



Tikrit University Journal for Rights

Journal Homepage : <http://tujr.tu.edu.iq/index.php/t>



Legal Aspects of Investment in Stock Market Indices (Comparative Study)

Dr. Radwan Hashem Hamdoun

College of Rights, University of Mosul, Nineveh, Iraq

rathwan1978@gmail.com

Dr. Mostafa Nateq Saleh

College of Rights, University of Mosul, Nineveh, Iraq

mustlab2000@yahoo.com

Article info.

Article history:

- Received 23 Sept 2019
- Accepted 24 Oct 2019
- Available online 1 June 2020

Keywords:

- investment fund.
- Exchange Traded.
- investment manager.
- units.
- market maker.

Abstract: ETFs are an investment instrument that includes a group of securities that are designed directly to follow a specific instrument or sector. ETFs increase national financial savings in developing countries in general, and ETFs are a class of fast-spreading financial products. Index funds are usually organized as companies that employ variable capital. Investment funds are considered one of the investment activities that are practiced in the stock market, where these funds lead to open new and serious areas to invest their money in order to attract the owners of the savings. The legal remedies related to the issue of ETFs should be known in terms of their establishment and management, and investors turn to companies specialized in the management of ETFs. The fund manager creates a fund that matches one of the market indices and buys the securities for this index and selects a variety of stocks of different value, This leads to the establishment of ETFs, which have low cost to the investor and an investment portfolio.

الجوانب القانونية للاستثمار في مؤشرات سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

م.د. رضوان هاشم حمدون
كلية الحقوق، جامعة الموصل، نينوى، العراق
rathwan1978@gmail.com

أ.م.د. مصطفى ناظق صالح
كلية الحقوق، جامعة الموصل، نينوى، العراق
mustlab2000@yahoo.com

معلومات البحث :

تواريخ البحث:

- الاستلام : ٢٣ / ايلول / ٢٠١٩
- القبول : ٢٤ / تشرين الاول / ٢٠١٩
- النشر المباشر : ١ / حزيران / ٢٠٢٠

الكلمات المفتاحية :

- الصندوق الاستثماري.
- المؤشرات المتداولة.
- مدير الاستثمار.
- وحدات.
- صانع السوق.

الخلاصة : تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة من الأدوات الاستثمارية والتي تضم مجموعة من الأوراق المالية والتي تكون مصممه بصورة مباشرة لمتابعة اداة مؤشر او قطاع معين في سوق الأوراق المالية، وتعمل صناديق المؤشرات المتداولة على زيادة المدخرات المالية الوطنية في الدول النامية بصفة عامة، وهي فئة من المنتجات المالية سريعة الانتشار عادة ما تنظم كشرركات برأس مال محدد، حيث تعد احدى الانشطة الاستثمارية التي تزاو في سوق الأوراق المالية حيث تؤدي هذه الصناديق الى فتح مجالات جدية وجديدة لاستثمار اموالهم بما يمكن من جذب اصحاب المدخرات ، ويجب معرفة المعالجات القانونية الخاصة بموضوع صناديق المؤشرات من حيث تأسيسها والادارة التي تتولاها، ويلجأ المستثمرون الى شركات متخصصة في ادارة صناديق المؤشرات المتداولة، حيث يقوم مدير الصندوق بإنشاء صندوق يتلاءم مع احدى مؤشرات السوق ويقوم بشراء الأوراق المالية لهذا المؤشر واختيار مجموعة من الاسهم المتنوعة والمختلفة في قيمتها، وبالتالي يؤدي لظهور صندوق المؤشرات المتداولة، والتي تتمتع بانخفاض تكلفتها تجاه المستثمر وانشاء المحفظة الاستثمارية

© ٢٠٢٠، كلية الحقوق، جامعة تكريت

المقدمة :

اولا: التعريف بموضوع البحث واهميته: تزداد اهمية الاستثمارات من خلال جذب رؤوس الاموال الكبيرة لغرض استثمارها بشكل ناجح وبعيدا عن المخاطر، ليظهر لنا ان هناك ادوات عديدة ومتنوعة في هذا المجال لتحقيق تلك الاهداف في الاستثمارات المتنوعة لتحقيق الربح من وراء ذلك، وخصوصا عندما لا يتمكن صغار المستثمرين من الدخول بمثل هذه المشروعات والمشاركة بها لوحدهم.

لذا ظهرت ادوات حديثة في الاستثمار الا وهو الاستثمار في مؤشرات سوق الأوراق المالية، حيث يتم اختيار احد المؤشرات المتداولة والذي يتكون من اسهم او اي اوراق مالية اخرى للاستثمار فيها، لتأسيس صناديق استثمارية مفتوحة تتمثل أصول هذه الصناديق بمحفظة استثمارية تتشكل من مجموعة الأوراق المالية المكونة لمؤشر معين قائم مثل: مؤشر داو جونز أو ستاندرد أند بورز، أو مؤشر EGX30

المصري أو مؤشر يتم إنشاؤه من قبل صندوق الاستثمار نفسه وغيرها، الأمر الذي يجعلها أداة استثمارية جذابة بالنسبة للمستثمر الذي يميل الى الابتعاد عن المخاطر، كونها تتبع مؤشراً مؤلفاً عدة اوراق مالية مختلفة داخل السوق، ونجحت في استقطاب العديد من المستثمرين لذلك.

ثانياً: مشكلة الموضوع: تتمثل المشكلة الاساسية في عدم وجود تنظيم قانوني خاص لصناديق الاستثمار في العراق بشكل عام؛ ولصناديق المؤشرات المتداولة على وجه الخصوص ولوجود الترابط الوثيق بين هذين النوعين من الصناديق، فغياب التنظيم القانوني الدقيق ادى الى عدم التعامل بهكذا نوع من الصناديق في سوق العراق للأوراق المالية، وادى الى ضياع فرص الاستثمار واتاحته للكثير من الاشخاص الطبيعية او المعنوية، وايضا ضعف الدراسات القانونية المعمقة الى حد كبير في هذا المجال واقتصارها على الجانب الاقتصادي البحت، اضافة لذلك لا بد من وجود الحلول القانونية المناسبة للحفاظ على اموال المستثمرين وتحقيق اهداف الصندوق الاستثماري الحقيقية بعيدا عن التضليل والحيل او الاضرار باقتصاد الدولة

ثالثاً: هدف الموضوع: لا بد من تسليط الضوء على هذا النوع من الصناديق المهمة والاساسية في مجال سوق الاوراق المالية، من حيث ماهيتها واهميتها، والية عملها وادارتها، ودورها في تطوير الاستثمار في الدولة عند ظهورها للوجود، فضلا عن رفق المجال القانوني بدراسات ذات طبيعة قانونية بعيدا عن الاقتصاد لبيان وجهة نظر القانون وموقفه منها في تجارب الدول التي تبنت مثل هذه الصناديق.

رابعاً: فرضية الموضوع: ان اقرار هكذا نظام للاستثمار في اطار سوق الاوراق المالية سيحقق تطورا كبيرا ومهما في تشجيع وتنويع الاستثمارات في مجال جديد بصناديق الاستثمار وسيعزز من انتشارها اذا وجدت النصوص القانونية المنظمة لها بدقة

ان هذا الابتكار الحديث يحتاج الى تنظيم تشريعي دقيق ومنظم للمحافظة على اموال المتعاملين وتحتاج الى كفاءة وخبرة عالية لإدارة مثل هذه الصناديق والتعامل مع المؤشرات المتنوعة في سوق الاوراق المالية، ولقد نظمت هذا النوع من الصناديق من خلال تعديلات تشريعات اسواق الاوراق المالية كما في مصر وقطر والسعودية، الا ان العراق لا يزال يعاني اصلا من عدم وجود نظام قانون يحكم انشاء الصناديق الاستثمارية عموما ومن بينها ايضا صناديق المؤشرات خصوصا، وعليه لم يأخذ بها قانون سوق الاوراق المالية النافذ رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤، على الرغم من اهميتها الكبيرة في استثمارات سوق راس المال.

خامسا: منهج الموضوع وهيكلته: سيتم معالجة الموضوع من خلال المنهج القانوني المقارن بين قانون سوق العراق للأوراق المالية رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤، وموقفه القانوني من ذلك، مع التشريعات التي اخذت بهذا النوع من الصناديق كما في قانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل، ولائحته التنفيذية، والقرارات الصادرة بشأن صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة المصرية، ونظام صناديق المؤشرات المتداولة الاماراتي رقم ٤٩/ ر.ت لسنة ٢٠١٦ محاولين الافادة من تجارب هذه الدول في اقتراح تنظيم قانوني خاص بها في العراق، ووفقا للخطة التالية:

المبحث الاول: مفهوم صناديق المؤشرات الاستثمارية.

المطلب الاول: تعريف صناديق المؤشرات واهميتها.

المطلب الثاني: خصائص الصناديق وتمييزها من غيرها.

المبحث الثاني: الاحكام القانونية في تأسيس وادارة صناديق المؤشرات المتداولة

المطلب الاول: تأسيس صناديق المؤشرات.

المطلب الثاني: ادارة صناديق المؤشرات.

المبحث الاول

مفهوم صناديق المؤشرات الاستثمارية

تعد صناديق المؤشرات المتداولة في أسواق المال العالمية أحد الأدوات المالية الحديثة نوعاً ما، والتي تمكن الكثير من المستثمرين الاستفادة من التقلبات الحاصلة في العديد من الأسواق وتداول العديد من الأدوات المالية كالأسهم، السلع، العملات الأجنبية، السندات والعقود الآجلة، بحيث أن تداول هذه الأصول قد لا يكون متوفراً لهؤلاء المستثمرين بسبب قلة رؤوس الأموال اللازمة، ما يجعل تداول صناديق المؤشرات المتداولة أفضل خيار لهذه الفئة نظراً لقلّة تكلفتها وتعدد أنواعها، كما وكبيرة لتطور أسواق المال العالمية ولتوفير المزيد من المرونة والحلول أمام المتداولين أو المستثمرين وزيادة سهولة الولوج إلى رؤوس الأموال بتكلفة منخفضة، والاستفادة من تقلبات أسعار العديد من الأدوات المالية. فقد تم إنشاء أنواع مختلفة من صناديق المؤشرات المتداولة.

ويرمز عادة لصناديق المؤشرات المتداولة بالرمز "ETFs" صناديق المؤشرات المتداولة (Exchange-Traded Fund)، وتتميز بأنها تجمع بين السمات الرئيسية لصناديق الاستثمار التقليدية من حيث تنوع المحفظة الاستثمارية المكونة لها^(١)، ومن حيث إمكانية الولوج لها دون الحاجة لرؤوس أموال ضخمة، وإن صناديق المؤشرات المتداولة يتم الاستثمار فيها عن طريق أسواق الأسهم، ويتم تداولها بها بنفس الطريقة التي يتم فيها تداول أسهم الشركات. وتقوم هذه الصناديق بتعقب حركة العديد من الأدوات المالية التي قد يصعب على الكثير من المستثمرين تداولها على غرار مؤشرات أسواق الأسهم العالمية، أداء قطاعات أسهم معينة، بالإضافة للسلع كالذهب والفضة والسندات.

