



جامعة الشارقة
UNIVERSITY OF SHARJAH

مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية

مجلة علمية محكمة



الحماية القانونية للمستثمر في مرحلة الترويج لصناديق الاستثمار

رامي عمر عبداللطيف⁽¹⁾

رشا محمد تيسير خطاب⁽²⁾

تاريخ القبول: 2025-02-12

تاريخ الاستلام: 2024-11-23

ملخص البحث:

لا تخفى أهمية صناديق الاستثمار كأداة استثمارية في جذب الاستثمارات وتحقيق العائدات للصندوق والمستثمر على حد سواء، وتسهم عملية ترويج الصندوق في استقطاب أعين المستثمرين وتحفيزهم للاستثمار مما يجعلها مرحلة حساسة جداً للمستثمر. تناولت الدراسة موضوع الحماية القانونية المصاحبة للمستثمر في مرحلة الترويج لصندوق الاستثمار في ظل أحكام وقرارات هيئة سوق المال في دولة الإمارات العربية المتحدة. وتمحورت إشكالية الدراسة في بيان مدى كفاية الحماية التي تقرها التشريعات للمستثمر في الدولة خلال هذه المرحلة.

تطرقت الدراسة للضوابط التي وضعها المشرع لتنظيم مسألة الترويج بما يكفل عدم وقوع المستثمر بالتغريب، وإطلاعه على تفاصيل الصندوق ومخاطره. وقد عالجت الدراسة الموضوع من خلال بحثين خصص الأول للبحث في الضوابط المتعلقة بجهة الترويج ونطاقه، وخصص المبحث الثاني منها للوقوف على الالتزامات الخاصة بالمروج تجاه المستثمرين.

توصلت الدراسة إلى أن المشرع الإماراتي حرص على إحاطة نشاط الترويج للأنشطة المالية بمجموعة من الضوابط التي كفلت نوعاً مقبولاً من الحماية للمستثمر من خلال تحديد الجهات المخول لها بممارسة هذا النشاط ووضع الضوابط الخاصة بالشكل ورأس المال، وتحديد التزامات المروج المتعلقة بالإفصاح والشفافية. في المقابل ترى الدراسة ضرورة تضمين نظام صناديق الاستثمار نصوصاً خاصة بالترويج تعند بطبيعة الصندوق والمستثمر المستهدف، وكذلك وضع ضوابط أكثر دقة ووضوح بخصوص التزامات المروج وطبيعة المعلومات التي يتم مشاركتها مع المستثمر.

الكلمات الدالة: حماية المستثمر، الإعلام والتبصير، المروج، ترويج.

(1) كلية القانون - جامعة الشارقة (الشارقة - الإمارات العربية المتحدة)

U18104201@sharjah.ac.ae

(2) كلية القانون - جامعة الشارقة (الشارقة - الإمارات العربية المتحدة)

المقدمة:

تعد الصناديق الاستثمارية بمثابة وعاء مالي يتم من خلاله تجميع أموال المستثمرين بغرض الاستثمار مقابل إصدار وحدات استثمار متساوية في القيمة⁽¹⁾، وعرفها بعض الفقه بأنها تجميع مدخرات الأفراد لاستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية⁽²⁾، أو أنها شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة⁽³⁾.

وتعد صناديق الاستثمار من أنسب الأدوات الاستثمارية التي تفسح المجال لتوظيف مدخرات الأفراد داخل أو خارج الدولة. وقد حرصت هيئة الأوراق المالية والسلع على تنظيم صناديق الاستثمار سواء من حيث تأسيسها والترويج عنها وإدارتها وتصفياتها. وغالبا ما تسمح التشريعات القانونية بالبداية بعملية الترويج للصندوق أمام المستثمرين ضمن ضوابط وإجراءات معينة، ذلك أن عملية الترويج تحاط أحيانا بعين الرقابة؛ فترى في العميل المستهدف في عملية الترويج مستهلكا يؤخذ على غرّة، وغالبا ما يدفع إلى تملك مال أو تلقي خدمة مستسلماً أمام إصرار المروج وإلحاحه دون أن تكون لديه حاجة حقيقية تدفعه لذلك

