسترد كامل القيمة الاسمية للصك عند استهلاكه ، والفارق الجوهرى بين عائد كل من صك التمويل والسند هو فى ثبات أو تغير العائد، فعائد السند ثابت وهو منسوب إلى أصل رأس المال (القيمة الاسمية للسند) وعائد صك التمويل متغير وهو أيضا منسوب إلى قيمته الاسمية.

الودائع لأجل : الأصل أن يوجه صندوق الاستثمار الجانب الأكبر من رأسماله العامل فى عمليات الاستثمار المصرح له بها ، وأن يحتفظ لديه بمقتضى المادة ١٤٤ من لائحة قانون سوق المال ، بنسبة كافية من السيولة ، لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار ، التى يرغب المستثمرون فى استردادها ، وفقا للشروط الواردة بنشرة الاكتتاب فيها .

إلا أن المشرع قد ألزم الصندوق بمقتضى نص المادة ١٤١ من اللائحة أن يحتفظ سواء بالأموال النقدية ، أو الأوراق المالية التى يستثمر فيها أمواله ، لدى بنك يجب على الصندوق أن يعين اسمه فى طلب التأسيس .

وعندما يحتفظ الصندوق بنقديته فى البنك الذى اختاره فإنه يحتفظ بها فى صورة نوعين من الودائع المصرفية هما : الودائع تحت الطلب أو الحسابات الجارية ، والودائع لأجل ، وقد جرى العمل المصرفى على منح النوع الثانى عوائد (قوائد) وفقا لسعر الفائدة السائد فى السوق ، ومنح الأولى قوائد بسيطة بشروط معينة ، وهو الأمر الذى يعنى أن اجمالى أرباح الصندوق يمكن أن يدخل فيها قدرا من القوائد المصرفية ، وهو ما يحترز منه كثير من المسلمين .

ومن ناحية أخرى فإن مدير استثمارات الصندوق ، وهو مطالب بتحقيق أرباح لتوزيعها على المستثمرين وإثبات كفايته أمامهم ، قد يكون مشغولاً في تكوين محفظة أوراقه المالية نحو التوازن العام في أوراقها واستثماراتها وهو ما يدفعه إلى استثمار جزء من رأس المال في مصادر تتمتع بالثبات النسبي لعائدها مثل السندات وأذون الخزانة والودائع لأجل ، وذلك حتى يضمن تحقيق قدر معين من الدخل ، يضاف إلى التوزيعات التي تحصل عليها الأسهم الداخلة في مكونات محفظة الصندوق ، ثم يترك لنفسه جزءاً من رأس المال يضارب به في البورصة على شراء وبيع الأوراق المالية ، وتتوقف أرباح هذا الجزء على ظروف السوق وخبرة المدير .

ومن هذا المنطلق نقول : بأن إجمالي أرباح الصندوق قد يدخل فيها قدراً أو نسبة من أنواع الكسب المشوب بشبهة الربا التي يتحرز عن قبولها كثير من المسلمين .

ونرى للتعلم على هذه المشكلة التي قد تعوق نشاط صناديق الاستثمار إنشاء صناديق استثمار إسلامية ، يبتعد في تكوين محفظة أوراقها المالية عن الأوراق والاستثمارات التي تدر عائداً مشوباً بشبهة الربا وبالله التوفيق .

الباب الثالث

المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار^(١)

لقد مرت الضريبة على صناديق الاستثمار تشريعا بثلاث مراحل ، وكان من لوازم ذلك أن ارتبط التنظيم الفنى للضريبة فى كل مرحلة منها بالتنظيم التشريعى لها .

وسوف نعى فى هذا الباب ببيان أمرين جوهريين هما :

- ١ - مراحل تطور التنظيم التشريعى للضريبة على صناديق الاستثمار .
 - ٢ - التنظيم الفنى المناسب لتلك الضريبة فى كل مرحلة من مراحل التطور التشريعى لها .
- ويمكن كما قدمنا تقسيم مراحل تطور التنظيم التشريعى للضريبة على صناديق الاستثمار إلى ثلاث مراحل على النحو التالى :

المرحلة الأولى: وهى تبدأ من تاريخ العمل بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فى ١٩٩٢/٦/٢٣ وتنتهى فى ١٩٩٤/١١/٢٥ تاريخ بدء العمل بقرار السيد رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٦٠٢ لسنة ١٩٩٤ فى شأن اضافة نشاط تنظيم محافظ الأوراق المالية واصدارها وتسويقها وتكوينها وادارتها إلى مجالات وأنشطة الاستثمار المنصوص عليها فى الفقرة (أ) من المادة الأولى من قانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ وبما لا يخالف أحكام قانون سوق رأس المال .

المرحلة الثانية : وهى تبدأ من ١٩٩٤/١١/٢٥ وتنتهى فى ١٩٩٦/٧/١ وهو تاريخ العمل بالقانونين ٨٩ ، ٩٠ لسنة ١٩٩٦ الاتى بيانهما .

(١) راجع: د/ عصام عبد الهادى أبو النصر - نموذج محاسبى مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار فى ضوء الفكر الإسلامى - ندوة مركز صالح كامل ، وراجع : أ.د/ محمد عبد الحليم عمر - المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور اسلامى - مرجع سابق ، وراجع : أ.د/ حسين شحلقه - زكاة الاستثمارات فى الأوراق المالية وصناديق الاستثمار - ندوة مركز صالح كامل .

المرحلة الثالثة : وهي تبدأ من ١٩٩٦/٧/١ وحتى إعداد هذا المؤلف .
وسوف نقسم هذا الباب الى ثلاثة فصول ، نخصص كل فصل منها لدراسة طبيعة
كل مرحلة ومعالم المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار فيها .

الفصل الأول

مرحلة القصور التشريعى فى شأن المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار

لقد صدر قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢ ، ونشر فى نفس يوم اصداره بالجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرر ، وعمل به من اليوم التالى لنشره ، كما صدرت لائحته التنفيذية بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ ، ونشرت بالوقائع المصرية عدد ٨١ تابع فى ١٩٩٣/٤/٨ .

وقد استحدث القانون آنف البيان ، ولائحته التنفيذية ، نشاط صناديق الاستثمار ، حيث أجاز القانون انشاءها ، بمقتضى البند (هـ) من المادة ٢٧ فى نطاق الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ، وأقرت لتكوين وإدارة ونشاط هذه الصناديق المواد من ٣٥ - ٤١ من القانون ، والمواد من ١٤٠ - ١٨٣ من اللائحة التنفيذية ، وذلك بما موداه أن اصبحت هذه الصناديق ، واقعا قانونيا ، منذ صدور قانون سوق رأس المال .

وفى تاريخ ١٩٩٣/١٢/٣١ أى بعد ما يربو على عام ونصف ، أجرى المشرع الضريبى تعديلا واسعا للنطاق على قانون الضرائب على الدخل المعمول به وقتئذ رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ ، حيث تم استبدال كامل نصوص الكتاب الأول من هذا القانون ، وبعض نصوص مواد الكتاب الثانى منه ، بالقانون رقم ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ ، فى شأن الضريبة الموحدة على دخل الأشخاص الطبيعيين ، وفى شأن الضريبة على أرباح شركات الأموال ، وقد أغفل المشرع الضريبى تماما فى هذا التعديل التعرض للضريبة على صناديق الاستثمار ، سواء بالاعفاء أو بالاخضاع .

وفى ما عدا ما أورده المشرع فى المادة ١٤ من قانون سوق رأس المال بشأن المعاملة الضريبية ، لصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى المماثلة

المقيدة فى الجداول الرسمية للبورصة طبقا لأحكام البند (أ) من المادة ١٦ من هذا القانون ، والتى يمكن على أساسها ، معاملة وثائق الاستثمار ، الصادرة عن الصناديق المنشأة فى شكل شركات مساهمة فقط ، دون تلك التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين ، من حيث إن ما تصدره الأخيرة من وثائق ، لا يجوز وفقا لنص المادة ١٨٢ من اللائحة ، قيدها أو تداولها فى بورصات الأوراق المالية ، وذلك بما مؤداه ، اقتصار ضرورة قيد وتداول وثائق الاستثمار فى البورصة ، على تلك التى تصدرها الصناديق المنشأة فى شكل شركة مساهمة فقط .

وذلك حيث تنص المادة ١٤ من قانون سوق راس المال ، قبل تعديلها فى ١٩٩٦/٦/٣٠ بالقانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٩٦ ، الذى ألغى الفقرة الثانية منها ، تنص على أنه : "مع عدم الإخلال بالاعفاءات الضريبية المقررة للسندات وصكوك التمويل ، الصادرة من الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية ، فى تاريخ العمل بهذا القانون ، تعفى السندات ، وصكوك التمويل ، والأوراق المالية الأخرى المماثلة (أيا كانت الجهة المصدرة لها) المقيدة فى الجداول المبينة بالبند (أ) من المادة ١٦ من هذا القانون ، من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار ، ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية ، كما يعفى عائد هذه الأوراق من الضريبة على إيرادات رعوس الأموال المنقولة ، ومن الضريبة العامة على الدخل (وذلك قبل إلغائها بالقانون ١٨٧ لسنة ١٩٩٣) .

فقرة ٢ : وفى حالة بيع أى من هذه الأوراق ، بقيمة تزيد على ثمن الشراء ، تخضع الزيادة لضريبة مقدارها ٢٪ من قيمة الزيادة ، يدفعها البائع ، وتحصل هذه الضريبة ، طبقا للقواعد التى يصدر بها قرار من وزير المالية بالاتفاق مع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية .

وبالفعل صدر قرار وزير المالية المشار إليه فى شأن قواعد تحصيل الضريبة المقررة طبقا لأحكام المادة ١٤ آنفة الذكر ، برقم ٣٢٥ لسنة ١٩٩٤ بتاريخ ١٩٩٤/٥/١٢ وعمل به اعتبارا من ١٩٩٤/٦/٨ وهو اليوم التالى لنشره فى الوقائع المصرية ، وقد نص هذا القرار على أن :

م: ١- يكون تحصيل وتوريد الضريبة المقررة بالمادتين ١١ ، ١٤ من قانون سوق رأس المال ، الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، على بيع الأسهم والسندات وصكوك التمويل وغيرها من الأوراق المالية المماثلة ، المقيدة في الجداول الميينة بالبند (أ) من المادة ١٦ من القانون المشار اليه ، وفقا للقواعد والسواعد والاجراءات التالية :

م: ٢- يحدد وعاء الضريبة بقيمة الزيادة في ثمن البيع على ثمن الشراء من واقع فكتورتي البيع والشراء ، لو أى مستندات أخرى تقوم مقامها .

وتعتبر القيمة المدفوعة ثمنا للورقة المالية عند اصدارها ، ثمنا للشراء في حالة عدم تداولها رسميا ، من تاريخ اصدارها إلى تاريخ بيعها .

ويلتزم البائع بتقديم صورة فاتورة الشراء ، أو ما يقوم مقامها ، إلى شركة السمسرة التي تتولى البيع .

م: ٣ - تلتزم شركات السمسرة التي تم بيع الورقة المالية بواسطتها بتحصيل الضريبة المشار إليها ، من ثمن البيع أو من البائع ، وتوريدها إلى مصلحة الضرائب (لممورية ضرائب الشركات المساهمة ، بالقاهرة أو الاسكندرية بحسب الأحوال) خلال الخمسة عشر يوما الأولى من الشهر التالي لتاريخ البيع ، وذلك على النموذج المرفق بهذا القرار .

م: ٤- يكون لمصلحة الضرائب ، والهيئة العامة لسوق المال مراجعة شركات السمسرة ، وما لديها من دفاتر وحسابات ومستندات ، فيما يتعلق بعمليات تحديد وتحصيل الضريبة المشار إليها في هذا القرار ، وعلى مديري الشركات والمستولين عن ادارتها ، أن يقدموا للمصلحة والهيئة ، ما تطلبه من بيانات ومستخرجات وصور مستندات لهذا الغرض .

م: ٥- إذا تخلفت شركة السمسرة عن توريد الضريبة إلى مصلحة الضرائب في الموعد المحدد بالمادة ٣ من هذا القرار ، يتم تحصيل الضريبة

بطريق الحجز الادارى طبقا لأحكام القانون رقم ٣٠٨ لسنة ١٩٥٥ بشأن الحجز الادارى وذلك دون الاخلال بمسئولية الشركة طبقا لآى قانون آخر .

- معالم المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار فى هذه المرحلة الماثلة، طبقا لأحكام المادة ١٤ وقرار وزير المالية آنفى الذكر : فإنه وفى خلال المرحلة الممتدة من ١٩٩٢/٦/٢٣ إلى ١٩٩٤/١١/٢٥ ، وعلى الرغم من :

١ - التعديل التشريعى واسع النطاق ، الذى أجراه المشرع الضريبى على قانون الضرائب على الدخل رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ بالقانون ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ .

٢ - ظهور صناديق الاستثمار كواقع قانونى ، بصدر قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية .

٣ - بدء مزاولة النشاط الفعلى لصندوق استثمار : البنك الأهلى المصرى (الأول) ذى العائد التراكمى ، والبنك المصرى الأمريكى ، ذى النمو الرأسمالى والدخل الدورى . فعلى الرغم من الوجود القانونى والفعلى لصناديق الاستثمار ، خلال المرحلة المشار اليها ، فإن معالم المعاملة الضريبية لهذه الصناديق كانت تتحدد فى :

١ - أغفل المشرع الضريبى تماما أى ذكر للمعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار التى تنشأها البنوك وشركات التأمين ، سواء فيما يتصل بالصناديق ذاتها، أو بما تجريه من توزيعات، وسواء فيما يتصل بضرائب الدخل ، أو بالأرباح الرأسمالية لوثائق الاستثمار ، أو بضريبة الدمغة النسبية على إصدارات الوثائق ، أو بضريبة الدمغة النسبية السنوية على وثائق الاستثمار باعتبارها أوراقا مالية بصريح نص المادة ٢/٣٦ من قانون سوق رأس المال المشار اليها .

٢ - وفى شأن المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار التى تنشأ فى شكل شركات مساهمة، فإن معاملتها ضريبيا وفقا لنص المادة ١٤ من قانون سوق رأس المال قبل الغاء فقرتها الثانية ، على النحو المتقدم ، تتحدد كمايلى:

(أ) سكت المشرع عن بيان المعاملة الضريبية للصندوق ذاته ، غير أن الصندوق وباعتباره شركة مساهمة ، يمكن أن يخضع بهذا الوصف ، للضريبة على أرباح شركات الأموال المفروضة بموجب أحكام المادة ١١١ من القانون ١٥٧ لسنة ١٩٨١ المعدلة بالقانون ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ ، وقد كان من اللازم أن يصرح المشرع بذلك حسما لأى خلاف حوله .

(ب) بالنسبة لوثائق الاستثمار ومن حيث كونها أوراقا مالية ، يمكن أن يتناولها حكم الفقرة الأولى من المادة ١٤ من قانون سوق رأس المال فان المشرع قد أعفاها من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية .

(ج) وقد تخطب المشرع الضريبى حين أعفى عائد الأوراق المالية الواردة بالفقرة المشار إليها ، بما فيها من وثائق استثمار ، من الضريبة على إيرادات رعوس الأموال المنقولة ، ومن الضريبة العامة على الدخل ، وذلك من حيث كونهما تفرضان على دخل الأشخاص الطبيعيين ، دون أرباح شركات الأموال ، ومن ثم فلم يكن المشرع بحاجة الى النص على اعفاء عائد هذه الأوراق من الضريبة على إيرادات القيم المنقولة أو من الضريبة العامة على الدخل .

(د) أخضع المشرع خلال هذه المرحلة ، الزيادة فى القيمة الرأسمالية لوثائق الاستثمار ، فى حالة بيعها فقط ، لضريبة نسبية مقدارها ٢٪ من قيمة هذه الزيادة ، يتحملها البائع وحده ، وألزم شركة السمسرة التى تم البيع من خلالها ، أن تحصلها منه ، وتوردها إلى مصلحة الضرائب فى مدة زمنية محددة ، ويلاحظ على هذه الضريبة مايلى :

انها لم تكن تفرض إلا على الأوراق التى يتم بيعها داخل البورصة والتى لا يندرج تحتها ، ووثائق الاستثمار التى تصدرها الصناديق التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين ، ووثائق الاستثمار التى تصدرها الصناديق التى تنشأ فى شكل شركات مساهمة ، ويحتفظ بها اصحابها ، إلى حين انتهاء مدة الصندوق ، وقد أحسن المشرع صنعا حينما ألغى الفقرة الثانية من المادة ١٤ المشار إليها ، المقررة

لهذه الضريبة حيث كان من الممكن الطعن عليها بعدم الدستورية ، لمخالفتها لمبدأ العمومية المادية والشخصية والعدالة الضريبية .

وفيما عدا ما تقدم فإن المشرع الضريبي المصرى ، قد أغفل فى هذه المرحلة بقية جوانب المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ، حيث لم يصرح باعفائها من الضريبة على نحو ما حدث بعد ذلك ، كما أنه لم ينظم إخضاعها للضريبة مما يعد من وجهة نظرنا قصورا تشريعيا .

تصورنا للتنظيم الفنى للضريبة فى هذه المرحلة :

ونحن من جانبنا سوف نحاول أن نضع تصورا لتنظيم فنى لتلك الضريبة فى المرحلة المشار إليها ، يكون أساسا لمحاسبة الصناديق فى تلك المرحلة وفيما سكت عنه المشرع الضريبي من جوانب المعاملة الضريبية لها فى المراحل التالية ، وسوف نعنى هنا ببيان نطاق سريان الضريبة على صناديق الاستثمار . أى بيان أمرين هما :

١ - الوعاء أو المادة التى يمكن فرض الضريبة عليه .

٢ - الأشخاص أو الممولين المخاطبين بهذه الضريبة . وسوف نعنى ببيان هذين الأمرين أولا فى شركات صناديق الاستثمار ، وثانيا فى صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين .

أولا : بالنسبة لشركات صناديق الاستثمار :

يوضح الجدول رقم (٢) وعاء الضريبة على صناديق الاستثمار المنشأة فى شكل شركات مساهمة .

كما يوضح الجدول رقم (٣) الممولين الخاضعين لها .

أما الجدول رقم (٤) فيوضح وعاء الضريبة على صناديق الاستثمار التى تنشؤها البنوك وشركات التأمين ، ويوضح الجدول رقم (٥) الممولين الخاضعين لها .

جدول رقم (٢)
وعاء الضريبة على صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركات مساهمة

عناصر الوعاء

الأرباح الرأسمالية لوثائق الاستثمار	الأرباح الموزعة للوثائق	(١) صافي أرباح نشاط الصندوق، قبل اجراء أية توزيعات على المؤسسين والمستثمرين
--	----------------------------	---

(٢) قيمة لوثائق
المصدرة والمتداولة

على شركات الأموال
غير متصلة
بمباشرة
المهنة

على الأشخاص الطبيعيين
والمشكآت الفردية والشركاء
في شركات الأشخاص
وفي شركات الواقع

متصلة بمباشرة
المهنة

غير متصلة بمباشرة
المهنة

ممثلة في الفرق
بين قيمة بيع
الوثيقة
وشرائها

مملة في الزيادة في القيمة
الاستردادية للوثيقة عند
انتهاء مدة الصندوق
أو تصفيته

ما يحصل عليه منها
الأشخاص
الطبيعيون
ومن في حكمهم

ما تحصل عليه شركات
الأموال

متصلة بمباشرة غير متصلة
بمباشرة المهنة

عناصر وعاء الضريبة على صناديق شركات المساهمة:

ويوضح الجدول رقم (٢) أن وعاء الضريبة على صناديق الاستثمار التي تنشأ في شكل شركات مساهمة ، يتكون من أربعة عناصر هي :

الأول : صافي أرباح نشاط الصندوق ، قبل إجراء أية توزيعات على مجموعة المؤسسين له أو المستثمرين فيه من حملة وثائق الاستثمار التي أصدرها: ومن المقرر أن الصندوق باعتباره شركة مساهمة ، تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة ، يخضع بذاته عن هذه الأرباح للضريبة على أرباح شركة الأموال ، المقررة بموجب نص المادة ١١١ من القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ المعدلة بالقانون ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ ، حيث تنص هذه المادة على أن : "تقرض ضريبة سنوية ، على صافي الأرباح الكلية لشركات الأموال المشتغلة في مصر ، أيا كان الغرض منها ، بما في ذلك الأرباح الناتجة عن مباشرة نشاط في الخارج ، مالم يكن متخذاً شكل منشأة مستقلة، وتسرى الضريبة على :

١ - شركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم ، والشركات ذات المسؤولية المحدودة ، الخاضعة لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، أو الخاضعة لأية قوانين أخرى ، وغيرها من الأشخاص الاعتبارية الأخرى ، فيما عدا الخاضعين لأحكام الكتاب الأول من هذا القانون .