وتعتبر صناديق المؤشرات المتداولة الخاصة والتي يطلق عليها أيضاً صناديق المؤشرات المتداولة ذات العلامة البيضاء، هي أحد أحدث الحلول المبتكرة في مجال صناديق المؤشرات المتداولة والتي أنشأت بهدف توفير المرونة وسهولة تداول رؤوس الأموال للمستثمرين. وتسمى بالصناديق ذات العلامة البيضاء "لأنها لا تحمل اسم الشركة الأصلية المالكة للصندوق، ويطلق هذا المصطلح (ذات

(١) تعرف المحفظة المالية الاستثمارية بانها: تشكيلة من الاوراق المالية المتنوعة يتم اختيارها بعناية ودقة كبيرتين لغرض تحقيق الارباح المناسبة وتوفير السيولة وضمان الاستثمار. د.وليد محمد علي، احكام محافظ الاوراق المالية الاستثمارية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠١٢، ص٦٢. وتجدر الاشارة هنا الى ان المشرع العراقي في قانون الاستثمار رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٦ النافذ والمعدل عرف المحفظة الاستثمارية في المادة (١٥/١) بانها: مجموعة من الاستثمارات في الاسهم و السندات. ونلاحظ ان التعريف قاصر وضيق النطاق جدا من حيث عدم اضافته للوثائق والوحدات الاستثمارية التي تصدر من صناديق الاستثمار المختلفة.

العلامة البيضاء) عادة على المنتجات التي تسوق وتباع باسم شركة مختلفة عن اسم الشركة الأصلية التي قامت بصنع هذا المنتج، وهو نفس الأمر الذي ينطبق على هذه الصناديق بحيث أنها تسوق باسم غير اسم الجهة المديرة لهذا الصندوق^(١).

وتعمل صناديق المؤشرات المتداولة على زيادة المدخرات المالية الوطنية في الدول النامية بصفة عامة، وصناديق الاستثمار هي فئة من المنتجات المالية سريعة الانتشار، عادة ما تنظم صناديق المؤشرات كشركات توظف برأس مال متغير.

وعلى الرغم من ان الغالبية العظمى من الدول العربية قد خاضت تجربة صناديق المؤشرات، الا ان نجاح هذه التجربة قد تفاوتت من دولة لأخرى ، حيث حققت هذه الصناديق نجاحاً كبيراً في الدول النامية ذات البرامج التنموية الناجحة، وكان لها دور مهم في انجاح برامج الاصلاح الاقتصادي في هذه الدول عن طريق توفير التمويل الوطني اللازم لتنفيذ برامج التنمية ، اما بقية الدول فقد حقق بعضها نجاحاً وان كان متواضعاً ، في حين انه لم تلق هذه التجربة اي نجاح لدى البعض الاخر .

وبناءً على ما تقدم، سنقسم هذا المبحث الى مطلبين ، نتناول في المطلب الأول تعريف صناديق المؤشرات واهميتها ونتناول في الثاني خصائص الصناديق وتميزها من غيرها.

المطلب الاول

تعريف صناديق استثمار المؤشرات واهميتها

بداية لابد من القول ان هذا الموضوع له صلة وثيقة كقاعدة عامة مع الصناديق الاستثمارية المعروفة قبل صناديق المؤشرات، وبالتالي يمكننا القول ان صناديق الاستثمار عموماً هي : "وعاء استثماري لتجميع مدخرات صغار المستثمرين الذين يرغبون في استثمار اموالهم في الاوراق المالية من خلال جهة لديها الخبرة في ادارة محافظ الاوراق المالية بما يعود بالنفع على المؤسسين والمستثمرين"^(٢) وتعرف صناديق استثمار المؤشرات المتداولة بانها: "صناديق استثمار مصممة خصيصاً لمتابعة اداء مؤشر ما او قطاع معين بحيث تكون كل وثيقة عبارة عن سلة تحتوي على مجموعة من الاوراق

(١) الموقع الالكتروني <https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/what-is-white-label-etfs>

(٢) د. نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠١١، ص ٩١.

المالية المتداولة في بورصة ما ، على ان تكون هذه الشهادات قابلة للتداول في البورصة بنفس طريقة الاسهم العادية^(١).

فهي كيانات استثمارية تقوم بطرح اوراق مالية تتبع مؤشر معين ويتم تداولها في البورصة وبذات الوقت فهي كثيرا ما تقترب من الصناديق الاستثمارية التقليدية^(٢).

ووفقاً للبورصة ففي الغالب تكون صناديق المؤشرات المتداولة تتبع أحد المؤشرات في أدائها؛ حيث يمكن أن يحتوي المؤشر على أسهم أو قد يحتوي على سندات أو سلع، وتؤدي المؤشرات في الوقت الحالي دور مهم في تداولات الاسواق المالية بصفة عامة وتداولات اسواق الاوراق المالية بصفة خاصة ، حيث انها مصدر خصب للمعلومات وبأقل تكلفة ممكنه وفي كثير من العمليات يستعان بها^(٣).

ففي مصر جاء استحداث الفصل الثاني من الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال بقرار من وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤ ، وتم تنظيم عمل صناديق المؤشرات المتداولة بموجب قرار رئيس هيئة الرقابة المالية رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ والقرار التنفيذي لرئيس البورصة المصرية رقم ١٣٤ لسنة ٢٠١٤ ، حيث تزامن دخول صناديق المؤشرات الى مصر بعد الازمة الاقتصادية عقب ثورة يناير ٢٠١١ ، لكي تتمكن الشركات ان تكون في سوق المنافسة مع البنوك، والتي بقت منذ انشائها في مصر وحتى ظهور هذه الشركات هي الوعاء الادخاري الافضل بالنسبة للمدخر المصري، ونلاحظ بان هذه الشركات فشلت في ادارة المدخرات التي جمعتها نتيجة لغياب التنظيم القانوني لها، وعدم اتباعها للتنظيمات والتعليمات والاساليب العلمية في ادارة مدخراتها، لذلك كان لاستحداث صناديق المؤشرات في مصر بمثابة البديل العملي الامن والفعال لهذه الشركات^(٤) ، لذا فإن

(١) <http://www.al-watan.com/news-details/id/125233>

(٣) Ithak Ben-David, Francesco A. Franzoni, Rabih Moussawi, exchange traded funds(ETFs), Charles A.Dice centre for research in financial economic, the OHIO state university, Fisher collage of Business, August 2017, p.2.

(٢) المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمستبدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤ ، والمادة ٢ من قرار رئيس الهيئة رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات .

(٤) ولقد بدء انتشار صناديق المؤشرات المتداولة في اسواق المال العربية ، فقد اعلنت السعودية التداول وبدء تداول صندوق (فالكوم) وفالكوم هو بنك استثماري متكامل يوفر خبرة فائقة في مجالات الخدمات المصرفية الاستثمارية ، الملكية الخاصة ، إدارة الأصول ، الوساطة المالية والأبحاث المالية. تعتبر فالكم من أوائل البنوك الاستثمارية التي حصلت على ترخيص من هيئة السوق المالية (CMA) في المملكة العربية السعودية برأسمال مدفوع قدره مليار ريال سعودي ، بتاريخ ١٩ فبراير ٢٠٠٧م بسجل تجاري رقم ١٠١٠٢٢٦٥٨٤ بناء على الترخيص الممنوح من هيئة سوق

صناديق المؤشرات تقدم فرصة للمستثمر في شراء أصول مالية في مؤشر محدد، وفق النسبة المئوية لأسعار تلك الأسهم المكونة للمؤشر. تتبع صناديق المؤشرات لقيمة المؤشر المدرج في البورصة، وهي توصف بالأصول السلبية التي لا تعطي أي ميزة متقدمة للمستثمرين، في أداة مالية تابعة وليست فاعلة، باستثناء ضخ السيولة المالية في البورصة.

ومن جانب آخر نجد ان "سوق دبي المالي" قام بتوفير منتجات استثمارية متطورة ومتنوعة أمام جمهور المستثمرين، من خلال إطار تنظيمي ملائم لهذه الاداة المهمة ، "ففي ٢٩ يونيو ٢٠١٦، قامت شركة أفكار كابيتال باطلاق أول صندوق متكافئ كلياً في البورصات الأجنبية في دولة الإمارات العربية المتحدة في سوق دبي المالي، وذلك تحت رمز *UAETF*، حيث يقوم الصندوق بمحاكاة المؤشر الاسترشادي *P UAE BMI Liquid 20/35&S* والذي يضم الأسهم الكبرى من حيث القيمة السوقية في دولة الإمارات العربية المتحدة، مما يمنح المستثمرين فرصاً واعدة للاستفادة من النمو الاقتصادي السريع في أسواق الإمارات، وذلك بدون تحميل المستثمرين أية رسوم إضافية للاكتتاب أو تداول وثائق الصندوق في السوق"^(١) .

وعرفت هيئة سوق المال المصرية بقرار رئيسها رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات المتداولة بأنها: "صندوق استثمار مفتوح يصدر وثائق مقابل استثمار اموال في محفظة اوراق مالية تتبع في تكوينها احد مؤشرات الاسعار بالبورصة ويتم تقيدها على شاكلة وثائق في البورصة"^(٢) .

المال رقم (٣٧-٠٦٠٢٠) بتاريخ ٢٧ مايو 2006م، والذي يتيح لغالكم تقديم خدمات التعامل والادارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة لعملائها من المستثمرين في سوق المال السعودي، وأطلقت البورصة القطرية في عام ٢٠١٧ أول منصة لتداول صناديق المؤشرات في أسواق الخليج العربي، ويحوي مؤشر بورصة قطر ٢٠ شركة ويتم حساب قيمته من التمثيل النسبي لأسعار أسهم تلك الشركات، الموقع الإلكتروني

[/https://www.fmp.ae/learn-to-trade/invest-in-index-funds](https://www.fmp.ae/learn-to-trade/invest-in-index-funds)

(١) صندوق المؤشرات المتداولة، سوق دبي المالي، متاحة على الموقع الرسمي للسوق:

<https://www.dfm.ae/ar/products/exchange-traded-funds> اخر زيارة ١٠/٨/٢٠١٩ .

(٢) المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمستبدلة بقرار وزير الاستثمار لسنة ٢٠١٤ ، والمادة ٢ من قرار رئيس الهيئة رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات .

