



كلية الحقوق
الدراسات العليا

إدارة
صناديق الإستثمار والمسئولية الناتجة عنها

رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق

الباحث

خالد عبد السلام عبد الفتاح شتية

لجنة الحكم على الرسالة:

أ.د/ رضا محمد عبيد

(رئيساً)

أستاذ ورئيس قسم القانون التجاري والبحري وعميد كلية الحقوق جامعة بني
سويق الأسبق

أ.د/ رضا السيد عبد الحميد

(مشرفاً وعضواً)

أستاذ رئيس قسم القانون التجاري والبحري - كلية الحقوق - جامعة عين شمس

أ.د/ سامي عبد الباقي أبو صالح

(عضواً)

أستاذ القانون التجاري والبحري المساعد بكلية الحقوق - جامعة القاهرة

٢٠١٢م - ١٤٣٣هـ



كلية الحقوق
الدراسات العليا

إدارة
صناديق الإستثمار والمسئولية الناتجة عنها

رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق

الباحث

خالد عبد السلام عبد الفتاح شتية

لجنة الحكم على الرسالة:

أ.د/ رضا محمد عبيد (رئيساً)

أستاذ ورئيس قسم القانون التجاري والبحري وعميد كلية الحقوق جامعة بني

سويق الأسبق

أ.د/ رضا السيد عبد الحميد (مشرفاً وعضواً)

أستاذ رئيس قسم القانون التجاري والبحري - كلية الحقوق - جامعة عين شمس

أ.د/ سامي عبد الباقي أبو صالح (عضواً)

أستاذ القانون التجاري والبحري المساعد بكلية الحقوق - جامعة القاهرة

تاريخ البحث: / / ٢٠١٢م

[الدراسات العليا]

أُجيزت الرسالة بتاريخ: / / ٢٠١٢م.

ختم الإجازة:

موافقة مجلس الجامعة:

موافقة مجلس الكلية:

بتاريخ: / / ٢٠١٢م

بتاريخ: / / ٢٠١٢م



جامعة عين شمس
كلية الحقوق
الدراسات العليا

إدارة
صناديق الإستثمار والمسئولية الناتجة عنها

"رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق"

مقدم من الباحث:

خالد عبد السلام عبد الفتاح شتية

لجنة المناقشة والحكم:

- الأستاذ الدكتور: رضا السيد عبد الحميد
أستاذ ورئيس قسم القانون التجاري -
كلية الحقوق - جامعة عين شمس
- الأستاذ الدكتور: [عضواً]
- الأستاذ الدكتور: [عضواً]

٢٠١٢م - ١٤٣٣هـ



جامعة عين شمس
كلية الحقوق
الدراسات العليا

إدارة
صناديق الإستثمار والمسئولية الناتجة عنها

"رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق"

مقدم من الباحث:

خالد عبد السلام عبد الفتاح شتية

لجنة المناقشة والحكم:

[مشرفاً ورئيساً]

• الأستاذ الدكتور: رضا السيد عبد الحميد

أستاذ ورئيس قسم القانون التجاري -

كلية الحقوق - جامعة عين شمس

[عضواً]

• الأستاذ الدكتور:

[عضواً]

• الأستاذ الدكتور:

٢٠١٢م - ١٤٣٣هـ



جامعة عين شمس
كلية الحقوق
الدراسات العليا

الإجازة

إدارة

صناديق الإستثمار والمسئولية الناتجة عنها

"رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق"

مقدم من الباحث:

خالد عبد السلام عبد الفتاح شتية

لجنة المناقشة والحكم:

- الأستاذ الدكتور: رضا السيد عبد الحميد
أستاذ ورئيس قسم القانون التجاري -
كلية الحقوق - جامعة عين شمس

• الأستاذ الدكتور: [عضواً]

• الأستاذ الدكتور: [عضواً]

تاريخ البحث: / / ٢٠١٢م

[الدراسات العليا]

أُجيزت الرسالة:

ختم الإجازة:

بتاريخ: / / ٢٠١٢م.