ومن المقرر أن الذي يخضع لهذه الضريبة، هو ذات الصندوق ، وليس المؤسسين له أو المستثمرين فيه ، حيث يتمتع الصندوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة عنهم ، ويترتب على خضوع الصندوق عن صافي أرباحه الكلية للضريبة على أرباح شركات الأموال ، عدم خضوع حملة الوثائق عما يحصلون عليه من توزيعات من باقى صافي الأرباح الكلية للصندوق ، للضريبة الموحدة على دخل الأشخاص الطبيعيين ، منعا من تحقق ظاهرة الازدواج الضريبي الداخلي الاقتصادي .

العنصر الثاني من عناصر الوعاء المشار إليه : قيمة الوثائق المصدرة والمتداولة حيث من المتصور وبناء على اعتبارين أساسيين هما :

أ - اعتبار أن الوثيقة التي يصدرها صندوق الاستثمار أيا كان شكله القانوني، ورقة مالية ، وفقا لنص الفقرة الثانية من المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال آنف البيان .

ب - وجوب قيد وتداول الوثائق التي تصدرها شركات صناديق الاستثمار في البورصة ، من المتصور بناء على هذين الاعتبارين ، خضوع قيمة ما تصدره هذه الصناديق من وثائق استثمار لضريبة الدمغة النسبية وفقا لأحكام المواد من ٨٣-٨٧ من قانون ضريبة الدمغة الصادر بالقانون رقم ١١١ لسنة ١٩٨٠ المعدل بالقانون ٢٢٤ لسنة ١٩٨٩ .

إلا أن المشرع بموجب أحكام المادة ١٤ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، قد أعفى هذه الوثائق من الخضوع لضريبة الدمغة النسبية عند الاصدار ، ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية.

وجدير بالملاحظة أن هذا الاعفاء لم يعد استثناء من الأصل ، تتمتع به شركات صناديق الاستثمار المقيدة في سوق الأوراق المالية ، وحدها فقد صدر القانون رقم ١١ لسنة ١٩٩٥ بتعديل بعض أحكام قانون ضريبة الدمغة الصادر بالقانون رقم ١١١ لسنة ١٩٨٠ ، ونص في مادته الأولى على أن : "تلغى المواد من ٨٣-٨٦ من قانون ضريبة الدمغة الصادر بالقانون رقم ١١١ لسنة ١٩٨٠ ، وذلك اعتبارا من أول يناير ١٩٩٦ .

العنصر الثالث من عناصر الوعاء المشار إليه : الأرباح الموزعة على حملة وثائق الاستثمار ، وهذه الأرباح وفقا للتقسيم الوارد في الجدول رقم (٢) قد يكون المستفيد منها أحد الأشخاص الطبيعيين أو من في حكمهم ، كصاحب المنشأة الفردية والشريك في إحدى شركات الأشخاص أو في إحدى شركات الواقع ، وقد يكون المستفيد منها إحدى شركات الأموال .

وفي الحالة الأولى : لا يخضع المستفيد من توزيعات صناديق الاستثمار لضريبة إيرادات رعوس الأموال المنقولة ، وذلك إذا كان شخصا طبيعيا أو من

فى حكمه ، وذلك لاعتبارين :

أولهما : أن ما يحصلون عليه من توزيعات إنما هى فى الأصل محملة بالضريبة على أرباح شركات الأموال ، باعتبار الصندوق شركة مساهمة .

والثانى : أن عائد وثائق استثمار صناديق الاستثمار لم يرد ضمن الإيرادات التى أوربتها المادة ٦ من القانون ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ فى شأن إيرادات رؤوس الأموال المنقولة الخاضعة للضريبة ، إلا إذا كانت هذه الإيرادات متصلة بمباشرة المستفيد بها لمهنته .

فإذا كانت وثائق الاستثمار هذه متصلة بمباشرة المستفيد بتوزيعاتها لمهنته كان تكون مهنة المستفيد الذى يحصل على التوزيع (الأرباح) هى شراء وبيع الأوراق المالية بما فيها هذه الوثائق ، فإن إيراداتها تعتبر من إيرادات النشاط التجارى والصناعى ، فتسرى عليها ضريبة الأرباح التجارية، دون ضريبة إيرادات القيم المنقولة .

لما إذا كان المستفيد من توزيعات شركة صندوق الاستثمار ، إحدى شركات الأموال ، فإنه تجب التفرقة بين ما إذا كان تملك الشركة الوثائق الاستثمار التى أجرت هذه التوزيعات ، متصلا بمباشرة المهنة أو غير متصل بذلك ، فإن كان غير متصل بمباشرة المهنة ، فلا تسرى الضريبة على أرباح الشركات على التوزيعات المشار إليها ، لنفس العلتين الواردين فيما تقدم ، وإن كان متصلا بمباشرة المهنة ، كان تضارب إحدى شركات المساهمة العاملة فى مجال الأوراق المالية فى وثائق استثمار صناديق الاستثمار ، أو كان يشتري أحد صناديق الاستثمار وثائق صندوق آخر بغرض الحصول على عائد ، فإن ما يحصل عليه من توزيعات ناتجة عن هذه الوثائق يخضع للضريبة على أرباح شركات الأموال.

العنصر الرابع من عناصر الوعاء المشار إليه : الأرباح الرأسمالية
لوثائق الاستثمار: تتمثل الأرباح للرأسمالية لوثائق الاستثمار فى نوعين من الأرباح هما:-

أ - الفرق بين قيمة بيع الوثيقة وشرائها ، قبل انتهاء مدة الصندوق المصدر لها أو تصفيته .

ب - الزيادة فى القيمة الاستردادية للوثيقة ، عند انتهاء مدة الصندوق أو تصفيته .

(أ) وبالنسبة للنوع الأول ، فإن المشرع كان قد نص فى الفقرة الثانية من المادة ١٤ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه "فى حالة بيع (الوثيقة) بقيمة تزيد على ثمن الشراء ، تخضع الزيادة لضريبة مقدارها ٢٪ من قيمة الزيادة ، يدفعها البائع ، وتحصل هذه الضريبة طبقاً للقواعد التى يصدر بها قرار من وزير المالية بالاتفاق مع الوزير (الاقتصاد والتجارة الخارجية) وكان قد صدر قرار وزير المالية رقم ٣٢٥ لسنة ١٩٩٤ ، بشأن قواعد تحصيل هذه الضريبة على النحو التالى:

يكون تحصيل وتوريد الضريبة المقررة بالمادة ١٤ من قانون سوق رأس المال على بيع الأسهم والسندات وصكوك التمويل وغيرها من الأوراق المالية المماثلة المقيدة فى الجداول المبينة بالبند (١) من المادة ١٦ من القانون المشار اليه وفقاً للقواعد والمواعيد والاجراءات المحددة فى المواد التالية :

م:٢ - يحدد وعاء الضريبة بقيمة الزيادة فى ثمن البيع على ثمن الشراء من واقع فاتورتى البيع والشراء ، أو أى مستندات أخرى تقوم مقامها. وتعتبر القيمة المدفوعة ثمناً للورقة المالية ، عند اصدارها ثمناً للشراء فى حالة عدم تداولها رسمياً من تاريخ اصدارها إلى تاريخ بيعها .

ويلتزم البائع بتقديم صورة فاتورة الشراء أو ما يقوم مقامها إلى شركة السمسرة التى تتولى البيع .

م:٣ - تلتزم شركات السمسرة التى يتم البيع بواسطتها، بتحصيل الضريبة المشار اليها من ثمن البيع، أو من البائع وتوريدها إلى مصلحة الضرائب (مأمورية ضرائب الشركات المساهمة بالقاهرة أو الاسكندرية بحسب الأحوال)

خلال الخمسة عشر يوما الأولى من الشهر التالى لتاريخ البيع ، وذلك على النموذج المرفق بالقرار .

م:٤- يكون لمصلحة الضرائب والهيئة العامة لسوق المال ، مراجعة شركة السمسرة وما لديها من دفاتر وحسابات ، ومستندات فيما يتصل بعمليات تحديد وتحصيل الضريبة المشار اليها، فى هذا القرار ، وعلى مديرى الشركات والمسئولين عن ادارتها أن يقدموا للمصلحة والهيئة ما تطلبه من بيانات ومستخرجات وصور مستندات لهذا الغرض .

م:٥- إذا تخلفت شركة السمسرة عن توريد الضريبة الى مصلحة الضرائب فى الموعد المحدد بالمادة ٣ من هذا القرار ، يتم تحصيل الضريبة بطريق الحجز الادارى طبقا لأحكام القانون رقم ٣٠٨ لسنة ١٩٥٥ ، وذلك دون الاخلال بمسئولية الشركة طبقا لآى قانون آخر (صدر فى ١٢/٥/١٩٩٤ ونشر بالوقائع العدد ١٢٥ فى ١٩٩٤/٦/٧ .