وعرفت ايضا بأنها: "صندوق استثمار مفتوح يستثمر أمواله في مكونات المؤشر الذي تحدده سياسته الاستثمارية"^(١).

وعرف ايضا بانه: "صندوق استثمار مفتوح يقوم على تتبع حركة مؤشر معين او سلة من الاصول المالية المحددة"^(٢).

وعُرف المؤشر للصندوق بانه: "اداة لقياس اتجاه السوق وهو قيمة عددية تقيس التغير في اسعار او قيم مجموعة من الاوراق المالية المكونة للمؤشر"^(٣).

وعُرف ايضا: بانه "أي مكونات استثمارية بنسب استثمار محددة سواء معدة مسبقاً أو مستحدثة"^(٤).

وقد عرف احد الفقه^(٥) بأنها مؤشرات اسعار الاسهم التي يتم حسابها من واقع القيمة السوقية لمحفظه الاوراق المالية والتي تكون وظيفتها الاولى قياس التطور الذي يحدث على مدى واقع معين سواء في صعود تلك الاسعار او هبوطها . لذلك يمكن اعتبار هذه الوثائق الموجودة في البورصة والمتداولة خليط ما بين الاسهم والسندات وغيرها من الاوراق المالية، حيث انها تجمع بين امكانية تداولها في البورصة مثل الاسهم العادية بالإضافة الى تنوع الاسهم داخلها كصناديق الاستثمار .

وعرفت هيئة سوق المال السعودية بأنها صناديق استثمارية مقسمة الى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الاوراق المالية خلال فترات التداول المستمر كتداول اسهم الشركات، وتتكون صناديق المؤشرات المتداولة كغيرها من الصناديق من سلة اسهم الشركات المدرجة في السوق المالي والقابل للتداول وتتميز بشكل رئيسي بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق دائما حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذه المؤشرات^(٦) , وعرفت بورصة قطر بأنها عبارة عن مجموعة من الاوراق

^(١) المادة ١ من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع رقم ٤٩ ر.ت لسنة ٢٠١٦ بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

^(٢) المادة (٢) من قواعد وضوابط صناديق المؤشرات المتداولة الاجنبية، قواعد الادراج والافصاح لصناديق المؤشرات المتداولة الاجنبية، سوق دبي المالي، النسخة الثانية، ١٦/٤/٢٠١٨ ص ١.

^(٣) المادة ٢ من قرار رئيس الهيئة رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات.

^(٤) المادة ٤ من نظام ضوابط صناديق المؤشرات الاماراتي.

^(٥) د. نشأت عبد العزيز معوض , مقال نشر في جريدة الاهرام بعنوان محفظة الاوراق المالية , الاهرام الاقتصادية القاهرة ١٩٩٣ , العدد ١٢٨٢ , ص ١٨ .

المالية التي توجد في صندوق استثماري وتسمى ملكيات او حيازات هذه الاوراق المالية بوحدات الصندوق, حيث يتم ادراج هذه الوحدات وتداولها في سوق البورصة . ولا يمكن الاستغناء عن هذه المؤشرات لحاجة السوق الى معرفة السعر الذي تقوم عليه هذه الاسهم لتداولها, فألى جانب اهمية تلك المؤشرات بالنسبة للمستثمر , فنها ايضاً اداة تنبؤ بالحالة الاقتصادية, أي انها اداة للإنذار المبكر^(١). حيث يقوم مدير الاستثمار في صناديق المؤشرات بتكوين محفظة اوراق مالية تماثل ما يشمله احد المؤشرات العالمية شائعة الاستخدام من اوراق مالية مثل "مؤشر standard and poors 500"^(٢), وتعتبر كفاءة السوق شرطاً أساسياً لعمل هذا النوع من الصناديق حيث تقوم فكرة صناديق المؤشرات على فرض ان السوق كفاء اي بمعنى ان سعر السهم في السوق يعكس كافة المعلومات التي لها اثر على قيمة السوق, وفي ضل هذا الفرض لن يكون هناك سعر سهم يباع بأعلى او اقل من قيمته السوقية, وفي هذه الحالة لن يكون من المجدي لإدارة صندوق الاستثمار ان تبذل الجهد وتنفق المال لتحليل البيانات ودراسة احوال السوق للبحث عن الاسهم التي تباع بسعر اقل او أعلى من قيمته الحقيقية. ولكي تحقق صناديق المؤشرات عائداً يساوي العائد على محفظة السوق يصبح حتماً على ادارة الصندوق ان تراعى عند تكوين محفظة الاوراق المالية الخاصة بالصندوق ان تتكون هذه المحفظة من مجموعة من الاوراق المالية تماثل تلك التي يتكون منها المؤشر الذي يتبعه الصندوق .

ولم يعرف المشرع العراقي صناديق المؤشرات لعدم وجود تنظيم قانوني لها في قانون سوق الاوراق المالية العراقي رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ النافذ , وحيث لا يزال التشريع العراقي يعاني من قصور واضح في تشريع نظام قانوني يحكم انشاء صناديق الاستثمار التقليدية عموماً, وصناديق المؤشرات خصوصاً, على الرغم من اهميتها الكبيرة في استثمارات سوق رأس المال وتطوير العمل في هذا المجال, ولم تقم ادارة السوق ايضاً بإصدار أي تعليمات او انظمة وفقاً لصلاحياتها بهذا الشأن.

اما بشأن اهمية هذه الصناديق والاستثمار في مؤشرات السوق, فمن خلال ما اكده المشرع الاماراتي مثلاً بشأن خصائص المؤشر في السوق من خلال كونه ذو هدف واضح ومحدد ومعبر عن

(١) د. منير ابراهيم هندي , مستقبل اسواق رأس مال العربية , منشأة المعارف, الاسكندرية, ١٩٩٥, ص٧٢ .

(٢) الموقع الالكتروني https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_500_Index تجدر الاشارة

الى ان هذا المؤشر يتألف من ٥٠٠ سهم تمثل ٤٠٠ منشأة صناعية و ٤٠ منشأة خدمات و ٤٠ منشأة مالية و ٢٠ منشأة نقل؛ لمزيد من التفاصيل: د. محمد حلمي عبد التواب, البورصة المصرية والبورصة العالمية, دار الكتب القانونية, مصر, ٢٠١٠, ص٤٤٥.

السوق او قطاع معين، ويبين بوضوح الاسعار والتغيرات التي تحصل عليه^(١)، حيث لا بد ان يكون المؤشر بمثابة الدليل للصناديق ولجهات ادارتها، لئتم ادارة المحفظة المالية الاستثمارية بشكل قانوني صحيح، وتبرز اهمية المؤشرات بتعرف المستثمرين على حركة سوق الاوراق المالية من خلال الاطلاع عليها ارتفاعا ام انخفاضاً، ويخدم المستثمرين من خلال الحصول على المعلومات الاساسية لواقع السوق، لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب وتحديد كفاءة مدير الاستثمار الذي يدير الصندوق في اتخاذه للقرارات المناسبة من عدمها، ومن اهم المؤشرات مؤشر المجموعة المالية المصرية، مؤشر الاهرام، مؤشر Dow Jones الامريكي، ومؤشر Cac لبورصة باريس، ومؤشر Nikkei الياباني وغيرها^(٢).

وتبرز الاهمية من جانب اخر على اعتبار هذه الصناديق احدى الانشطة الاستثمارية التي تزاوّل في سوق الاوراق المالية حيث تؤدي هذه الصناديق لفتح مجالات جديدة وجديدة لاستثمار اموالهم بما يمكن من جذب اصحاب المدخرات، وتعد مثل هذه الاستثمارات مصدرا اساسيا للمعلومات المحدثة وبأقل تكلفة ممكنة للاستفادة منها في عمليات الاستثمار المتنوعة والتداولات على الاوراق المالية المتنوعة، وتنشيط اداء سوق الاوراق المالية، بدخول اصحاب المدخرات للمشاركة بالاستثمار في هذا المجال المهم وتحقيق الربح الملائم لهم.

ونستنتج مما مضى، ان صندوق المؤشرات المتداولة هي عبارة عن صناديق استثمار مفتوحة تتحرك في ادائها تبعا لحركة مؤشر معين من مؤشرات سوق الاوراق المالية ويتم في هذا الصندوق اصدار وثائق مقابل اموال تقدم لغرض استثمارها في اوراق مالية في السوق.

ان التجربة في الدول الاقليمية حديثا جدا في مجال هذا الاستثمار المتطور فهو يحتاج للعديد من التجارب والمتابعة المستمرة ليحقق الاهداف المرجوة منه ولكي يكون داعما اساسيا في تطوير النشاط الاستثماري وتحقيق المزايا المرجوة منه.

(١) المادة (٢/٤) من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

(٢) د. عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها والياتها، ط١، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ٢٠١٠، ١٢٥ وما بعدها.

المطلب الثاني

خصائص صناديق المؤشرات الاستثمارية وتمييزها من غيرها

يوسع الاستثمار من قاعدة السوق وذلك بإعطاء مرونة أكبر للمستثمرين المحليين والاجانب من خلال اختيارهم نوع استثماراتهم في تلك القنوات وقطاعاتها لكون هذا الاستثمار سيعفي المستثمرين من ضرائب الارباح الرأسمالية وبدوره سيؤدي الى تعزيز مؤشر الانفتاح امام الاستثمارات بصورة تدريجية من خلال تشجيعهم لدخول السوق ولكونها تركز على توزيع مخاطر السوق , وعليه سنتناول هذا المطلب في فرعين نتناول في الاول منه خصائص المؤشرات الاستثمارية وفي الفرع الثاني منه نتناول تميزها من غيرها.

الفرع الاول

خصائص صناديق المؤشرات الاستثمارية

يمكن للمستثمرين الافراد شراء او بيع هذه الصناديق عن طريق شركات الوساطة التي يتعاملون معها وبإمكانهم ادخال نفس انواع الاوامر التي يتم ادخالها عند بيع او شراء الاسهم ويحظى المستثمرون في وحدات هذه الصناديق بشفافية كاملة بالنسبة لمحفظتهم الاستثمارية وذلك من خلال اصولها المسعرة خلال تعاملات اليوم ومن اهم خصائص هذه المؤشرات^(١), بحيث يمكن شرائها وبيعها خلال يوم التداول, وبأنها ارحص من غيرها من الصناديق المدارة بشكل نشط , وتمتاز بخاصية الكفاءة في تقليل التكاليف لكونها تتم في صفقه واحدة , وتسمح صناديق المؤشرات بتداول جميع مكونات المؤشر ذي الصلة, كما انها توفر للمستثمر الفرصة لتداول الاوراق المالية التي قد يكون من الصعب الاستثمار فيها, وتحظى وحدات هذه الصناديق بشفافية كاملة بالنسبة لمحافظهم الاستثمارية, وذلك من خلال معرفة اصولها المسعرة خلال تعاملاتهم اليومية , بالإضافة الى الافصاح عن الحيازات بشكل متكرر ومنتظم. كما انه يوفر مزود السيولة للمرخصين اسعار عرض وطلب تنافسية, حيث يتمثل دورهم في التفاعل مع مدير الصندوق في السوق, والحفاظ على استمرارية عرض وحدات الصندوق في البورصة^(٢). وتساعد هذه المؤشرات على اجراء تحليلات مالية عن طريق دراسة تأثير العلامات المتبادلة بين مختلف المؤشرات

(١) الموقع الالكتروني www.qe.com.qa

(٢) د . فادي توكل , التنظيم القانوني لصناديق المؤشرات , دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٨ , ص ٢٤-٢٥

وبالتالي تكشف لنا العيوب في السوق وحركة الاقتصاد والتضخم والركود او تحقيق نوع من الانفراج والانتعاش الاقتصادي^(١).