موافقة مجلس الجامعة:

موافقة مجلس الكلية:

بتاريخ: / / ٢٠١٢م

بتاريخ: / / ٢٠١٢م



جامعة عين شمس
كلية الحقوق
الدراسات العليا

العنوان

اسم الطالب : خالد عبد السلام عبد الفتاح شنتيه

الدرجة العلمية : الدكتوراه

القسم التابع له : القانون التجاري

اسم الكلية : كلية الحقوق

اسم الجامعة : جامعة عين شمس

سنة التخرج : ٢٠١٢م - ١٤٣٣هـ

سنة المنح : ٢٠١٢م - ١٤٣٣هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

{الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ} سورة البقرة (الآية: ٢٧٥)

{إِنَّ الْمُبَدِّرِينَ كَانُوا إِخْوَانَ الشَّيَاطِينِ وَكَانَ الشَّيْطَانُ لِرَبِّهِ كَفُورًا * وَإِمَّا تُعْرِضَنَّ عَنْهُمْ ابْتِغَاءَ رَحْمَةٍ مِنْ رَبِّكَ تَرْجُوهَا فَقُلْ لَهُمْ قَوْلًا مَيْسُورًا * وَلَا تَجْعَلْ يَدَكَ مَغْلُولَةً إِلَىٰ عُنُقِكَ وَلَا تَبْسُطْهَا كُلَّ الْبَسْطِ فَتَقْعُدَ مَلُومًا مَحْسُورًا * إِنَّ رَبَّكَ يَبْسُطُ الرِّزْقَ لِمَنْ يَشَاءُ وَيَقْدِرُ إِنَّهُ كَانَ بِعِبَادِهِ خَبِيرًا بَصِيرًا}

(الآية ٢٧، ٢٨، ٢٩، ٣٠) سورة الإسراء

{يَا أَيُّهَا الرُّسُلُ كُلُوا مِنَ الطَّيِّبَاتِ وَاعْمَلُوا صَالِحًا إِنِّي بِمَا تَعْمَلُونَ عَلِيمٌ}

(الآية: ٥١) سورة المؤمنون

{وَقُلْ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالَمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ}

(الآية ١٠٥) سورة التوبة

صدق الله العظيم

إهداء

أهدي هذا البحث العلمي المتواضع لكل العاملين في مجال القانون التجاري وبخاصة في مجال إستثمار المدخرات في الأوراق المالية عن طريق صناديق الإستثمار عله يسهم ولو بشكل يسير في تطوير هذا النظام الإستثماري الحديث نسبيًا في العالم العربي والإسلامي.

وأدعو الله عزل وجل أن يجعل هذا العمل في ميزان حسنات كل من شارك فيه لتطوير الإقتصاد الوطني والعربي والإسلامي.

الباحث

شكر وتقدير

أشكر وأحمد الله عز وجل على توفيقه في إتمام هذا البحث، كما أتوجه بأسمى آيات الشكر والتقدير للسيد الأستاذ الدكتور/ رضا السيد عبد الحميد – المشرف على الرسالة عرفاناً لما بذله من جهد في التوجيه والإرشاد لإتمامها بحمد الله تعالى. وأتوجه بالشكر للسادة أعضاء هيئة مناقشة الرسالة الأستاذ الدكتور/ رضا محمد عبيد (الرئيس) والأستاذ الدكتور/ سامي عبد الباقي أبو صالح (عضوا) ، لما بذلاه من وقت وجهد خالص في الحكم على الرسالة وتقييمها ومناقشتها مناقشة علمية هادفة. وأخيراً أتوجه بالشكر لأسرتي الصغيرة زوجتي وأولادي على ما إقتطعته من وقتهم وما بذلوه لتوفير المناخ الملائم لإتمام هذا البحث على مدار سنواته، وأتوجه بالشكر والإمتنان والعرفان بالجميل لأبي وأمي على تربيتهما لي ودواتهما الدائمة، وأدعو الله عز وجل بدوام الصحة والعافية لهما وأن يجزيهما عنا خير الجزاء.