غير أن هذه الضريبة ، قد تم الغاؤها بموجب أحكام القانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٩٦ الصادر فى ١٩٩٦/٦/٣٠ .

(ب) أما بالنسبة للزيادة فى القيمة الاستردادية للوثيقة عند انتهاء مدة الصندوق أو تصفيته ، وهى الزيادة التى تظهر بصورة أكبر ، فى صناديق الاستثمار التراكمية أو ذات النمو الرأسمالى ، والتى تكون ناشئة عن ارتفاع القيمة السوقية للوثيقة ، إما نتيجة لتعليق الأرباح التى حققتها فى السنوات الماضية على قيمتها الاسمية ، أو نتيجة لحسن أداء مدير استثمار الصندوق وفى هذه الزيادة الرأسمالية ينبغى التفرقة بين ما يحصل عليه منها الأشخاص الطبيعيون ومن فى حكمهم ، وما تحصل عليه شركات الأموال ، وفى نطاق الأخيرة ، ينبغى التفرقة بين ما تحصل عليه هذه الشركات مما يتصل بمباشرة المهنة ، وما تحصل عليه منها مما لا يتصل بمباشرة المهنة ، حيث لا يخضع للضريبة على أرباح شركات الأموال من كل هذه الحالات سوى ما تحصل عليه شركات الأموال مما يتصل

بمباشرة المهنة لديها ، أما ما يحصل عليه الأشخاص الطبيعيون ومن في حكمهم فإنه لا يخضع لضريبة القيم المنقولة ، لسبق خضوع شركة الصندوق عن هذه الأرباح للضريبة على شركات الأموال ، وكذا ما تحصل عليه شركات الأموال مما يتصل بمباشرة المهنة ، لأنها ليست داخلة في الإيرادات الواردة على سبيل الحصر في المادة (٦) من القانون ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ .

وهكذا نتضح لنا صورة الجدول رقم (٣) في شأن الممولين الخاضعين للضريبة على صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركة مساهمة ، حيث أنهم يختلفون تبعاً لاختلاف عنصر وعاء الضريبة على النحو التالي.

جدول رقم (٣) تقسيمات الممولين

(٤)	(٣)	(٢)	(١)
شركة الأموال ↓ نوع الضريبة هو : الضريبة على أرباح شركة الأموال ↓ الوعاء هو : الزيادة في القيمة الاستردادية للوثيقة عند انتهاء مدة الصندوق أو تصفيته إذا كانت ناتجة عن مباشرة المهنة	بائع الوثيقة التي لم يحسن موعد استردادها ↓ ونوع الضريبة هو : الضريبة على الأرباح الرأسمالية ↓ الوعاء هو الزيادة في ثمن البيع على ثمن الشراء ↓ يتم توريدها ، وتحصيلها عن طريق شركة السمسرة التي أجرت البيع ↓ الغيت هذه الضريبة بموجب القانون ٨٩ لسنة ١٩٩٦	المنشآت الفردية والشركاء في شركات الأشخاص والواقع المستفيدون من التوزيعات ، إذا كان تملكهم لوثائق الاستثمار ناتجة عن مباشرة المهنة ↓ ونوع الضريبة هو : ضريبة الأرباح التجارية ↓ والوعاء هو إجمالي التوزيعات	ذات الصندوق باعتباره شركة مساهمة (شخصية اعتبارية مستقلة) ↓ ونوع الضريبة هو "الضريبة على أرباح شركات الأموال المفروضة بموجب أحكام المادة ١١١ من القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ ↓ والوعاء هو صافي الربح الكلي للصندوق قبل إجراء أي توزيعات

ثانيا : بالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين :

إن صناديق الاستثمار التي تنشؤها البنوك وشركات التأمين ، وعلى نحو ما قدمنا في غير موضع ، تتميز عن سابقتها بخاصتين رئيسيتين هما :

١ - أنها لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة عن شخصية البنك أو شركة التأمين التي تنشؤها ، وإنما هي أحد وجوه النشاط غير المصرفي أو التأميني الذي أجاز القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للبنوك وشركات التأمين في ممارسته ، وهذا لا يمنع من ضرورة اقرار وتجنب نشاط وحسابات ودفاتر الصندوق ، ومراقبي الحسابات ، عن نشاط وحسابات ودفاتر ومراقبي حسابات البنك أو شركة التأمين المالكة للصندوق بحسب الأحوال .

٢ - أنه وفقا لأحكام المادة ١٨٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، فإنه لا يجوز قيد أو تداول وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق البنوك أو شركات التأمين في بورصات الأوراق المالية وذلك بما مؤداه :

أن نشاط صناديق الاستثمار قد أصبح ويمقتضى حكم المادة ٤١ من قانون سوق رأس المال ، نشاطا متصلا بمباشرة مهنة البنك أو شركة التأمين لا باعتبار أنه نشاط مصرفي أو تأميني ، وإنما باعتباره نشاطا استثماريا في مجال الأوراق المالية، أسنده المشرع إلى البنوك وشركات التأمين ، لما تتمتع به من قدرة على مزاولته ، ولتقة جمهور المستثمرين في استثمار مدخراتهم عن طريق البنوك وشركات التأمين . وتأسيسا على ما تقدم :

فإن هذه الصناديق لا تخضع بذاتها عن صافي أرباحها المحققة للضريبة على شركات الأموال ، حيث أنها لا تتمتع بأى شكل من أشكال الشخصية الاعتبارية المستقلة ، وإنما لها معاملة ضريبية مختلفة عن الصناديق التي تتخذ

شكل شركات المساهمة ، سواء من حيث تحديد الوعاء أو الممولين على النحو التالي:

١ - يتم اقتسام صافي أرباح الصندوق المقابلة للتوزيع (وكذا الخسارة) الناتجة عن نشاط الصندوق ، بين الجهة المالكة (البنك أو شركة التأمين) والمستثمرين من حملة الوثائق ، كل بحسب نصيبه في ملكية هذه الوثائق ، حيث يحصل البنك أو شركة التأمين ، (بخلاف عمولات الخدمات وحسن الأداء، وحفظ الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق) ، على نصيبه من صافي أرباح الصندوق ، بصفته مالكا للوثائق التي حصل عليها في مقابل راس مال التأسيس (المبلغ الذي أفرزه وجنبه لممارسة نشاط صناديق الاستثمار عند نشأة صندوقه) وهو في هذا الشأن قد يختلف عن الأشخاص الطبيعيين المستثمرين لأموالهم في الصندوق ، وعلى ذلك فإن تصورنا لتقسيمات وعاء الضريبة على صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ، هو على النحو الوارد في الجدول رقم (٤).

جدول رقم (٤)

تقسيمات الوعاء

الأرباح الرأسمالية الزيادة في قيمة مكونات وموجودات الصندوق	الزيادة في قيمة الوثائق	(٢) قيمة الوثائق المصدرة والمندولة بما فيها نسبة الت ١٪ مقابل استرداد قيمة الوثيقة	(١) الأرباح الموزعة عن ناتج النشاط السنوي
		على حاملي الوثائق من الأشخاص الطبيعيين (المستثمرين)	على البنك أو شركة التأمين

ويتضح من هذا الجدول مايلي :

(١) أن نصيب البنك أو شركة التأمين من الأرباح الموزعة عن ما يملكه من وثائق الاستثمار التي يساهم بها في أموال الصندوق ، ومن حيث أن استثماره في صناديق الاستثمار قد أصبح بحكم القانون نشاطا متصلا بمباشرة المهنة ، فإن هذا النصيب يضاف إلى كافة أرباحه من نشاطه المصرفي العادي ليحاسب ضريبيا على مجموع صافي أرباحه ، وفقا لقواعد الضريبة على أرباح شركات الأموال المستحقة على البنك ، وكذا الحال في شركة التأمين التي تمارس نشاط صناديق الاستثمار .

ونلك مع مراعاة اخراج نسب الاعفاءات الضريبية المقررة على بعض الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق ، من صافي الأرباح الموزعة .

(٢) أن نصيب حاملي وثائق الاستثمار من الأرباح الموزعة من النشاط السنوي للصندوق ، لا يخضع في الوقت الحاضر لضريبة إيرادات رؤوس الأموال المنقولة حيث لا يعتبر أحد الإيرادات التي أوردتها المشرع على سبيل الحصر في المادة (٦) من القانون ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ وأخضعها للضريبة ، كما أن هذا النصيب ، لا يدخل ضمن مفهوم نص الفقرة الأخيرة من المادة ٦٦ من القانون رقم ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ والتي تنص على أن : (تسرى الضريبة على صافي أرباح المهن الحرة وغيرها من المهن غير التجارية ... وينطبق حكم هذه المادة على أية إيرادات ناتجة من أية مهنة أو نشاط غير منصوص عليها في المادة الخامسة من هذا القانون) ، وذلك لسبب جوهري هو : أن الشخص الطبيعي عندما يستثمر أمواله في صناديق الاستثمار ، فإن ذلك لا يعتبر منه مزاولا لمهنة أو لنشاط مستقل يخضع بموجبه للضريبة على المهن غير التجارية .

وينبني على ذلك :

أن من هم في حكم الشخص الطبيعي ، في عدم الخضوع للضريبة على أرباح شركات الأموال ، من أصحاب المنشآت الفردية والشركاء في شركات الأشخاص وفي شركات الواقع ، لو كانوا يمتنون التعامل في مجال الأوراق

المالية ، واكتبوا فى صناديق الاستثمار ، وحصلوا على نصيب من أرباحها الموزعة فإنهم يخضعون عنه للضريبة ، وكذا الحال بالنسبة للشخص الطبيعى .

(٣) أما فى خصوص خضوع عنصر الوعاء المتمثل فى قيمة الوثائق المصدرة والمتداولة لضريبة الدمغة النسبية ، فيجرى فيه ما قلناه فى وعاء الضريبة على شركات صناديق الاستثمار .

(٤) وفى شأن الأرباح الرأسمالية : فإن هذه الأرباح من المتصور أن تكون أرباحا لوثائق الاستثمار ، كما أنها قد تكون أرباحا لمكونات وموجودات الصندوق عند انتهاء مدته أو عند تصفيته .