وتنبئ هذه الاستثمارات بحركة الاسهم بالبورصات من خلال التحليل للتغيرات والمؤشرات والتنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق^(٢), وتعمل صناديق المؤشرات المتداولة على عكس الاسهم , حيث يمكن لصندوق المؤشرات المتداول اصدار وحدات جديدة او استرداد وحدات قائمة في اي يوم من ايام التداول^(٣). وتعتمد عمليات الانشاء والاسترداد على العلاقة بين مدير الصندوق ومزود السيولة المرخص, الذي يستطيع تبادل محفظة الاسم او الاصول مع مدير الصندوق والحصول مقابلها على وحدات صندوق مؤشرات المتداول, وهو ما يسمى بعملية الانشاء, او قيام مزود السيولة باسترداد وحدات صندوق المؤشرات المتداولة, والحصول في المقابل على الاوراق المالية او الاصول المناسبة .

الفرع الثاني

تمييز صناديق المؤشرات المتداولة من غيرها

هنالك عدة فروقات جوهرية بين صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار التقليدية والصناديق المشتركة وهي كالتالي:

١- حيث تشترك صناديق المؤشرات المتداولة وغير المتداولة في انها صناديق ذات ادارة خاملة, ويمكن ان نذكر هذه الفروق من ناحية سهولة تداول صناديق المؤشرات حيث تكون من دون اشتراك يذكر, ويمكن بيع وشراء وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بسرعة والحصول على السيولة النقدية من السوق دون الرجوع الى مدير الصندوق^(٤).

٢- ويمكن كذلك التعرف على اسعار وحدات صناديق المؤشرات المالية لحظه بلحظة من سوق المال, دون الانتظار لأيام كما في الصناديق المشتركة حتى يقوم مدير الصندوق بتقييم سعر الوحدة ويعلنها. وتتميز كذلك بانخفاض تكلفتها فلا داعي بان تدفع لمدير الصندوق رسوم ادارة على الصندوق, وكذلك يمكن البدء بشراء وحدات الصناديق المتداولة بأي مبلغ وبدون اشتراط من مدير الصندوق بتحديد المبلغ او وضع حد ادنى للأشراك الذي تمثله الصناديق المشتركة بل

(١) د. هيثام معروف , الاستثمارات والاوراق المالية , عمان , ٢٠٠٣, ص ١٩٩ .

(٢) د. احمد سعيد عبد اللطيف , استراتيجيات وسياسات الاستثمار , الطبعة الثانية , بلا مكان نشر, ٢٠٠٤ , ص ١١٢

(٣) الموقع الإلكتروني www.qe.com.qa

(٤) صناديق الاستثمار , هيئة سوق المال السعودية , الاصدار الثالث . www.cma.org.sa

- يمكن شراء وحدة واحدة فقط على الاقل وبيعها الى سوق دون تحديد حد ادنى للكمية التي يمكن شرائها وكذلك تجتمع كل من الصناديق المتداولة وصناديق الاستثمار بنفس المميزات تقريبا .
- ٣- ونلاحظ ايضا من ناحية تعريف فان صناديق المؤشرات المتداولة تعتبر مجموعة من الاوراق المالية التي يتم تداولها في شكل اسهم في البورصات الرئيسية في الوقت الفعلي مثل السهم . لذلك فالتداول فيها اسرع من صناديق الاستثمار المتبادل, وبالتالي فهي مناسبة للمستثمرين النشطين, وتقدم استثمارات بديلة اكثر كفاءة بينما نجد صناديق الاستثمار بأنها اداة من الادوات الاستثمارية التي يقوم بإدارتها اشخاص متخصصون في سوق الاوراق المالية . تتمثل مهمة مدير الصندوق في جذب المزيد من المستثمرين^(١). وتحقيق اعلى عائد استثماري لهم , فكلما زاد حجم المستثمرين زادت فوائد المديرين ورسومهم الادارية ويحتوي هذا الصندوق على مجموعة مختلفة من الاصول كالأسهم والسندات الفردية حيث يختار الاسهم مدير الصندوق او فريق ادارة الصندوق ويشارك الجميع في الصندوق بالأرباح والخسائر .
- ٤- اما من ناحية تحديد السعر ففي صندوق المؤشرات المتداولة يتم تحديدها حسب الطلب الذي يتم من قبل المستثمرين في اي وقت خلال وقت التداول فهي لا تتداول في نهاية اليوم مثل صناديق الاستثمار ويتم بيعها وشرائها مثل الاسهم , فهناك سعر عرض للمشتري وسعر طلب للبائعين . اما من ناحية صناديق الاستثمار المتبادلة فلا يختلف سعر صندوق الاستثمار خلال يوم التداول لان السعر يتم تحديده نهاية كل يوم , حيث يقوم المستثمرين ببيع او شراء صناديق الاستثمار المشتركة في نهاية اليوم بعد تحديد السعر بناء على قيمة الاستثمارات الفردية في الصندوق , ويمكن تفرقتهم ايضا من ناحية النفقات بحيث تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بتكلفتها المنخفضة فهي لا تنطوي على نفقات تشغيلية وهي الطريقة الاقل تكلفة لتنويع الاستثمارات لا نها تنطوي على معدل اقل تكلفة.
- ٥- ومن ناحية الضرائب نجد بان صناديق المؤشرات المتداولة افضل من صناديق الاستثمار العادية فهي لا تنطوي على ضرائب الارباح الرأسمالية, لذلك يمكن للمستثمرين الافراد ان يتحكموا في ارباحهم بشكل افضل, ولا يتحكم بأرباحهم مدير الصندوق مثلما يحدث في صناديق الاستثمار^(٢).

<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/538217>

(١) الموقع الالكتروني

<https://specialties.bayt.com/ar/specialties/q>

(٢) الموقع الالكتروني

المبحث الثاني

الاحكام القانونية في تأسيس وادارة صناديق المؤشرات المتداولة

ينبغي التعرف على اهم المعالجات القانونية الخاصة بموضوع صناديق المؤشرات من حيث تأسيسها والادارة التي تتولاها، وبالتالي من هي الجهة او الجهات التي يمكنها ان تؤسس مثل هذه الصناديق وكيف تعمل، والاجهزة الادارية المكونة لصندوق المؤشرات، وعليه سيتم معالجة هذه الامور وفقا للمطلبين التاليين:

المطلب الاول: تأسيس صناديق المؤشرات المتداولة.

المطلب الثاني: ادارة صناديق المؤشرات المتداولة.

المطلب الاول

تأسيس صناديق المؤشرات المتداولة

ان ظهور هذه الصناديق للواقع العملي لم يأت من فراغ، بل تمت الموافقة عليها والترخيص لها من قبل ادارة السوق المالي لهذا الغرض، ومع شيوع صناديق الاستثمار بالمعنى القانوني المعروف، وان الكثير من الاحكام العامة لصناديق الاستثمار المعروفة تطبق على صناديق المؤشرات المتداولة^(١)، لذا صناديق المؤشرات المتداولة لا تبتعد كثيرا ولا تخرج من نطاق تلك الصناديق، بل توجد علاقة وثيقة معها في العديد من النصوص القانونية مع ضرورة ملاحظة وجود الخصوصية بالطبع لصناديق المؤشرات من جانب اخر.

(١) اشار القانون المصري والاماراتي الى سريان العديد من الاحكام القانونية المنظمة لصناديق الاستثمار على صناديق المؤشرات المتداولة، منها على سبيل المثال: المادة (١٤٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري؛ والمادة (٣) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصري رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات المتداولة؛ والمادة (٦) من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة سوق الامارات للأوراق المالية والسلع رقم ٩/ ر.م لسنة ٢٠١٦ بشأن صناديق الاستثمار، والمادة (٣) من القرار الاداري رقم ٤٩/ ر.ت لسنة ٢٠١٦ بشأن صناديق المؤشرات المتداولة.

ويتم تأسيس الصناديق من قبل مؤسسة مالية تتولى هي الادارة ايضا فيما بعد وتكون هذه الصناديق من نوع صناديق الاستثمار المفتوح، المتميزة بإمكانية تغيير حجم اصولها وعدد الوحدات ويتم تداول وحدات الصندوق باي وقت خلال جلسات التداول في اليوم^(١).

تتكون اصول صناديق المؤشرات من محفظة استثمارية تحتوي مجموعة من الاوراق المالية المكونة لمؤشر معين او مؤشر يتم انشاؤه من قبل الصندوق نفسه، ولذا نلاحظ ان هذه الصناديق تتكون من اسهم الشركات المدرجة في السوق المالي والقابلة للتداول^(٢).

وتتمتع صناديق المؤشرات المتداولة بشفافية عالية؛ وذلك لاتباعها حركة المؤشرات في السوق، مما يسهل على حاملي وثائق الاستثمار للصندوق من معرفة اداء الصندوق من خلال اداء المؤشرات التي تتبعها ويتم تداول الوثائق داخل السوق من خلال عروض البيع والشراء التي يوفرها صانع السوق^(٣) الذي يضمن توفير العرض والطلب على ورقة مالية معينة من خلال العقد المبرم بينه وبين الصندوق^(٤).

ولقد عالج المشرع المصري موضوع صناديق الاستثمار عموما في المادة (١٤٠) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري والمعدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤، حيث اوجبت المادة السابقة على سريان الاحكام القانونية الواردة في اللائحة على كل صناديق الاستثمار المؤسسة وفقا لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

وعند تأسيس صندوق المؤشرات فانه لا بد ان يتخذ شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي محدد^(٥).

(١) د.كتاف شافيه وأ.بن عداس زهير، الية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية واهميتها بالنسبة للأسواق المالية، بحث المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الاسلامية، الاكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، ٥-٦/٥/٢٠١٤، ص ١٠ و ١١.