الباحث

مقدمة

* الميل الإستثمار الإدخار في الأوراق المالية مدخل ضروري لوجود صناديق الإستثمار:

ويقصد بالإستثمار غير المباشر Investissement indirect توظيف رأس المال أو الإدخار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الصناعية أو العقارية أو الزراعية أو التجارية كالأسهم والسندات^(١) فضلاً عن القيم المنقولة الأخرى كأذون الخزانة والتي تصدرها الدولة عن طريق البنك المركزي.

وفي هذا النوع من الإستثمار لا يقوم صاحب رأس المال أو المدخر بإستثمار رأس ماله أو إدخاره مباشرة في الأنشطة الإقتصادية وإنما يقوم بتزويد الشركات برؤوس الأموال اللازمة لإضطلاعها بنفسها بهذه الأنشطة ، وذلك عن طريق الإكتتاب في أسهمها أو سنداتها أو شرائها من سوق الأوراق المالية، وحينئذٍ يتمثل عائد الإستثمار في أرباح الأسهم وفوائد السندات.

وفي هذا المجال تلعب صناديق الإستثمار دوراً هاماً يتمثل في قيامها بدور الوسيط بين أصحاب رؤوس الأموال والشركات المصدرة للأوراق المالية، ويتيح الإستثمار غير المباشر في الأوراق المالية تنويع الإستثمار بحيث لا يقتصر على مجال إقتصادي معين، كالصناعي أو الزراعي أو التجاري، بل يتسع ليشمل المجال العقاري أيضاً بإعتباره وسيلة آمنة للإستثمار لما هو معروف من أن العقارات قليلاً ما تتأثر بتقلبات كبيرة ، فيعتبر إكتساب أسهم أو سندات هذه الشركات العاملة في العقارات نوعاً من الإستثمار العقاري غير المباشر.

(١) راجع: د/ عبد الحفيظ عبد الله عيد، مبادئ الإقتصاد، مطبوعات وحدة التأليف والترجمة والنشر، كلية الحقوق، جامعة الكويت، الطبعة الأولى ١٩٩٣، ص٦٣، ص١١٠، ص١١١.

وبضمن تنوع الإستثمار وتعدد مجالاته إستقرار الإقتصاد الوطني وعدم تعرضه للهزات الإقتصادية في الداخل والخارج.

أهمية موضوع البحث:

وإذ تميل رؤوس الأموال والمدخرات إلى الإستثمار غير المباشرة في الأوراق المالية فإن وجود صناديق الإستثمار يصبح مطلباً ضرورياً باعتبارها صمام أمن يضمن المحافظة على رؤوس الأموال والمدخرات من جهة، وحسن إستثمارها في الأوراق المالية من جهةٍ أخرى.

فالتعامل في الأوراق المالية، كصورة من صور الإستثمار غير المباشر، لا يخلو مطلقاً من المخاطر لاسيما إذا كان المال المستثمر مجرد إدخار epergne يسعى إلى تحقيق عائد متزن ومستقر^(١). ذلك أن سوق الأوراق المالية كثيراً ما تتعرض لتقلبات الأسعار ويقوم التعامل فيها على فكرة المضاربة La Spéculation على فروق الأسعار، وهو ما دعى البعض للقول بأن البورصة سوق لا يرتادها إلا المغامرون^(٢).

وإذا أمكن للرأسمالي الكبير إرتياد هذه السوق معتمداً على ما لديه من خبرة ودراية بأحوالها أو مستعيناً بخدمات سماسرة الأوراق المالية فإن هذه الإمكانية لا تتوافر للمدخر الصغير حيث لا يحتمل إدخاره المتواضع مخاطر المضاربة ولا يستطيع مواجهة هذه المخاطر لإفتقاده للخبرة والدراية بأحوال السوق المالية وعدم قدرته على الإستعانة بسماسرتها.

(١) Retail (L): LLes sociétés [civiles et commerciales], R.S, ١٩٥٤ Doctrine, PP, ٥٥ etss.

(٢) Orsini (L): Les sociétés d'investissement á capital variable, Memorie de luniversité de Paris, ١٩٧١, PP. ٥٣, ٥٤.