وبالنسبة للأرباح الرأسمالية للوثائق ، فإنها سواء تمثلت فى الفرق بين قيمة بيع الوثيقة وشرائها ، أو فى الزيادة فى القيمة الاستردادية للوثيقة عند انتهاء مدة الصندوق أو تصفيته ، وسواء حصل عليها الأشخاص الطبيعىون أو من فى حكمهم أو حصلت عليها شركات الأموال المتمتعة بالشخصية الاعتبارية ، فإنها يجرى فيها ما سبق أن قلناه فى وعاء الضريبة على شركات صناديق الاستثمار .

أما بالنسبة للأرباح الرأسمالية لمكونات وموجودات الصندوق عند انتهاء مدته أو عند تصفيته ، والتى تتول جميعها بحكم القانون إلى البنك أو شركة التأمين المالكة للصندوق ، حيث إن المستثمرين فى الصندوق ، وفقا لنص الفقرة الثانية من المادة ٣٦ من قانون سوق رأس المال ، من حملة وثائق الاستثمار ، التى يصدرها الصندوق فى مقابل أموال المستثمرين لا فى مقابل رأس مال تأسيسه ، لا يشاركون إلا فى نتائج استثمارات الصندوق ، دون أن يكون لهم حظ فى موجوداته المادية والمعنوية عند انتهاء مدته أو تصفيته . هذه الأرباح الرأسمالية، تعامل ضريبيا بضمها الى الربح الكلى لنشاط الجهة المالكة للصندوق ، لتتم محاسبته وفقا لأحكام الضريبة على أرباح شركات الأموال .

ومن العرض السابق يمكن لنا أن نحدد الممولين الخاضعين للضريبة على

أرباح صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين في ثلاث طوائف من الممولين
على النحو الوارد في الجدول رقم (٥) .

جدول رقم (٥)

في شأن ممولى هذه الضريبة

(٣) المنشآت الفردية والشركاء في شركات الأشخاص وفي شركات الواقع ، إذا كانت استثماراتهم في صناديق الاستثمار متصلة بمباشرة المهنة	(٢) الأشخاص الطبيعيون المستثمرون لمنخراتهم في صناديق الاستثمار ، عما يحصلون عليه من توزيعات وهم في الوقت الحاضر غير خاضعين لأية ضريبة إلا إذا كان استثمارهم في الأوراق المالية متصلا بمباشرة المهنة وليس معنى ذلك أنهم معفون من الضريبة وإنما هم مسكوت عنهم .	(١) البنوك وشركات التأمين فيما تحصل عليه من عمولات وأرباح وثائق الاستثمار التي تحوذها في مقابل رأس مال التأمين أو التي يرغب حاملوها في استرداد قيمتها بما لا يتجاوز ٢٥٪ من إجمالي الوثائق في أى وقت . وفيما تحصل عليه من أرباح رأسمالية . وهي تخضع في ذلك للضريبة على أرباح شركات الأموال باعتبار أن ممارستها لنشاط صناديق الاستثمار أصبح بحكم القانون متصلا بمباشرة المهنة .
--	--	---

تحديد الإيرادات الخاضعة للضريبة في كل وعاء مما تقدم :

(١) بالنسبة للضريبة على شركات صناديق الاستثمار فإن الإيرادات

الخاضعة للضريبة تتحدد على النحو التالي :

أ - تتحدد الضريبة على أرباح شركات الأموال في شأن هذه الإيرادات
بإجمالي الأرباح الصافية لنشاط الصندوق ، قبل إجراء أية توزيعات على
المؤسسين له ، أو المستثمرين فيه .

ب - تتحدد قيمة الضريبة على الأرباح الموزعة على الأشخاص

الطبيعيين ومن فى حكمهم ، باجمالى قيمة التوزيعات النقدية والعينية التى يحصلون عليها من استثماراتهم المتصلة بمباشرة المهنة .

ج - تتحدد قيمة الضريبة على الأرباح الموزعة على شركات الأموال ، باجمالى ما تحصل عليه من توزيعات نقدية وعينية من استثماراتها المتصلة بمباشرة المهنة .

د - تتحدد قيمة الأرباح الرأسمالية قبل صدور القانون ٨٩ لسنة ١٩٩٦ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال بالفرق بين قيمة بيع الوثيقة وشرائها .

هـ - تتحدد قيمة الأرباح الرأسمالية للوثائق المتمثلة فى الزيادة فى اقلية الاستردادية لها، عند انتهاء مدة الصندوق ، أو تصفيته، التى تحصل عليها شركات الأموال ، مما يتصل لديها بمباشرة المهنة ، باجمالى ما تحصل عليه .

و - تتحدد قيمة الأرباح الرأسمالية التى تحصل عليها شركة الصندوق نتيجة لارتفاع قيمة مكونات وموجودات الصندوق عند انتهاء مدته أو تصفيته باجمالى الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الحقيقية لهذه المكونات .

(٢) وبالنسبة للضريبة على صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ، فإن الإيرادات الخاضعة لها تتحدد على النحو التالى :

أ - تتحدد الأرباح التى يحصل عليها البنك أو شركة التأمين ، سواء كانت عمولات أو توزيعات أو أرباح رأسمالية بأنواعها المتقدمة ، وفقا للقواعد التى تتحدد على أساسها أرباح البنك أو شركة التأمين من النشاط المصرفى أو التأمينى بحسب الأحوال .

ب - أما ما يحصل عليه المستثمرون فى صندوق البنك أو شركة التأمين سواء من التوزيعات التى يجريها الصندوق ذو العائد الدورى ، أو من الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الزيادة فى قيمة الوثائق ، باجمالى ما يحصلون عليه من توزيعات أو أرباح رأسمالية أو جوائز فى اية صورة .

الفصل الثانى

المرحلة الثانية: من مراحل تطور التنظيم التشريعى

للضريبة على صناديق الاستثمار

وهى المرحلة التى تبدأ من ١٩٩٤/١١/٢٥ حتى ١٩٩٦/٧/١ حيث يمثل التاريخ الأول ، تاريخ بدء العمل بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٦٠٢ لسنة ١٩٩٤ المعدل بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٢٨ لسنة ١٩٩٥ ، وحيث يمثل التاريخ الثانى ، بدء العمل بالقانونين ٨٩ ، ٩٠ لسنة ١٩٩٦ بشأن الغاء الضريبة النسبية على الزيادة فى قيمة بيع الأوراق المالية عن ثمن شرائها المقررة بموجب الفقرة الثانية من المادة ١٤ من قانون سوق رأس المال آنفة البيان ، وفى شأن اعفاء أرباح صناديق الاستثمار المنشأة وفقا لأحكام قانون سوق رأس المال من الضريبة على أرباح شركات الاموال .

معالم المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار فى هذه لمرحلة :

مما هو جدير بالذكر أن هناك عددا من القرارات والقوانين ، صدرت خلال المرحلة المشار إليها تحدد معالم المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار على النحو التالى :

أولا : بتاريخ ١٢ نوفمبر ١٩٩٤ صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٦٠٢ لسنة ١٩٩٤ ، ونشر فى الجريدة الرسمية العدد ٤٧ فى ١٩٩٤/١١/٢٤ وعمل به من اليوم التالى لنشره ونص فى مادته الأولى على أن : "يضاف نشاط تنظيم محافظ الأوراق المالية وإصدارها ، وتسويقها، وتكوينها، وإدارتها ، إلى مجالات وأنشطة الاستثمار المنصوص عليها فى الفقرة (أ) من المادة الأولى من قانون الاستثمار ، الصادر بالقانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ ، وبما لا يخالف أحكام قانون سوق المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢".

وفى سبيل توضيح المقصود بالنشاط المشار اليه فى القرار السابق ، فقد صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٢٨ لسنة ١٩٩٥ باضافة فقرة ثانية الى المادة الاولى من القرار ٢٦٠٢ المتقدم تنص على أنه : "ويقصد بالنشاط المشار اليه فى الفقرة السابقة ، أى نشاط أو أكثر من الأنشطة الفرعية الآتية :

- أ - ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية .
 - ب - الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقا مالية ، أو فى زيادة رؤوس أموالها .
 - ج - رأس المال المخاطر .
 - د - المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية .
 - هـ - تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ، وصناديق الاستثمار .
 - و - السمسرة فى الأوراق المالية .
 - ز - الأنشطة الأخرى التى تتصل بمجال الأوراق المالية ، ويحددها وزير الاقتصاد ، بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال .
- ثانيا : وكواحد من المحددات للمعاملة الضريبية لوثائق الاستثمار ، فقد صدر القانون رقم ١١ لسنة ١٩٩٥ بتاريخ ٢٣ مارس ١٩٩٥ بتعديل بعض احكام قانون ضريبة الدمغة الصادر بالقانون رقم ١١١ لسنة ١٩٨٠ ونص فى مادته الاولى على أن : تلغى المواد ٨٣ ، ٨٤ ، ٨٥ ، ٨٦ من قانون ضريبة الدمغة الصادر بالقانون رقم ١١١ لسنة ١٩٨٠ ، وذلك اعتبارا من أول يناير ١٩٩٦ كما نص فى مادته الثانية على أن : "تلغى المادتان ٨٧ ، ٨٨ من القانون ١١١ لسنة ١٩٨٠ المشار اليه .

وقد تغيا قرار رئيس مجلس الوزراء آنف الذكر فى فقرته رقم (هـ) اضافة نشاط صناديق الاستثمار الى مجالات وأنشطة الاستثمار المنصوص عليها

فى الفقرة (أ) من المادة الأولى من قانون الاستثمار الصادر بالقانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ ، وذلك بما مؤداه ، تمتع صناديق الاستثمار بكافة الضمانات والمزايا التى نص عليها قانون الاستثمار ، بما فى ذلك تمتعها بالاعفاءات الضريبية المقررة لمشروعات الاستثمار .