(٢) بوزيد سارة وشريط عثمان، تقييم الاداء الاستثماري لمحفظة استثمارية وفق الادارة الستاتيكية، دراسة حالة صندوق المؤشرات المتداولة في بورصة باريس، بحث منشور في مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، المجلد ٤، العدد ٣، كانون الاول ٢٠١٧، ص ١٢٨.

(٣) سيتم الحديث عنه ضمن ادارة صندوق المؤشرات.

(٤) نبأ ابراهيم فرحان، النظام القانوني لوثائق الاستثمار، المركز العربي للنشر والتوزيع، ط١، مصر، ٢٠١٨، ص ١١٨ و ١١٩.

(٥) المادة (٣٥) من قانون سوق رأس المال المصري النافذ والمعدل بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨.

وبالتالي تتأسس شركة عرضها التعامل في الاوراق المالية وتخضع لرقابة واشراف الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، ومن جانب اخر اجاز القانون ايضا ان يتم تأسيس الصندوق من قبل المصارف او شركات التامين^(١).

ويشترط في الصندوق ان يدل اسمه بوضوح ودقة لنشاطه بحيث لا يضل الجمهور او المستثمرين^(٢).

ويشترط عدة شروط اساسية في صندوق الاستثمار عموما وصندوق المؤشرات المتداولة خصوصا ايضا لكي يحصل على الترخيص للعمل وتتمثل هذه الشروط بالاتي^(٣) :

- ١- الا يقل رأس المال المدفوع عن خمسة ملايين جنيه مصري او ما يعادلها.
- ٢- عدم زيادة الاموال التي يستلمها الصندوق عن خمسين مثل رأس مال الصندوق الفعلي.
- ٣- ضرورة تعاقد الصندوق مع مدير الاستثمار واثنين على الاقل من صانعي السوق والجهة المصدرة للمؤشر وامين الحفظ وشركة خدمات الادارة واي جهة اخرى لها صلة بنشاط الصندوق^(٤).
- ٤- وجود بيانات خاصة بالصندوق وهي متعلقة بالنظام الاساسي له تتضمن: اسم الصندوق ونوعه ومدته وعنوانه، اسماء والبيانات الشخصية للمؤسسين ونسبة مساهمتهم برأس مال الصندوق، اسماء اعضاء مجلس ادارة الصندوق(في صناديق المؤشرات المؤسسة كشركة مساهمة)، طرق تعيين وعزل اعضاء مجلس الادارة، اجراءات زيادة رأس المال واجراءات اصدار الوثائق للصندوق وغيرها من الامور المتعلقة بالإدارة للصندوق^(٥).
- ٥- ضرورة موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية على طريقة اعداد المؤشر ماعدا المؤشرات الصادرة من البورصة المصرية.

(١) المادة (٤١) من قانون سوق رأس المال المصري النافذ.

(٢) المادة (١/٢) من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

(٣) المادة (٣) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بتنظيم عمل صناديق المؤشرات.

(٤) المادة (٤) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بتنظيم عمل صناديق المؤشرات.

(٥) للتفاصيل اكثر ينظر: المادة(١٤٣) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري.

٦- عدم وجود ارتباط بين الجهة المصدرة للمؤشر وكل من مدير الاستثمار او صانع السوق^(١) وتقوم الهيئة بإصدار قرارها بالبت في طلب الترخيص خلال ٦٠ يوم من تقديم الاوراق لهذا الغرض، مع العلم ان للهيئة الغاء ترخيص الصندوق اذا لم يقوم بطرح وثائقه خلال ٦ اشهر من تاريخ صدور الترخيص^(٢). ووفقا للقانون^(٣) لا يحق لأي شخص طبيعي او معنوي ان يطرح اي اوراق مالية في اكتاب عام الا بناء على نشرة اكتاب^(٤) من الهيئة ووفقا للنماذج المعتمدة لغرض اصدار وثائق صندوق المؤشرات^(٥)، ولقد اوردت اللائحة التنفيذية ايضا نصا مهما يتعلق بضرورة توفر البيانات التالية عند اعداد نشرة اكتاب صندوق المؤشرات المتداولة وتتمثل بالتالي: اسم المؤشر المستهدف من الاصدار، وموافقة الجهة المسجل باسمها المؤشر، حجم الاصدار المتوقع وعملته، عدد الوثائق وقيمتها الاسمية، ومما يوضح التعاقد مع اثنين من صانعي السوق المرخص لهم من الهيئة^(٦).

ويجيز المشرع الاماراتي ادراج وحدات الصندوق في سوق اماراتي واحد او اكثر عندما تطرح وثائقه داخل الدولة، مع جواز ادراج بعض او كل الوحدات الخاصة بالصندوق في سوق اجنبي بعد موافقة هيئة سوق الامارات للأوراق المالية والسلع^(٧).

ومع ذلك يحق لصندوق المؤشرات ان يتعاقد مع صانع سوق واحد بعد اخذ موافقة مجلس ادارة الهيئة على ذلك، وبشرط عدم تجاوز حجم الوثائق المزمع اصدارها من الصندوق.

وفيما يتعلق بحجم الصندوق واصدار الوثائق، يلاحظ ان المشرع المصري لم يعرف وثائق الاستثمار الا انه اشار الى "اصدار وثائق استثمار اسمية بقيمة واحدة مقابل سداد المستثمرين المكتتبين

^١ () سيتم الحديث مفصلا عن مدير الصندوق وصانع السوق ضمن ادارة الصندوق بالمطلب الثاني من هذا المبحث.

^٢ () المادة (١٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

^٣ () المادة (٤) من قانون سوق رأس المال المصري النافذ والمعدل بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨.

^٤ () يعرف الاكتاب بأنه: "عملية قانونية يقوم المكتتب بموجبها بشراء عدد من اسهم الشركة المعروضة ضمن الشروط التي يتضمنها بيان الاكتاب"، د. لطيف جبر كوماني وعلي كاظم الرفيعي، القانون التجاري، ٢٠٠٠، بلا جهة نشر ولا مكان نشر، ص ٣٠٧.

^٥ () وثائق الصندوق او وحداته وفقا للمادة (٢) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ هي: تمثّل حصة شائعة لحامل الوثيقة في صافي قيمة اصول صندوق المؤشرات.

^٦ () المادة (١٨٣ مكرر ٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري. وهي متطابقة كثيرا مع المادة (٣) من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول، والمادة (٦) من قرار رئيس مجلس ادره هيئة سوق الامارات للأوراق المالية والسلع رقم ٩/ ر.م لسنة ٢٠١٦.

^٧ () المادة (٢/٢، ٣) من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

فيها كامل قيمتها نقدا على ألا تتجاوز خمسين مثل رأسمال شركة الصندوق، ويحدد الصندوق القيمة الاسمية للوثيقة بحيث لا تقل عن جنيته ولا تزيد على ألف جنيته، وتكون الوثيقة غير قابلة للتجزئة، ومن جانب آخر انه نجد ان الاصل عدم جواز الاككتاب في وثائق الصندوق على حصص عينية الا في حالة عدة انواع من الصناديق من بينها صناديق المؤشرات مع ضرورة مراعاة الضوابط التي تصدرها الهيئة ايضا^(١)، فضلا عن ذلك لا بد ان يتم تسديد كل راس مال الصندوق نقدا من المؤسسين له قبل صدور وثائق الصندوق^(٢).

والجدير بالذكر الى ان رأس مال الصندوق يتم تقسيمه لوحدات استثمار متساوية القيمة واسمية وقابلة للتداول تمثل نصيب الشخص في راس المال وهذه الوحدات تعد ورقة اثبات تعطى للمساهم في الصندوق بنسبة مشاركته^(٣).

أما وثائق الاستثمار في القانون العراقي فلم يرد اي شيء حولها في قانون سوق الاوراق المالية المؤقت لسنة ٢٠٠٤ ولا في قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧، وهذا راجع اساسا لعدم معالجة المشرع العراقي لصناديق الاستثمار عموما وصناديق المؤشرات على وجه الخصوص، لكن النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لعام ٢٠٠٨ أشار إليها في المادة (١١/١) بأنها: "شهادات قابلة للتداول تمثل قيمة مالية بما في ذلك أسهم الشركات المساهمة أو صناديق الاستثمار المشتركة أو السندات التي تصدرها المؤسسات..."، غير إن مشروع قانون سوق الأوراق المالية العراقي لعام ٢٠٠٨ قد أشار إليها عندما عرف الأوراق المالية بأنها: "أي حقوق ملكية أو أية أدوات مالية متعارف عليها أنها أوراق مالية وتدعمها الهيئة..."، و تم نصت المادة "ما يعد ورقة مالية على وجه الخصوص أسهم أو وحدات صادرة عن صندوق الاستثمار"^(٤).

^(١) المادة (١٤٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري. وتجدر الإشارة الى ان سوق الاوراق المالية والسلع الاماراتي نظم وبالتفصيل الاحكام الخاصة بتقييم الحصص العينية التي تقدم في صناديق الاستثمار عموما وفقا للقرار الاداري رقم ٦٣/ ر.ت لسنة ٢٠١٩ من حيث شروط تقديم الحصة وطريقة تقييمها بالنقد.

^(٢) المادة (٢/١٤٢) من قرار وزير الاستثمار رقم ٤٠ لسنة ٢٠١٨ بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري،. والمادة (١٤٧) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري.

^(٣) د.هشام احمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الاسلامية، منشأة المعارف، الاسكندرية، ٢٠١٠، ص ١٧٩.

^(٤) المادة (٢/٤) من مشروع قانون سوق الاوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨

وتتم تغطية وثائق الاكتتاب من خلال الجهة المؤسسة للصندوق او باشتراك الاخيرة مع غيرها او عن طريق الاكتتاب العام^(١)، ويتم الاكتتاب قانونا في المصارف او الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية حصرا^(٢).

ويمكن لصناديق المؤشرات المتداولة اصدار وحدات جديدة او استرداد وحدات موجودة في اي يوم من ايام التداول حيث تقوم عمليات الاصدار والاسترداد على علاقة مدير الاستثمار للصندوق مع صانع السوق الذي يمكنه تبادل محفظة الاسهم او الاصول مع مدير الصندوق والحصول بمقابلها على وحدات صندوق المؤشرات حيث تتم عملية انشاء وحدات جديدة او استرداد وحدات قائمة من صافي قيمة الاصول بعد كل اغلاق من ايام التداول ويتم اتاحتها للجمهور ايضا^(٣)، وعند اجراء مثل هذا الاستبدال لا بد من مراعاة عدم حصول اي خلل في مكونات محفظة الاوراق المالية للصندوق حيث يتم جبر الفرق بين القيم للوحدات من خلال النقود، ولا بد ان تتم كل هذه العمليات من خلال شركة الايداع والقيود المركزي^(٤).