فإذا أضفنا إلى هذه المخاطر أن نجاح وإزدهار الإستثمار غير المباشر في الأوراق المالية يتوقف على وجود كيان قانوني متخصص في إنتخاب الأوراق المالية الجيدة وتوزيع الإستثمار توزيعاً قانونياً واقتصادياً وجغرافياً على مختلف المشروعات بما يضمن العائد المتزن والمستقر والأمن ويجذب بالتالي رؤوس الأموال الكبيرة والمدخرات الصغيرة لهذا النوع من الإستثمار، جاز لنا القول بأن هذا الكيان القانوني تجسده صناديق الإستثمار، حيث تلعب دور الوسيط الخبير والأمين بين أصحاب رؤوس الأموال والمدخرات وبين الشركات المُصدرة للأوراق المالية التي تتولى بنفسها الإستثمار المباشر.

من أجل ذلك عُني المشرع المصري بوضع نظام قانوني خاص لصناديق الإستثمار^(١) على غرار كثير من النظم القانونية المقارنة التي سوف نعرض لها في هذه الدراسة.

فلقد صدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م الخاص بتنظيم سوق رأس المال لثلاث عوامل هي:

(١) إنتهاج الدولة لسياسة الإصلاح الإقتصادي لمواكبة التطورات الإقتصادية الدولية سواءً بإستحداث أدوات مالية جديدة أو مؤسسات مالية جديدة أو تطوير العمل المالي والبورصة بهدف تدفق رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية من المدخرين الذين لديهم فائض إلى من يعانون من عجز في رؤوس الأموال [المشروعات الإنتاجية].

(١) وقد صدر بهذا النظام القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، منشور في الجريدة الرسمية ، العدد ٢٥ مكرر، بتاريخ ٢٢ يونيو ١٩٩٢، كما صدرت لائحته التنفيذية بالقرار الوزاري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، منشور بالوقائع المصرية، العدد ٨١ (تابع) بتاريخ ٨ أبريل ١٩٩٣م.

٢) إنتهاج أسلوب الخصخصة كمنهج إقتصادي، يؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية [المشاركة العامة في الإستثمار والتنمية] وهو ما يؤدي في النهاية لرفع مستوى الإنتاجية مع خفض معدل التضخم في ظل روح المنافسة بين كافة الوحدات الإنتاجية والمشروعات.

٣) لمواجهة كارثة شركات تلقي الأموال التي بدأت نشاطها بعيداً عن رقابة الدولة مما تسبب في ضياع أموال المدخرين مما كان من نتائجه فقدان الثقة في الإستثمار بصفة عامة وفي المشروعات الإنتاجية في مصر بصفة خاصة، فصدر هذا القانون محاولاً رد هذه الثقة المفقودة وإحكام الرقابة على جميع المؤسسات المالية والإستثمارية.

إن صناديق الإستثمار كما سوف نرى تعهد بإدارة [حافضة أوراق الصندوق المالية] لشركة إدارة متخصصة في نشاط تكوين الحوافظ من الصكوك الجيدة التي تضمها من خلال البورصة ثم إدارتها عن طريق متابعتها وإستبدالها بأخرى مع ظروف المحفظة وظروف السوق وهو ما يُطلق عليه [تحريك المحفظة]، فهي تقوم بدور أمين الإستثمار الذي يقوم بإدارة الحافضة نيابةً عن العميل [صندوق الإستثمار].

وكثير من الدول تستعين بشركات إدارة محترفة أجنبية لإدارة صناديق إستثمارها، فصناديق الإستثمار ما هي إلا حوافظ أوراق مالية إلا أنها ليست مملوكة لشخص واحد أو مجموعة أشخاص إنما هي مملوكة لأفراد كثيرين على هيئة شركة تملكوا صكوكها [وثائق الإستثمار] أو وثائق الملكية الخاصة بالصندوق عن طريق الإكتتاب فيها. أي أن ما يميز حافضة الصندوق عن الحافضة العادية هو إتساع قاعدة المشاركة. بالإضافة لإصداره [صكوكاً] (وثائق الإستثمار) قابلة للتداول في

البورصة. ولذلك فإن قانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م قد عُنِي بتفصيلات أحكام إنشاء ومشاركة الصندوق وخصها برقابة فعالة تفوق مثيلتها في شركات المساهمة نظراً لما تعرضه من "وثائق إستثمار" للإكتتاب العام.