الأساس الفنى لتمتع صناديق الاستثمار بالاعفاءات الضريبية الواردة فى قانون الاستثمار : دفعا لما قد يتوهمه البعض من أن تمتع صناديق الاستثمار بالاعفاءات المشار إليها ، يستند إلى قرار رئيس مجلس الوزراء آف الذكر نقول: إن الضرائب العامة لا تفرض ولا تعدل ولا يتم الاعفاء منها إلا بقانون ، وإن قرار رئيس مجلس الوزراء لم يفعل سوى إضافة نشاط صناديق الاستثمار إلى مجالات وأنشطة الاستثمار الواردة بالفقرة (أ) من قانون الاستثمار المشار إليه ، وهو إذ صدر بالاضافة المشار إليها فإنما ذلك اعمالا لنص الفقرة الأولى من المادة الأولى من قانون الاستثمار التى حددت بعض مجالاته على سبيل المثال ، وأجازت لمجلس الوزراء بناء على اقتراح مجلس ادارة الهيئة العامة للاستثمار ، إضافة مجالات أخرى تتطلبها حاجة البلاد ، وأنشطة اقتصادية تتطلب تقنيات حديثة ، أو تهدف إلى زيادة التصدير أو خفض الاستيراد ، أو تكتيف استخدام الأيدى العاملة، وتطبيقا لذلك صدرت عدة قرارات من رئيس مجلس الوزراء باضافة مجالات وأنشطة متعددة إلى المجالات والأنشطة التى أوردتها الفقرة (أ) من المادة الأولى من قانون الاستثمار ، بغرض تمتعها جميعا بالضمانات والمزايا الواردة فيه .

ومؤدى ما تقدم : فإنه إذا ترتب على قرار رئيس الوزراء باضافة نشاط صناديق الاستثمار ، إلى المجالات والأنشطة الواردة بالفقرة (أ) من المادة الأولى من قانون الاستثمار ، تمتعها بالمزايا والضمانات الواردة فى هذا القانون فإن ذلك يكون استنادا إلى نصوص قانون الاستثمار ولائحته التنفيذية وليس إلى قرار رئيس الوزراء .

- نطاق الإعفاءات الضريبية التي تتمتع بها صناديق الاستثمار، بناء على اعتبار نشاطها نشاطا استثماريا خاضعا لأحكام قانون الاستثمار : في تحديد نطاق هذه الإعفاءات ، تنص المادة ١١ من قانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ على أنه : "مع عدم الإخلال بأية إعفاءات ضريبية أفضل ، مقرر أو تنقرر في قانون آخر تعفى أرباح المشروعات من :

أ - الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية ، ومن :

ب - الضريبة على شركات الأموال بحسب الأحوال .

ج - وتعفى الأرباح التي توزعها هذه المشروعات من الضريبة على إيرادات رعوس الأموال المنقولة ، ومن الضريبة العامة على الدخل .

وتسرى الإعفاءات المقررة في الفقرتين السابقتين ، لمدة خمس سنوات تبدأ من أول سنة مالية تالية لبداية الانتاج ، أو مزاولة النشاط بحسب الأحوال .

ويجوز بقرار من مجلس الوزراء ، بناء على اقتراح مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار ، مد الإعفاء لمدة أو لمدد أخرى، بما لا يجاوز خمس سنوات إذا اقتضت ذلك اعتبارات الصالح العام ، وفقا لمجال عمل المشروع وموقعه الجغرافي ، ومدى اسهامه في زيادة الصادرات ، وفي تشغيل العمال ودفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية .

د - وتعفى رعوس أموال المشروعات ، أيا كان شكلها القانوني ، من ضريبة الدمغة النسبية للمدة ذاتها ، المذكورة فيما سبق ، اعتبارا من التاريخ المحدد لاستحقاق الرسم قانونا لأول مرة .

ومفاد ذلك : أن صناديق الاستثمار ، بحكم كونها قد أضيفت بقرار رئيس مجلس الوزراء المتقدم إلى مجالات وأنشطة الاستثمار الواردة بالبند (أ) من المادة الأولى من قانون الاستثمار ، تتمتع ولمدة خمس سنوات ، تبدأ من أول سنة مالية تالية لبداية مزاولة النشاط ، بالإعفاء من ضرائب الدخل ، حيث يتمتع الصندوق

ذاته بالاعفاء من الضريبة على أرباح شركات الأموال ، وحيث تتمتع توزيعات الصندوق ، بما فيها الأرباح التراكمية التى تعلو على أصل الوثيقة فى الصناديق ذات العائد التراكمى ، فأيا كانت صورة هذه التوزيعات ، فإنها تعفى من الضريبة على إيرادات رموس الأموال المنقولة.

كما تعفى الصناديق وبنفس هذا الأساس ، وبنفس مدة هذا الاعفاء من ضريبة الدمغة النسبية ، اعتبارا من التاريخ المحدد لاستحقاق ضريبة الدمغة قانونا لأول مرة .

غير أن هذه الاعفاءات كما قدمنا ، مؤقتة ، أشبه ما تكون بالاجازة الضريبية ، التى سرعان ما تخضع الصناديق بعدها للضرائب التى كانت معفاة منها، وهذا هو الطابع المميز للمعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار فى المرحلة الثانية الماثلة .

غير أنه وبصدور القانون رقم ١١ لسنة ١٩٩٥ أنف الذكر بشأن الغاء المادة ٨٣ من قانون ضريبة الدمغة رقم ١١١ لسنة ١٩٨٠ ، والمواد المرتبطة بها من ٨٤ - ٨٨ من نفس القانون ، والمتعلقة بفرض ضريبة الدمغة النسبية والنوعية على اصدار الأوراق المالية وتداولها ، لم تعد لصناديق الاستثمار خصوصية الاعفاء من ضريبة الدمغة ، على اصدار وتداول وثائق الاستثمار باعتبارها ورقة مالية .

وإذا كانت المادة الأولى من القانون ١١ لسنة ١٩٩٥ أنفة الذكر ، قد ألغت المادة ٨٣ والمواد المرتبطة بها إلى المادة ٨٦ من القانون ١١١ لسنة ١٩٨٠ المشار اليه ، فى شأن إلغاء ضريبة الدمغة النسبية والنوعية على اصدار الأوراق المالية اعتبارا من أول يناير ١٩٩٦ ، دون أن تجعل لهذا الالغاء أثرا رجعيا من تاريخ نشأة صناديق الاستثمار ، بما يعنى خضوع وثائق الاستثمار المصدرة من صناديق الاستثمار لضريبة الدمغة النسبية والنوعية على اصدارها وتداولها اعتبارا من تاريخ اصدارها لأول مرة وحتى أول يناير ١٩٩٦ ، إلا أننا نقول:

بأن هذا التحليل لو الاستنتاج غير صحيح ، لثلاثة أسباب جوهرية هي :

١ - أن المادة ١/١٤ من قانون سوق رأس المال آنف البيان قد أضفت الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون ، من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار ، ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية.

٢ - أن صناديق الاستثمار بحكم كونها قد أدرجت ضمن أنشطة ومجالات الاستثمار الخاضعة لأحكام القانون ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ ، وتمتعت بضمائنه ومزاياه فيها تحفي وبناء على نص المادة ٨/١١ من قانون الاستثمار من ضريبة الدمغة النسبية لمدة خمس سنوات ، يجوز مدها إلى خمس سنوات أخرى بالأوضاع والشروط التي حددتها المادة ٤/١١ من نفس القانون ، اعتباراً من التاريخ المحدد لاستحقاق الرسم قانوناً لأول مرة ، وإذا احتسبنا المدة من بدء مزاولة أول صندوق للاستثمار في مصر لتتخلط في ٩٤/٩/١ إلى الأول من يناير ١٩٩٦ لاتضح لنا أن صناديق الاستثمار بحكم كونها نشاطاً استثمارياً لا تخضع لضريبة الدمغة النسبية وفقاً لنص المادة ٨/١١ من قانون الاستثمار المشار إليه .

٣ - أن المحكمة الدستورية العليا قد قضت في حكمها الصادر بتاريخ ٧ سبتمبر ١٩٩٦ في القضية المقيدة بجدولها برقم ٩ لسنة ١٧ اق . دستورية بعدم دستورية نص المادة ٨٣ من قانون ضريبة الدمغة ، الصادر بالقانون رقم ١١١ لسنة ١٩٨٠ ويسقط موانه ٨٤ ، ٨٥ ، ٨٦ ، ٨٧ المرتبطة بها وهو حكم يلغى أثر نصوص هذه المواد من تاريخ إصدارها .

الفصل الثالث

المرحلة الثالثة: من مراحل تطور

التنظيم التشريعي للضريبة على صناديق الاستثمار

وهي المرحلة الممتدة كما ذكرنا آنفا من ١٩٩٦/٧/١ حتى وقت اعداد هذا البحث ، حيث يمثل التاريخ المشار إليه بدء العمل بأحكام القانونين ٨٩ ، ٩٠ لسنة ١٩٩٦ .

أما القانون الأول وهو مكون من مادة واحدة خلاف مادة النشر ، فإنه ينص على أن: "تلغى الفقرة الثانية من كل من المادتين ١١ ، ١٤ من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢".

وهذه الفقرة كما ذكرنا من قبل خاصة بفرض ضريبة نسبية مقدارها ٢٪ من قيمة الزيادة التي يحصل عليها البائع للسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى المماثلة ، (أي كانت الجهة المصدرة لها المقيدة في الجداول المبينة بالبند (أ) من المادة ١٦ من قانون سوق رأس المال منه) ، نتيجة بيعه لهذه الأوراق بقيمة تزيد على ثمن شرائها . وذلك بما مؤداه :

الغاء الضريبة على الزيادة الرأسمالية لوئائق الاستثمار في حالة بيعها بقيمة تزيد على قيمة شرائها .