ولقد حظر القانون^(٥) -منعا للمحاباة وتعارض المصالح- كلا من اعضاء مجلس ادارة الصندوق والمديرين والمساهمين والاميان لدى صانع السوق ومدير الاستثمار من التعاطي بالأوراق المالية لمحفظة المؤشر الا وفقا لإجراءات الهيئة.

ومما سبق يتضح لنا قيام شركات بتأسيس مثل هذه الصناديق على وفق ضوابط خاصة تتلائم معها، وان الشركة المساهمة هي الابرز في انشاء وتكوين صندوق المؤشرات المتداولة، بعد تقديم نشرة الصندوق لغرض فسح المجال للاكتتاب على وثائق الصندوق، وبدء تداولها في سوق الاوراق المالية.

^(١) المادة (١٨٣ مكرر ٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

^(٢) المادة (٣/٣٦) من قانون سوق رأس المال المصري النافذ والمعدل بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨.

^(٣) صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة، اصدارات بورصة قطر، ص ١، متاح على: <https://www.qe.com.qa/ar/etf-product> اخر زيارة ١٠/٧/٢٠١٩..

^(٤) المادة (١٨٣ مكرر ٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

^(٥) المادة (١٨٣ مكرر ١٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

المطلب الثاني

ادارة صناديق المؤشرات المتداولة

يلجأ المستثمرون الى شركات متخصصة في ادارة صناديق المؤشرات المتداولة، حيث يقوم مدير الصندوق بإنشاء صندوق يتلائم مع احدى مؤشرات السوق ويقوم بشراء الاوراق المالية لهذا المؤشر واختيار مجموعة من الاسهم المتنوعة والمختلفة في قيمتها، مما سيؤدي بالتالي الى ان ظهور صندوق المؤشرات لا يكلف الكثير من المصروفات المرتفعة وبالتالي فهي تدعم المستثمر في انخفاض تكلفتها وفي انشاء محفظتها الاستثمارية^(١)، وبالتالي تخضع ادارة صندوق المؤشرات المتداولة الى عدة جهات تتولى ذلك وهي:

اولا- مجلس ادارة صندوق المؤشرات: ان صناديق المؤشرات المؤسسة كشركة مساهمة لابد ان تحتوي مجلس إدارة لشركة الصندوق لا يقل عددهم عن ثلاثة ولا يزيد عن ١١ شخص، تكون غالبية أعضائه من غير المساهمين او حملة الوثائق او اي شخص له علاقة بالصندوق، ولا بد ان لا يقل عدد الاعضاء المستقلين عن اثنين^(٢).

وتكون وفقا للقانون المصري اهم اختصاصات مجلس الادارة بتعيين مدير الاستثمار، واعطاء الموافقة على نشرة الاكتتاب على وثائق الاستثمار، والتأكد من عدم وجود اي مصالح متعارضة بين الاطراف ذوي العلاقة، وتعيين مراقبي الحسابات، الالتزام بقواعد الافصاح ونشر التقارير السنوية ونصف السنوية من مدير الاستثمار حول نشاط الصندوق وغيرها من الاختصاصات المحددة قانونا^(٣).

الجدير بالذكر ان مصطلح "نشرة الاكتتاب" وردت في مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨^(٤) "وتعني، بالإضافة إلى نشرة الاكتتاب المطلوب تقديمها في عرض عام أي اتصال خطي أو عبر وسيلة اتصالات أخرى، يعرض بموجبه أوراقاً مالية للبيع بموجب عرض عام"، ونجد ان التعريف غير دقيق ويتسم بالغموض في الصياغة القانونية الدقيقة.

ثانيا- مدير الاستثمار: وهو الجهة الادارية الفنية المتخصصة لصندوق المؤشرات والتي تديره ويتم الترخيص للمدير من سوق الاوراق المالية، وبالتالي يقوم مدير الصندوق بإيجاد تشكيلة من الاسهم

(١) بوزيد سارة وشريط عثمان، المصدر السابق، ص ١٢٧.

(٢) المادة (١٦٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

(٣) المادة (١٦٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري؛ والمادة (٢٩) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢١٨

لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات.

(٤) المادة (١/ظ) من المشروع.

لتكوين محفظة استثمارية واحدة، وبعد ذلك يقوم بإصدار وثائق الصندوق بناء على الاسهم التي تتبع لمؤشر في السوق^(١)، وعليه قيد وثائق الصندوق ببورصة الاوراق المالية خلال مدة شهرين على الاكثر من تاريخ غلق باب الاكتتاب على الوثائق^(٢).

وعرف المشرع الاماراتي شركة الادارة بانه: "الشخص الاعتباري المرخص له من الهيئة لمزاولة نشاط تأسيس وإدارة صناديق الاستثمار"^(٣).

وان مدير الاستثمار لابد ان يكون من الجهات ذات الخبرة في مجال ادارة الصناديق وله سمعة حسنة، ويتمتع بالاستقلالية عن اي جهة اخرى في الصندوق لكفالة حسن سير عملها، ونجاحه في تحقيق اهداف السياسة الاستثمارية للصندوق^(٤)، ويشترط ان يكون مدير الاستثمار "أن يكون شركة مساهمة مصرية لا يقل المدفوع نقد ا من رأسمالها عن خمسة ملايين جنيه، أو جهة أجنبية ذات خبرة في إدارة الاستثمار ترخص لها الهيئة بذلك، وتوفر المؤهلات والخبرة اللازمة، وعدم الحكم عليه بعقوبة تأديبية او الحكم عليه بعقوبة سالبة للحرية"^(٥).

ويقع على عاتق مدير الصندوق^(٦) عدة التزامات عند ممارسته الادارة تتعلق بالتالي:

١- اصدار وحدات جديدة للصندوق او الغاء وحدات مقدمة من صانع السوق-المفوض المعتمد- للاسترداد .

٢- متابعة اداء صندوق المؤشرات لغرض التأكد من تنفيذ سياسته الاستثمارية الاساسية وتحقق الارتباط بين قيمة وحدات الصندوق وقيمة المؤشر وتوفير السيولة المالية لوحدات الصندوق.

(١) أ.عز الدين ثرثار، صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية ودورها في الرفع من اداء الاسواق المالية الناشئة، مجلة العلوم الانسانية، كلية العلوم الانسانية والعلوم الاسلامية، جامعة وهران ١، العدد ٨، جزء ٢، كانون الاول ٢٠١٧، ص ٣٧٧.

(٢) المادة (١٨٣ مكرر ١٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري. والمادة (٣/١٠) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بتنظيم عمل صناديق المؤشرات.

(٣) المادة (١) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٩/ر.م لسنة ٢٠١٦ بشأن النظام الخاص بصناديق الاستثمار. (٤) د. عبد المطلب عبد الحميد، المصدر السابق، ص ٧٤ و٧٥.

(٥) المادة (١٨٣ مكرر ١٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري النافذ.

(٦) المادة (١٠) من قرار رئيس الهيئة في مصر بتنظيم عمل صناديق المؤشرات. ، وايضا المادة (١٨٣ مكرر ١٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري؛ والمادة (٥) من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول، وايضا المادة (١١) من نظام صناديق الاستثمار الاماراتي.

٣-التنسيق والتواصل المستمر مع كافة الاطراف في الصندوق واجراء اعمال المراجعة عليه وتبادل المعلومات الخاصة به.

ثالثاً- صانع السوق: وهو شركة مرخص لها من جهة معينة لمزاولة نشاط الاوراق المالية وتقوم بإتاحة التعامل على وثائق استثمار الصندوق وتوفير السيولة المستمرة من خلال ادراج عروض البيع والشراء على هذه الوثائق^(١).

اما المشرع الاماراتي فقد اطلق عليه اسم " المفوض المعتمد" وعرفه بانه: " الشخص الاعتباري الحاصل على موافقة السوق للتعامل بشكل مباشر على وحدات الصندوق المدرجة بالسوق بغرض توفير السيولة اللازمة على وحدات الصندوق".^(٢).

ويشترط في صانع السوق ان لا يقل رأس ماله النقدي عن عشرة مليون جنيه، وفقاً للقانون المصري، وثلاثون مليون درهم اماراتي او ما يعادلها وفقاً للقانون الاماراتي، ويرخص للشخص المعنوي فقط لمزاولة نشاط صانع السوق للصندوق فمن الممكن ان يكون شركة مساهمة او شركة استثمار مرخصة من هيئة الاوراق المالية او مصرف تجاري او فرع لمصرف اجنبي مرخص له في الدولة^(٣). وعليه فهم جهات مرخص لها للعمل باستمرار بهدف تحقيق السيولة دائمة على ذلك السهم أو تلك الأسهم وصانع السوق لا يهدف إلى الربح وإنما يحققه من خلال القيام بمهمته^(٤)، ومن خلال ما سبق، فمهمتها تتعاقد مع مدير الاستثمار، ووفقاً لهذا الاتفاق بينهما يتولى صانع السوق توفير الاسهم لمدير الاستثمار لغرض تكوين محفظة استثمارية للصندوق، وبالمقابل يقدم مدير الاستثمار عدد من الوحدات الى صانع السوق لغرض الترويج لها وبيعها في السوق .

^١ () المادة (٢) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات المتداولة.

^٢ () المادة (٨) من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

^٣ () المادة (١٤) من قرار رئيس الهيئة بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات في مصر؛ والمادة (٢) من قرار مجلس ادارة هيئة السوق رقم ٤٦ لسنة ٢٠١٢ بشأن نظام صناع السوق.

^٤ () د. رمضان الشراح، صناع السوق، بحث منشور عام ٢٠٠٦، ص٢، متاح على شبكة المعلومات العالمية، وعلى الموقع: <http://unioninvest.org/userfiles/scientificAr/281Market%20Makers2.doc>. اخر زيارة

ويتولى صانع السوق وفقاً للقانون جميع الأوراق المالية المكونة للمؤشر في السوق وإيداعها لدى أمين الحفظ لحساب الصندوق لغرض استبدالها من قبل مدير الاستثمار بوثائق متداولة جديدة بسعر يساوي قيمة الوثيقة من صافي أصول الصندوق^(١).

ويلتزم صانع السوق وفقاً للتشريع المصري والإماراتي^(٢) بما يلي: "التعاون مع كافة الأطراف ذات العلاقة بالصندوق لوضع آلية تتضمن مهام كل طرف من الأطراف، وتبليغ هيئة السوق بصافي التعاملات عقب كل جلسة للتداول والحصول على وحدات الصندوق مقابل ما يقوم بتحويله إلى الصندوق من أصول تمثل مكونات المؤشر، أو رد وحدات الصندوق مقابل ما يتم تحويله من الصندوق من أصول تمثل مكونات المؤشر وفقاً للضوابط والآلية الموضوعية في هذا الشأن، وإتاحة أوامر بيع أو شراء وحدات الصندوق لجعلها متاحة للتنفيذ من خلال وسائل التداول في السوق لتوفير السيولة اللازمة، عدم تخطي الفرق بين سعري البيع والشراء للهامش المتفق عليه وفقاً لما ورد بنشرة الاكتتاب، تحديث أوامر البيع والشراء وفقاً للتوقيات والآلية التي يتفق عليها مع السوق. التعاون بين المفوضين المعتمدين الآخرين لصندوق الاستثمار بما يضمن أداء كافة المهام الموكلة إليهم على النحو المطلوب وبما يضمن تحقيق السيولة اللازمة لوحدات الصندوق بالسوق الثانوي، وعليه بذل عناية الشخص الحريص عند أدائه لمهامه، وعليه الالتزام بكل القرارات والقواعد التي تصدر ويتم تحديثها من هيئة السوق".