ويتولى إدارة صناديق الإستثمار أشخاص يتمتعون بالشرف والنزاهة وتتوافر لديهم الدراية والمعرفة والخبرة والتخصص حيث يتولون إدارة حوافظ الصناديق وفقاً لمبدأ الإدارة السليمة الذي يفرض عليهم الإلتزام بالبعد بأموال الصندوق عن عمليات التمويل أو السيطرة أو المضاربة غير الحميدة مما يمثل عاملاً هاماً من عوامل إستمرار صناديق الإستثمار وإستقرارها وبحول دون هبوط قيمة حوافظها في بورصات الأوراق المالية.

بل وتتضمن معظم القوانين المنظمة لصناديق الإستثمار ضمانات هامة تكفل نجاحها وعدم جنوحها عن أغراضها.

ومن ذلك ما تقرره هذه القوانين من إلتزام المديرين بقاعدة [العارض المزدوج] التي لا تُجيز للصناديق الإستثمار في شركة واحدة بأكثر من نسبة معينة متواضعة من أموال الصندوق ضماناً لتتويع الإستثمار وتوزيع مخاطره على عدد كبير من الشركات المُصدرة للأوراق المالية، ولا تجيز للصندوق إكتساب أسهم تخولها حقوق التصويت في كل شركة بما يزيد عن نسبة معينة متواضعة لا تسمح للصندوق بالسيطرة على هذه الشركة حتى لا ينشغل بهذه السيطرة على حساب الإدارة العادية لحافظة الأوراق المالية.

ولضمان إلتزام مديري الصندوق بالقواعد المتقدمة وإتباعهم لقواعد إنتخاب الأوراق المالية الجيدة وتجنب الأوراق المالية الرديئة فإن معظم القوانين المنظمة لصناديق الإستثمار وليس بينهم المشرع المصري قد أخضعوا نشاط هؤلاء المديرين لرقابة [أمين الإستثمار] وأخضعوا نشاط المديرين وأمناء الإستثمار لرقابة [مراقبي الحسابات]. وهذا كله بالإضافة لإخضاع صناديق الإستثمار منذ تأسيسها وحتى

إنقضائها وتصفيته لرقابة خارجية تباشرها السلطة العامة لحماية الإيدار العام عموماً والشركاء في الصندوق خصوصاً [الهيئة العامة لسوق المال في مصر] ، وإعتمدت مختلف القوانين المنظمة لصناديق الإستثمار نشر المعلومات الخاصة بنشاط صناديق الإستثمار كأسلوب للرقابة عليها سواءً من جانب السلطة العامة أو الشركاء أنفسهم.

أهداف البحث:

- تحديد ماهية صناديق الإستثمار من حيث تعريفها وبيان ما تتمتع به من خصائص تميزها عن غيرها من المؤسسات والشركات الإستثمارية.
- بيان التنظيم القانوني لصناديق الإستثمار من حيث كيفية تأسيسها والترخيص لها بمزالة النشاط والشروط الواجب توافرها في أطراف الصناديق.
- بيان كيفية إدارة صناديق الإستثمار من حيث قواعد النشاط الفني والمالي ودور الشركاء في الإدارة والسلطات والحقوق المنوحة للإدارة والشروط الواجب توافرها فيها.
- الإكتتاب في الصكوك التي تُصدرها صناديق الإستثمار من حيث عدد الشركاء الواجب توافره في الصندوق ورأس ما له وكيفية تداول هذه الصكوك وطبيعتها.
- بيان واجبات ومسئوليات شركة الإدارة والبنك الوديع [مدير الإستثمار].

منهج البحث:

لقد إتبعنا في هذا البحث المنهج الإستقرائي للنصوص القانونية وعرض لمختلف الآراء الفقهية والمنهج التحليلي بتناول تلك النصوص والآراء الفقهية المختلفة بالتحليل المنهجي الوافي وبيان ما بها من مميزات وما قد يشوبها من عيب أو قصور. والمنهج التأصلي القائم على رد الجزئيات الفرعية إلى أصولها الكلية