وأما القانون الثاني رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦ في شأن تعديل بعض أحكام قانون الضرائب على الدخل الصادر بالقانون ١٥٧ لسنة ١٩٨١ ، وهو أيضا مكون من مادة واحدة خلاف مادة النشر ، فإنه ينص في مادته الأولى على أن : "يضاف بند جديد للمادة ١٢٠ من القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ باصدار قانون الضرائب على الدخل برقم ٤ مكررا (٣) نصه الآتي : "أرباح صناديق الاستثمار ، المنشأة وفقا لأحكام قانون سوق رأس المال ، الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وجدير بالذكر أن المادة ١٢٠ من القانون ١٥٧ لسنة ١٩٨١ إنما تقع ضمن مواد الكتاب الثاني من قانون الضرائب على الدخل في مصر، الخاص بالضريبة على أرباح شركات الأموال، وأن المشرع قسم هذا الكتاب إلى ستة أبواب تتناول في الباب الأول منها وفي المواد ١١١، ١١١ مكررا، ١١٢ نطاق الضريبة على أرباح شركات الأموال وسعرها، وتناول في الباب الثاني في المواد ١١٢ - ١١٨ وعاء الضريبة المشار إليها، ثم انتقل في الباب الثالث وفي المادتين ١١٩، ١٢٠ إلى بيان الإعفاءات من الضريبة على أرباح شركات الأموال.

وقد أضاف القانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦ المائل إلى هذه الإعفاءات من الضريبة على أرباح شركات الأموال، إعفاء أرباح صناديق الاستثمار المنشأة وفقا لأحكام قانون سوق رأس المال.

مشكل ضريبية يثيرها هذا الاعفاء : يثير إعفاء أرباح صناديق الاستثمار عددا من المشكلات الضريبية هي :

(١) هل يقتصر الاعفاء على أرباح الصناديق المنشأة في شكل شركة مساهمة باعتبار أنها تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، عن شخصية المساهمين فيها، وتربط عليها الضريبة على أرباح شركات الأموال، أم يمتد الاعفاء ليشمل أرباح الصناديق التي تنشؤها البنوك وشركات التأمين، باعتبار أن ما يحصل عليه الصندوق ذاته من أرباح وثائقه ومن عمولات، إنما ينول في النهاية إلى البنك أو شركة التأمين المؤسسة للصندوق، وهما من شركات الأموال ؟ ونعتقد أن نص الاعفاء الوارد في القانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦ عام، وليس فيه ما يمنع تمتع صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين بهذا الاعفاء.

(٢) إذا كانت صناديق الاستثمار بأشكالها الثلاثة المتقدمة (المنشأة في شكل شركات مساهمة - صناديق البنوك - صناديق شركات التأمين) تتمتع بالإعفاء من الضريبة على أرباح شركات الأموال، فهل يتمتع المستثمرون من حملة وثائق الاستثمار التي تصدرها، بالإعفاء من ضرائب الدخل على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحصلون عليها من الصندوق ؟ ونعتقد أن النص الذي

تقرر به هذا الاعفاء عام، يشمل كل أرباح الصندوق ، سواء تلك التي تتول إلى الصندوق بصفته شركة مساهمة ، أو نشاطا استثماريا للبنك أو شركة التأمين المنشئة له ، أو التي تتول إلى المستثمرين فيه من حملة وثائق الاستثمار التي يصدرها ، فالنص عام ، غير أن وضعه ضمن الاعفاءات الممنوحة لشركات الأموال ، في الباب الثالث من الكتاب الثاني من قانون الضرائب على الدخل في مصر ، يشير إلى أن المشرع أراد قصر التمتع به على شركة للصندوق ، أو الشركة المالكة له سواء كانت بنكا أو شركة تأمين .

وهذا يؤثر لدينا مشكلة دستورية ، وهي أن الضريبة العامة يجب أن تتحقق فيها صفتي العدالة والمساواة بين جميع من تقوم لديهم الواقعة المنشئة لها، وإنه إذا كان تحقق الربح الخاضع للضريبة هو الواقعة المنشئة لها هنا ، وكان الصندوق بأشكاله الثلاثة المتقدمة يحصل مؤسسه على نصيب من هذا الربح بصفقتهم مستثمرين في وثائق استثماره ، وكان الصندوق هو الآخر بصفته شخصا اعتباريا مستقلا ، يحصل على نصيب من هذا الربح فإنه ينبغي والحالة هذه . أما أن يعفى الربح جميعه من الضريبة ، أو يخضع جميعه للضريبة، أما أن يعفى الصندوق منها ، وتتمتع الجهة المالكة له وحدها بهذا الاعفاء ، ويخضع المستثمرون وحدهم لضريبة الدخل على التوزيعات التي يحصلون عليها منه، فهذا مخالف للعدالة والمساواة .

وقد كان يمكن للمشرع الضريبي أن يجنبنا مثل هذه المشكلة لو أنه وضع النص الوارد في المادة الأولى من القانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦ في قانون سوق رأس المال بدلا من قانون الضرائب على الدخل ، أو كان قد فصل القول في أوضاع وشروط تطبيق هذا النص .

(٣) ومن المشاكل الضريبية التي يثيرها هذا الاعفاء : أن قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٦٠٢ لسنة ١٩٩٤ آنف البيان قد اعتبر نشاط صناديق الاستثمار نشاطا استثماريا ، وأضافه إلى مجالات وأنشطة الاستثمار المنصوص عليها في الفقرة (أ) من المادة الأولى من قانون الاستثمار ، وهو الأمر الذي

يترتب عليه كما قلنا : تمتع صناديق الاستثمار بالاعفاء المؤقت أو الإجازة الضريبية التى تتمتع بها مشروعات الاستثمار المماثلة بموجب قانون الاستثمار .

وقد جاء القانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦ ومنح صناديق الاستثمار إعفاء مطلقا ، غير محدد بمدة زمنية ، وهو الأمر الذى يمكن أن يغرى مشروعات الاستثمار الأخرى الخاضعة لاحكام قانون الاستثمار ، بالمطالبة بالمثل وهذا من حقها ، خاصة وأن نشاط صناديق الاستثمار فى نطاق الاستثمار الفعلى ، نشاط هامشى ، بالنظر إلى اعتبارين رئيسيين هما :

١ - حظرت الفقرة الثانية من المادة ١٦٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على مدير الاستثمار فى الصندوق ، استخدام أموال الصندوق فى تأسيس شركات جديدة ، وذلك بما مؤداه ، أن دور صناديق الاستثمار فى تنشيط سوق الأوراق المالية قاصر فقط على دخوله بائعا أو مشتريا للأوراق المالية فى السوق الثانوى للأوراق المالية ، وأنه لا يجوز له أن يدخل مشتريا من السوق الأولى للأوراق المالية وهذا يعنى ، انعدام دوره فى تأسيس شركات المساهمة ، وبالتالي هامشية دوره فى عمليات الاستثمار الفعلى والمباشر ، إذ ماذا يفيد مشروعات الاستثمار ، أو ماذا يعود من نفع على مجالات وأنشطة الاستثمار من وجود مضاربين فى البورصة على بعض الأوراق المالية ، أو من انتقال ملكية الورقة المالية التى سبق الاكتتاب فيها ، من مالك إلى مالك آخر ، صحيح أن لصناديق الاستثمار دور فى تسهيل الأوراق المالية وتقريب الاكتتاب فيها من عمليات الإيداع لدى البنوك ، وهو يعود بطريق غير مباشر بأثار ايجابية على تأسيس الشركات المساهمة ، والاستثمار عموما ، غير أنه وعلى الرغم من ذلك فإن دور صناديق الاستثمار فى إقامة أو تنفيذ الاستثمار المباشر مازال هامشيا .

٢ - منعت الفقرة الثانية من المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال ، وهذا الفقرة الثانية من المادة ١٤٠ من لائحته التنفيذية ، صناديق الاستثمار من التعامل فى القيم المنقولة الأخرى - خلاف الأوراق المالية - أو فى غيرها من مجالات الاستثمار ، إلا بترخيص خاص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ، وفى

حدود نسبة الاستثمار التي يقررها المجلس ، وعلى أن يقدم الصندوق ، دراسة تتضمن بياناً بمجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات الأخرى ، التي يرغب الصندوق الاستثمار فيها ، ومبررات ذلك ونتائج الاستثمار المتوقعة ، وهذا ما يؤكد من وجهة نظرنا هامشية دور صناديق الاستثمار في عمليات الاستثمار المباشر والحقيقي .

وإذا كان من حق صناديق الاستثمار أن تتمتع عن أرباح نشاطها بالاعفاء الضريبي المطلق ، وهي التي تقوم بدور هامشي في عمليات الاستثمار المباشر فمن باب أولى ، ووفقاً لمقتضيات العدالة الضريبية أن تطالب مشروعات الاستثمار المباشر بالمعاملة بالمثل .

قائمة بالمراجع

- ١ - أ.د/ السيد عبد المولى - التشريع الضريبي - دار الفكر العربى ١٩٧٦.
- ٢ - د/ السيد الطيبي - تقييم تجربة صناديق الاستثمار فى مصر - ندوة صناديق الاستثمار المنعقدة بمركز الشيخ صالح عبد الله كامل - ٢٢ مارس ١٩٩٧.
- ٣ - الأستاذة/ أمال أحمد عبد السلام - الاطار القانونى لصناديق الاستثمار - ندوة مركز صالح كامل .
- ٤ - أ.د/ حمدى عبد العظيم - الهندسة الضريبية لصناديق الاستثمار - ندوة مركز صالح كامل.
- ٥ - أ.د/ زكريا محمد بيومى - موسوعة الضريبة الموحدة - عالم الكتب ١٩٩٤.
- ٦ - أ.د/ زين العابدين ناصر - النظام الضريبي المصرى - دار النهضة العربية.
- ٧ - أ.د/ زين العابدين ناصر - د/ السيد عطيه عبد الواحد - محاضرات فى الضريبة الموحدة ١٩٩٥.
- ٨ - الأستاذ/ سيد عيسى - تقييم تجربة صناديق الاستثمار فى مصر - ندوة مركز صالح كامل.
- ٩ - د/ عبد الستار أبو غده - التكليف الشرعى لصناديق الاستثمار ومشروعاتها - ندوة مركز صالح كامل .
- ١٠ - الأستاذ/ عدلى سلامة أندراوس - سوق المال فى مصر - معهد الدراسات المصرفية بالبنك المركزى - ١٩٩٥.
- ١١ - د/ عطية عبد الحليم صقر - شرح قانون الضريبة الموحدة على دخل الأشخاص الطبيعيين ١٩٩٦.