رابعاً- شركة خدمات الإدارة: "وهي تلك الشركة المتخصصة في احتساب صافي قيمة أصول صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة وعمليات تسجيل وإصدار واسترداد ووثائق الاستثمار وحفظ مستندات ووثائق أصول الصناديق...."^(٣).

وتلتزم هذه الشركة بعدة التزامات مهمة وفقاً للقانون^(٤) وهي: "مراجعة التقييم اليومي لصافي قيمة الأصول للوحدة بنهاية اليوم للوحدة وفق الأسس والتوقيات والقواعد المحددة بوثيقة الاكتتاب، والالتزام بقواعد السوق بهذا الشأن، والإعلان اليومي عن صافي قيمة الأصول للوحدة، وموافاة الهيئة والسوق المعني بأية بيانات يتم طلبها، الإعلان الدوري بالإفصاح للسوق والأطراف ذات العلاقة والمفوض

^(١) المادة (١٨٣ مكرر ٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

^(٢) المادة (١٣) من قرار رئيس الهيئة بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات في مصر؛ والمادة (٩) من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

^(٣) المادة (١٤١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

^(٤) المادتين (٢١، ٣١) من قرار رئيس الهيئة بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات في مصر؛ المادة (٦) من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

المعتمد(صانع السوق) عن القيمة لصافي الأصول للصندوق أثناء التداول اليومي وذلك وفقاً للآلية المحددة والمعلنة بمستند الطرح، نشر مكونات مؤشر الصندوق بصفة دورية وفقاً لما يرد بمستند الطرح".
خامساً- أمين الحفظ(الحافظ الامين): "هو الشخص المعنوي المرخص له من قبل الهيئة لمزاولة نشاط الحفظ الأمين والقيام بأعمال حفظ وتحويل الاوراق المالية من حساب المستثمر لديه إلى حساب المستثمر لدى الوسيط وبالعكس ودفع الالتزامات المترتبة على تداولها نيابة عن مستثمريها"^(١).

من خلال التعريف يشترط ان يكون هذا الشخص اما شركة او مصرف او فرع لمصرف اجنبي، مع اشتراط نسبة معينة لرأس ماله وفقاً لضوابط وتعليمات السوق^(٢)، ولا بد ان يكون امين الحفظ شخصاً مستقلاً عن ادارة الصندوق ومديره وان لا يتحقق اي ارتباط مع الصندوق لضمان عمله بحيادية واستقلالية تامة^(٣).

فهو يتولى عملية حفظ وثائق الصندوق وفق شروط واحكام سوق الاوراق المالية^(٤) ويتبادل السجلات الخاصة بالصندوق مع صانع السوق بمجموعة من وحدات الصندوق ويتولى توزيع الأرباح على حاملي وثائق (وحدات) الاستثمار^(٥)، ويلتزم بالتالي^(٦):

١- "التأكد من أن أوامر ومستندات تبادل وحدات الصندوق بمكونات المؤشر التي تتم بين مدير استثمار الصندوق أو شركة الإدارة والمفوض المعتمد تتم من خلال شركة الخدمات الإدارية ووفقاً للأنظمة والآلية الموضوعية والمعتمدة".

٢- "التأكد من تمام انتقال ملكية أصول الصندوق منه أو إليه قبل إتمام أية عمليات استرداد أو إلغاء أو إصدار وحدات الصندوق".

٣- "حفظ وحدات الصندوق وفقاً للأنظمة والآلية الموضوعية وبعد استيفاء كافة المستندات".

^(١) المادة (١) من تعليمات الحافظ الامين لسوق العراق للأوراق المالية رقم ١٧ لسنة ٢٠١٢؛ والمادة (١) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة في الامارات رقم ٢٩/ ر لسنة ٢٠٠٩ بشأن تنظيم نشاط الحفظ الأمين للأوراق المالية.

^(٢) لمزيد من التفاصيل ينظر: المادة (٢) من تعليمات الحافظ الامين لسوق العراق للأوراق المالية؛ والمادة (٣) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة في الامارات رقم ٢٩/ ر لسنة ٢٠٠٩ بشأن تنظيم نشاط الحفظ الأمين للأوراق المالية.

^(٣) المادة (٢٢) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات المتداولة،
^(٤) أ.عز الدين ثرثار، المصدر السابق، ص ٣٧٨.

^(٥) أ.محمد بن ابراهيم و أ.عبد الله بن منصور، زكاة صناديق المؤشرات، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد ٢٦، العدد ٢، ٢٠١٣، ص ٩.

^(٦) المادة (٢٢) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات المتداولة،
والمادة (٧) من قرار رئيس الهيئة في الامارات بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

سادسا- مزود معلومات المؤشر: وهو ذلك المؤشر الذي يتم من خلاله الاستثمار فيه من خلال الصندوق ويتم الحصول على المعلومات من خلال سوق الاوراق المالية او احدى الشركات المتخصصة بالبيانات والمعلومات الخاصة بالسوق وتداولها^(١).

ويؤكد سوق العراق للأوراق المالية بين فترة واخرى ومن خلال تقاريره الى ضرورة التأكيد على اصدار وتداول الاوراق المالية الحديثة والجديدة، والترخيص لصناديق الاستثمار وصناع السوق لجذب الاستثمار وتحقيق التنمية الاقتصادية وتطوير السوق وجذب الاستثمارات المتميزة^(٢)، فلا بد هنا من وضع هذه التوصيات من السوق موضع التنفيذ الحقيقي والجدي في سبيل تطوير ادوات واليات الاستثمار المتنوعة في السوق، وابداء بدائل متنوعة ومتعددة في السوق لتطوير النشاط الاستثماري وتقديم الخدمات المتنوعة في سوق التداول لتحقيق الارباح للمستثمرين من خلال الاداء العالي والمنتجات المتعددة في الاستثمارات، وتعزيز تنمية البلد اقتصاديا.

الخاتمة :

اولا: النتائج:

- ١- تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة من الابتكارات المتطورة والصيغ المستحدثة للاستثمار في الاوراق المالية، ووجه جديد من صناديق الاستثمار ذات الغرض المحدد في الاستثمار.
- ٢- ان تطور اسواق الاوراق المالية يتطلب استحداث الادوات والاليات الجديدة في سبيل رفع اداء السوق وكفاءته على كافة الاصعدة.
- ٣- وجود مؤشرات سوق الاوراق المالية فصح المجال لجهات متخصصة لمزاولة الاستثمار في هذه المؤشرات التي تركز على قطاعات مالية او صناعية معينة لايجاد محافظ مالية خاصة لتلك المؤشرات.
- ٤- لا يزال سوق العراق للاوراق المالية يعاني التأقبت في الكثير من اموره بدءاً من قانونه المؤقت للسوق رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤، والبطء في اعتمادات التطورات في الاستثمار في الاوراق المالية مما يجعل السوق كلاسيكيا مقارنة بدول الجوار الاقليمي.

(١) أ.عز الدين ثرثار، المصدر السابق، ص ٣٧٨.

(٢) التقرير السنوي لسوق العراق للاوراق المالية، ٢٠١٧، ص ٦، متاح على الموقع الرسمي للسوق: <http://www.isx->

٥- ان قطاع الاوراق المالية المتعامل بها في سوق الاوراق المالية في تطور متسارع وبين فترة وجيزة وهذا يؤدي الى ضرورة تبني الدول لمثل هذه التطورات وادراجها المجال الاستثماري الرحب والمناسب في السوق الخاص بها تحقيقا للتطور المالي والاقتصادي وتنمية البلد بشكل كبير.

٦- ان الاستثمار في قطاع المؤشرات الخاصة بسوق الاوراق المالية يعتبر تطورا مهما من خلال ايجاد وسائل مستحدثة للاستثمارات

٧- ان الجهاز الاداري لصندوق المؤشرات يتكون من عدة جهات تتمثل بجهة المؤسسين ومدير الاستثمار وصانع السوق وامين الحفظ، ويمثل هؤلاء كتلة واحدة اساسية في نجاح استثمارات الصندوق او اخفاقه.

ثانيا: المقترحات:

١-نوصي المشرع العراقي لضرورة الاخذ بصناديق المؤشرات المتداولة، من خلال تنظيم صناديق الاستثمار كقاعدة عامة ومن ثم وضع تنظيم قانوني خاص لصناديق المؤشرات المتداولة، متمثل باعتماد صندوق المؤشرات كشركة مساهمة تتأسس وفقا للقانون العراقي.

٢- ضرورة قيام السوق بإصدار تحديث مستمر على الاوراق المالية والتوجه نحو الاساليب المتطورة في الاستثمار من خلال ادراج صناديق المؤشرات المتداولة لكي تعمل وتتداول في السوق.

٣-نقترح اعادة النظر بتعريف محافظ الاستثمار الوارد في قانون الاستثمار العراقي النافذ من خلال اضافة وثائق ووحدات الاستثمار بعدما يتم العمل على صناديق المؤشرات المتداولة.

٤-نقترح قيام الجهات ذات العلاقة "وزارة المالية، البنك المركزي العراقي، سوق العراق للأوراق المالية، هيئة الاستثمار" بالاستفادة من تجارب الدول المحيطة بالعراق في هذا المجال من خلال دراستها عن كثر واقامة الدورات التدريبية والتنقيفية لهذا الغرض.

٥-نوصي بضرورة نشر الوعي الاستثماري الصحيح بين افراد المجتمع، لحثهم على تنمية مواردهم بشكل صحيح خدمة للتنمية والاقتصاد، من خلال توضيح فكرة الاستثمار قانونا واهميته الاقتصادية.

المصادر :

اولا: الكتب.

- ١- د. احمد سعيد عبد اللطيف , استراتيجيات وسياسات الاستثمار , الطبعة الثانية , ٢٠٠٤
- ٢- د. عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها والياتها، ط١، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ٢٠١٠.
- ٣- د . فادي توكل , التنظيم القانوني لصناديق المؤشرات , دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٨
- ٤- د. لطيف جبر كوماني وعلي كاظم الرفيعي ,القانون التجاري , ٢٠٠٠ , بلا جهة نشر ولا مكان نشر.
- ٥- د. منير ابراهيم هندي , مستقبل اسواق رأس مال العربية , منشأة المعارف ١٩٩٥ , الاسكندرية .
- ٦- د. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصة العالمية، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠١٠.
- ٧- د.وليد محمد علي، احكام محافظ الاوراق المالية الاستثمارية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠١٢.
- ٨- نبأ ابراهيم فرحان، النظام القانوني لوثائق الاستثمار، المركز العربي للنشر والتوزيع، ط١، مصر، ٢٠١٨.
- ٩- د. نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠١١.
- ١٠- د. هشام احمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الاسلامية، منشأة المعارف، الاسكندرية، ٢٠١٠.
- ١١- د. هيثام معروف , الاستثمارات والاوراق المالية , ٢٠٠٣ عمان .

ثانيا: البحوث.

- ١٢- بوزيد سارة وشريط عثمان، تقييم الاداء الاستثماري لمحظة استثمارية وفق الادارة الستاتيكية، دراسة حالة صندوق المؤشرات المتداولة في بورصة باريس، بحث منشور في مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، المجلد ٤، العدد ٣، كانون الاول ٢٠١٧.
- ١٣- أ. عز الدين ثرثار، صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية ودورها في الرفع من اداء الاسواق المالية الناشئة، مجلة العلوم الانسانية، كلية العلوم الانسانية والعلوم الاسلامية، جامعة وهران ١، العدد ٨، جزء ٢، كانون الاول ٢٠١٧.
- ١٤- د.كتاف شافيه وأ.بن عداس زهير، الية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية واهميتها بالنسبة للأسواق المالية، بحث المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة

المالية التقليدية والصناعة المالية الاسلامية، الاكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، ٥-٢٠١٤/٥/٦.

١٥-أ.محمد بن ابراهيم و أ.عبد الله بن منصور، زكاة صناديق المؤشرات، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد ٢٦، العدد ٢، ٢٠١٣.

١٦-د. نشأت عبد العزيز معوض ، مقال نشر في جريدة الاهرام بعنوان محفظة الاوراق المالية ، الاهرام الاقتصادية القاهرة ١٩٩٣ ، العدد ١٢٨٢ .
ثالثا: مواقع الشبكة العالمية للمعلومات.

17- <http://www.al-watan.com/news-details/id/125233>

١٨- <https://www.fmp.ae/learn-to-trade/invest-in-index-funds>

١٩-الموقع الالكتروني لسوق الاوراق المالية السعودي: <https://www.tadawul.com.sa>

٢٠-الموقع الالكتروني https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_500_Index

٢١-الموقع الالكتروني www.qe.com.qa

٢٢-صناديق الاستثمار ، هيئة سوق المال السعودية ، الاصدار الثالث . www.cma.org.sa

٢٣- الموقع الالكتروني: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/538217>

٢٤-الموقع الالكتروني <https://specialties.bayt.com/ar/specialties/q>

٢٥-التقرير السنوي لسوق العراق للاوراق المالية، ٢٠١٧، متاح على الموقع الرسمي للسوق:
<http://www.isx-iq.net> اخر زيارة ٢٠١٩/٨/٧.

٢٦-صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة، اصدارات بورصة قطر، متاح على:
<https://www.qe.com.qa/ar/etf-product> اخر زيارة ٢٠١٩/٧/١٠.

٢٧-د. رمضان الشراح، صناع السوق، بحث منشور عام ٢٠٠٦، ص٢، متاح على شبكة المعلومات العالمية، وعلى الموقع:
<http://unioninvest.org/userfiles/scientificAr/281Market%20Makers2.doc>.

اخر زيارة ٢٠١٩/٧/٦.

٢٨-صندوق المؤشرات المتداولة، سوق دبي المالي، متاحة على الموقع الرسمي للسوق:
<https://www.dfm.ae/ar/products/exchange-traded-funds> اخر زيارة ٢٠١٩/٨/١٠ .

رابعاً: التشريعات والقرارات:**أ-التشريعات ومشاريع القوانين.**

٢٩-قانون سوق العراق للأوراق المالية رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ النافذ.

٣٠-قانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ النافذ والمعدل.

٣١-مشروع قانون سوق الاوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨.

ب-التعليمات واللوائح التنفيذية.

٣٢-تعليمات الحافظ الامين لسوق العراق للأوراق المالية رقم ١٧ لسنة ٢٠١٢.

٣٣-اللائحة التنفيذية لسوق راس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ المعدلة.

ج-القرارات والقواعد.

٣٤-قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصري رقم ٢١٨ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات .

٣٥-قرار رئيس مجلس ادارة هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع رقم ٤٩ ر.ت لسنة ٢٠١٦ بشأن ضوابط صندوق المؤشرات المتداول.

٣٦-قرار رئيس مجلس ادارة هيئة سوق الامارات للأوراق المالية والسلع رقم ٩/ ر.م لسنة ٢٠١٦ بشأن صناديق الاستثمار.

٣٧-قواعد وضوابط صناديق المؤشرات المتداولة الاجنبية، قواعد الادراج والافصاح لصناديق المؤشرات المتداولة الاجنبية، سوق دبي المالي، النسخة الثانية، ١٦/٤/٢٠١٨.

٣٨-قرار رئيس مجلس ادارة هيئة سوق الامارات للأوراق المالية والسلع رقم ٢٩/ ر لسنة ٢٠٠٩ بشأن تنظيم نشاط الحفظ الأمين للأوراق المالية.

Sources:**First: books.**

1. Dr. Ahmed Saeed Abdul Latif, Investment Strategies and Policies, Second Edition, 2004
2. Dr. Abdel-Muttalib Abdel-Hamid, Investment Funds Policy and Mechanisms, 1st Floor, United Arab Marketing and Supplies Company, Cairo, 2010.
3. Dr. Fadi Tawakul, Legal Regulation of Indicator Funds, Arab Renaissance House, Cairo, 2018
4. Dr. Latif Jabr Komani and Ali Kadhim Al-Rafaei, Commercial Law, 2000, with no publication or place of publication.
5. Dr. Munir Ibrahim Hindi, The Future of Arab Capital Markets, Monshaat Al-Maaref 1995, Alexandria.
6. Dr. Mohamed Helmy Abdel Tawab, Egyptian Stock Exchange and International Stock Exchange, Legal Books House, Egypt, 2010.
7. Dr. Walid Muhammad Ali, The Provisions of Investment Portfolios, Dar Al-Fekr Al-Jami'a, Alexandria, 2012.
8. Ibrahim Farhan News, The Legal System of Investment Documentation, Arab Center for Publishing and Distribution, 1st edition, Egypt, 2018.
9. d. Nazih Abdel-Maksoud Mabrouk, Mutual Funds between Islamic and Positional Economics, Dar Al-Fikr Al-Jami'a, Alexandria, 2011
10. Dr. Hisham Ahmed Abdel-Hay, Islamic investment funds and sukuk, Al-Maaref facility, Alexandria, 2010.
11. d. Hishar Maarouf, Investments and Securities, 2003 Oman.

Second: Research.

12. Bouzid Sara and Shereem Othman, Evaluation of the investment performance of an investment portfolio according to the static administration, a case study of the Indicators Fund traded on the Paris Stock Exchange, research published in the Journal of Economic Studies, University of Constantine, Algeria, Volume 4, No. 3, December 2017.
13. A. Izz al-Din Tharthar, Islamic circulation index funds and their role in raising the performance of emerging financial markets, Journal of Humanities, Faculty of Humanities and Islamic Sciences, University of Oran 1, No. 8, Part 2, December 2017.
14. Dr. Kattaf Shafih and Ibn Adas Zuhair, the mechanism for building Islamic traded index funds and their importance for financial markets. The international conference discussed the products and applications of

innovation and financial engineering between traditional financial industry and Islamic financial industry, International Academy for Sharia Research, Malaysia, 5-6 5/2014.

15.Mr. Muhammad bin Ibrahim and Mr. Abdullah bin Mansour, Zakat of Indicator Funds, King Abdulaziz University Journal, Volume 26, No. 2, 2013.

16.d. Nashat Abdel-Aziz Moawad, an article published in Al-Ahram newspaper entitled Securities Portfolio, Al-Ahram Economic Cairo 1993, No. 1282.

Third: Global information network sites.

17.<http://www.al-watan.com/news-details/id/125233>

18.<https://www.fmp.ae/learn-to-trade/invest-in-index-funds>

19.Saudi Stock Exchange website: <https://www.tadawul.com.sa>

20.Website https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_500_Index

21.Website www.qe.com.qa

22.Mutual Funds, Saudi Capital Market Authority, Third Edition. www.cma.org.sa

23.Website: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/538217>

24.Website <https://specialties.bayt.com/ar/specialties/q>

25.Annual report of the Iraq Stock Exchange, 2017, available on the official website of the market: <http://www.isx-iq.net> last visit 7/8/2019.

26.The index funds traded on the exchange, Qatar Stock Exchange releases, available at: <https://www.qe.com.qa/en/etf-product> the last visit 10/7/2019.

27.d. Ramadan Al-Sharah, Market Makers, Research published in 2006, p. 2, available on the World Wide Web and on the website:

<http://unioninvest.org/userfiles/scientificAr/281Market%20Makers2.doc>.

Last visit 6/7/2019.

28.Traded Indexes Fund, Dubai Financial Market, available on the official website of the market: <https://www.dfm.ae/ar/products/exchange-traded-funds> last visit 10/8/2019.

Fourth: Legislation and decisions:

A-Legislations and Bills.

29.The Iraq Stock Exchange Law No. 74 of 2004 in force.

30.The Egyptian Capital Market Law No. 95 of 1992 in force and amended.

31.The Iraqi Stock Market Law Project for the year 2008.

B- Instructions and executive regulations.

32. Instructions for the honest custodian of the Iraq Stock Exchange No. 17 of 2012.
33. The Executive Regulations of the Egyptian Capital Market No. 135 of 1993 amended.

C-decisions and rules.

34. Decision of the President of the Egyptian Financial Supervisory Authority No. 218 of 2014 regulating the work of index funds.
35. Decision of the Chairman of the Board of Directors of the Emirates Securities and Commodities Authority and Market No. 49 RT of 2016 regarding the controls of the Traded Indicators Fund.
36. Decision of the Chairman of the Board of Directors of the Emirates Securities and Commodities Market Authority No. 9 / RM for the year 2016 regarding investment funds.
37. Rules and controls for foreign exchange traded funds, rules for listing and disclosure of foreign exchange traded funds, Dubai Financial Market, Second Edition, 4/16/2018.
38. Decision of the Chairman of the Board of Directors of the Emirates Securities and Commodities Market Authority No. 29 / R of 2009 regarding the regulation of safe custody of securities.