- ١٢ - د/ عطيه فياض - التكييف الشرعى لصناديق الاستثمار ومشروعاتها - ندوة مركز صالح كامل .
- ١٣ - الأستاذ/ عمرو مصطفى ابو زيد - صناديق الاستثمار - ومشروعاتها - ندوة مركز صالح كامل.
- ١٤ - أ.د/ محمد عبد الحليم عمر - المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور اسلامى ندوة مركز صالح كامل .
- ١٥ - الأستاذ/ محمد ماهر محمد على - تقييم تجربة صناديق الاستثمار فى مصر - ندوة مركز صالح كامل .
- ١٦ - الأستاذ/ محمود سليمان - صناديق الاستثمار - ندوة مركز صالح كامل.
- ١٧ - الأستاذ/ محمود محمد فهمى - الاطار القانونى لصناديق الاستثمار - ندوة مركز صالح كامل .
- ١٨ - د/ منى قاسم - صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين - الدار المصرية اللبنانية ١٩٩٥.
- ١٩ - د/ منير هندى - صناديق الاستثمار - منشأة المعارف بالاسكندرية ١٩٩٤.
- ٢٠ - الأستاذ/ مصطفى على أحمد - صناديق الاستثمار - (مزايها - أنواعها - التكييف الشرعى لها) ندوة مركز صالح كامل.
- ٢١ - الأستاذ/ نشأت عبد العزيز معوض - بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، كتاب الاهرام الاقتصادى ج ٢ العدد ٧٦ يونيو ١٩٩٤.
- ٢٢ - الأستاذ/ هشام أحمد حسبو - المعاملة الضريبية لصناديق ووثائق الاستثمار، ملحق الاهرام الاقتصادى ٩ سبتمبر ١٩٩٦.
- ٢٣ - المجلة الاقتصادية للبنك المركزى المصرى - أعداد متنوعة .

- ٢٤ - النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري - اعداد متفرقة .
- ٢٥ - النشرة الاقتصادية لبنك مصر - اعداد متنوعة .
- ٢٦ - التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى للسنوات ٩٣-١٩٩٦ .

المحتويات

٣	مقدمة
٥	الباب الأول : الاطار القانونى
٥	تقديم وتقسيم
٧	الفصل الأول : صناديق الاستثمار (المفهوم- الأهداف- النشأة)
٧	المبحث الأول : المفهوم (الماهية)
٨	الطبيعية القانونية لصناديق الاستثمار
٩	الغرض من انشاء الصناديق
١١	المعالم الرئيسية للصناديق
١٢	المبحث الثانى : أهداف صناديق الاستثمار
١٥	المبحث الثالث : نشأة صناديق الاستثمار
١٦	نشأة صناديق الاستثمار فى مصر
٢١	الفصل الثانى : صناديق الاستثمار (الأشكال- الأنواع - معايير التفرقة - السياسات الاستثمارية
٢١	المبحث الأول : أشكال صناديق الاستثمار
٢١	معايير التفرقة بين أشكال الصناديق
٣١	المبحث الثانى : تقسيمات (أنواع) الصناديق ومعايير التفرقة بينها
٣١	أنواع صناديق الاستثمار
٣٢	التعريف بأهم أنواع الصناديق
٣٨	المبحث الثالث : مزايا ومخاطر الاستثمارات فى صناديق الاستثمار
٤١	المبحث الرابع : السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار
٤٣	الفصل الثالث : وثائق الاستثمار
٤٣	المبحث الأول : الطبيعة القانونية لوثائق الاستثمار
٤٥	المبحث الثانى : نشرة الاكتتاب
٥٢	القيمة الاستردادية للوثيقة

٥٤	القيمة البيعية التى تصدر بها الوثائق البديلة
٥٤	أرباح الوثيقة
٥٥	التوزيعات لحاملى الوثائق
٥٦	أتعاب مدير الاستثمار
٥٦	عمولات البنك
٥٩	الفصل الرابع : مدير الاستثمار
٥٩	الإدارة الفعلية لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين
٦٠	الإدارة الفعلية لصناديق استثمار الشركات المساهمة
٦١	شروط مدير الاستثمار
٦١	أوضاع وشروط مباشرة مدير الاستثمار لنشاط الصندوق
٦٢	طريقة واجراءات التعاقد مع مدير الاستثمار
٦٣	التزامات الصندوق ازاء عقد الادارة
٦٣	مساعدو مدير الاستثمار
٦٤	المحظورات على مدير الاستثمار
٦٦	التزامات (مسئوليات) مدير الاستثمار
٦٩	الفصل الخامس: (الضوابط - الرقابة - الانقضاء)
٦٩	المبحث الأول : الضوابط
٦٩	الضوابط الخاصة ببدء النشاط وتحديد مجالات الاستثمار
٧١	الضوابط المتعلقة بجدية النشاط
٧٢	الضوابط الخاصة بشفافية السياسة الاستثمارية للصندوق
٧٤	الضوابط الخاصة بتشكيل مجلس ادارة صناديق الشركات المساهمة
٧٥	ضوابط الادارة الفعلية
٧٦	ضوابط أخرى
٧٧	المبحث الثانى : الرقابة على صناديق الاستثمار
٧٧	رقابة الهيئة العامة لسوق المال

٨٤	مراقبا حسابات الصندوق وطبيعة ووسائل رقابتهما
٨٥	رقابة جماعة حملة وثائق الاستثمار
٨٧	المبحث الثالث : انقضاء الصندوق
٨٧	سقوط الترخيص
٨٨	لغاء الترخيص
٨٩	منع الصندوق من مزاوله كل أو بعض النشاط
٨٩	تصفية الصندوق
٩٠	انقضاء الصندوق
٩١	المباب الثاني : التكليف الشرعى لصناديق الاستثمار
٩١	تقديم وتقسيم
٩٣	الفصل الأول: التكليف الشرعى للعلاقة بين الصندوق وجماعة المستثمرين فيه
٩٣	معايير التفرقة بين شركة المساهمة العادية وشركة صندوق الاستثمار
٩٣	معايير رأس المال
٩٤	معايير زيادة أو تخفيض رأس المال
٩٥	معايير الأوراق المالية التى تصدرها كل منهما
٩٦	معايير الادارة للقانونية للشركة
٩٧	وجوه الاتفاق بين شركة صندوق الاستثمار وأحكام الشركات فى الفقه الإسلامى
٩٩	وجوه الاختلاف بين شركة صندوق الاستثمار وأحكام الشركات فى الفقه الإسلامى
١٠١	للتصنيف الفقهى لشركة صندوق الاستثمار
١٠٣	الفصل الثانى : التكليف الشرعى للعلاقة بين الصندوق ومدير استثماراته
١٠٣	هل هذه العلاقة مضاربة أم وكالة بأجر ؟

١٠٣	اختلاف في الاجتهاد
١٠٤	حقيقة المضاربة
١٠٥	حقيقة الوكالة باجر
١٠٦	معايير التفرقة بين المضاربة والوكالة باجر
١٠٩	الفصل الثالث : رأى الباحث في شرعية توزيعات ناتج نشاط صندوق الاستثمار
١١٠	المدخل الرئيسى لبحث شرعية أرباح وتوزيعات الصناديق
١١١	مكونات محفظة الأوراق المالية للصندوق
١١١	الطبيعة القانونية لكل ورقة من مكونات المحفظة
١١٢	الأسهم
١١٣	السندات
١١٥	صكوك الاستثمار
١١٦	صكوك التمويل
١١٨	الودائع لأجل
١١٨	موازنات مدير الاستثمار في عملياته الاستثمارية
١١٩	شبهة الربا في بعض اجمالي ربح الصندوق
١١٩	اقتراح لدرء شبهة الربا عن أرباح الصندوق
١٢١	الباب الثالث : المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار
١٢١	المراحل التشريعية للضريبة على صناديق الاستثمار
١٢٣	الفصل الأول : مرحلة القصور التشريعي
١٢٦	معالم المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار في هذه المرحلة
١٢٨	تصورنا للتنظيم الفنى للضريبة في هذه المرحلة
١٢٨	اعتبارات تحديد هذه المعالم
١٢٨	أولا : بالنسبة لشركات صناديق الاستثمار
١٣٠	عناصر وعاء الضريبة على صناديق شركات المساهمة

١٣٥	تقسيمات الممولين
١٣٦	ثانياً: بالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين
١٣٧	عناصر وعاء الضريبة على هذه الصناديق
١٤٠	الممولين الخاضعين لها
١٤٠	تحديد الإيرادات الخاضعة للضريبة في كل وعاء
١٤٣	المرحلة الثانية من مراحل تطور التنظيم التشريعي للضريبة على صناديق الاستثمار
١٤٣	معالم المعاملة الضريبة للصناديق في هذه المرحلة
١٤٣	بعض القرارات والقوانين المحددة لهذه المعالم
١٤٥	الاساس الفنى لتمتع الصناديق بالاعفاءات الضريبية الواردة فى قانون الاستثمار
١٤٦	نطاق الاعفاءات الضريبية التى تتمتع بها الصناديق
١٤٩	المرحلة الثالثة : القوانين المحددة للمعاملة الضريبية للصناديق فى هذه المرحلة
١٥٠	مرحلة العمل بالقانون ٩٠ لسنة ١٩٩٦
١٥٠	مشاكل ضريبة يثيرها الاعفاء الوارد فى القانون ٩٠ لسنة ١٩٩٦
١٥٥	مراجع البحث
١٥٩	المحتويات

رقم الايداع بدار الكتب

١٩٩٧/١٣٩٧٧

الرقم الدولي I.S.B.N

977-04-2200-2