وقد سبق لهيئة الأوراق المالية والسلع أن تعرضت لعملية الترويج لصناديق الاستثمار بموجب قرارها رقم 9 لسنة 2016، ثم أصدرت قرارها رقم (3/ر.م) لسنة 2017 بشأن تنظيم الترويج والتعريف، ثم عادت بموجب قرارها رقم 13 لسنة 2021 بإصدار كتيب القواعد والذي تطرق إلى المسائل المتعلقة بالترويج للمنتجات المالية على اختلافها؛ إذ عرف الترويج بأنه: (نشاط مالي يختص بالتواصل مع أي شخص بأي صورة أو وسيلة لدعوته أو تحفيزه على شراء منتج مالي أو الاكتتاب فيه)، وقد عرف ذات القرار "المنتج المالي" بأنه: (الأوراق المالية والأوراق المالية الأجنبية وعقود السلع والمنتجات المهيكلة)، والأوراق المالية بدورها تنطوي على العديد من الأشكال ومن بينها وحدات صناديق الاستثمار⁽⁴⁾.

أهمية الدراسة:

- (1) المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 1/ر.م لسنة 2023 بشأن تنظيم صناديق الاستثمار.
- (2) وضاح جواد كاظم، النظام القانوني لصناديق الاستثمار، (الاسكندرية: دار الجامعة الجديد، 2019)، ط1، ص: 26.
- (3) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق المالية والمنشآت المالية، (الاسكندرية: منشأة المعارف، 2002)، ص: 222.
- (4) المادة 5 من الباب الأول من القرار رقم (13/ر.م) لسنة 2021 بشأن كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وآليات توفيق الأوضاع.

تكتسي الدراسة أهمية نظرية وعملية، فعلى الصعيد النظري ستكون هذه الدراسة بمثابة باكورة الدراسات التي سنتناول بالبحث والتحليل موضوع حماية المستثمر في إطار الترويج لصناديق الاستثمار في ظل التشريعات القائمة في دولة الإمارات العربية المتحدة؛ إذ لم يجد الباحث دراسات أو أبحاث متخصصة تناولت هذه المسألة بشكل خاص.

وفي ظل الانتشار المتزايد والمتسارع لصناديق الاستثمار في دولة الإمارات العربية المتحدة، فإن الدراسة تكتسي أهمية عملية تمكن المستثمر بشكل خاص والمهتم بصناديق الاستثمار بشكل عام من الوقوف على الجوانب التي تحيط بعملية الترويج وضمائمه؛ إذ إن طبيعة الغطاء التشريعي الناظم للصناديق في شكل قرارات إدارية تستلزم جمعها، والوقوف عليها بالدراسة والفحص والتحليل، وبيان مواطن نجاعتها، ومواقع القصور التي تحتاج إلى تعديل أو توضيح وتمهد لمزيد من التنقيح والتطوير في هذا الجانب

إشكالية الدراسة:

تتمحور إشكالية الدراسة الرئيسية في بيان فيما إذا كانت القواعد القانونية التي وضعها المشرع الإماراتي لتنظيم عملية الترويج تنطوي على ما يكفي من الضوابط والأحكام لضمان حماية المستثمر، ويتفرع من هذه الإشكالية مجموعة من التساؤلات الفرعية والتي يتجسد أهمها بما يلي:

- هل يمكن لأي جهة الترويج لصناديق الاستثمار أم وضع المشرع اشتراطات معينة لممارسة هذا النشاط؟
- هل يشترط في العاملين في تلك الجهات خبرات ومؤهلات معينة؟
- هل يمكن الترويج لصناديق أجنبية داخل الدولة؟
- ما المسائل الواجب الإفصاح عنها للمستثمرين، وهل هناك تفرقة بين طبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها وفقاً لطبيعة المستثمر؟
- هل ميز المشرع الإماراتي بين أنواع المستثمرين المعنيين بالحماية؟ وهل وضع بالنتيجة ضوابط حماية والتزامات مختلفة تبعاً لذلك؟

لعل أهم صعوبة في الدراسة الحالية هي ندرة المراجع التي عالجت صناديق الاستثمار في دولة الإمارات العربية المتحدة بشكل عام، وتلك المتخصصة في إطار الترويج بشكل خاص، فكل ما تمكن الباحث من الوصول إليه هي دراسات عالجت صناديق الاستثمار بشكل عام في بعض القوانين المقارنة، فضلاً عن بعض الأبحاث وأوراق العمل التي

تطرقت إلى الالتزامات العامة في سوق المال

منهجية الدراسة ونطاقها:

نظرا للصعوبات السابقة، فإن الباحث سيستعين بكل من المنهج الوصفي والمنهج الاستقرائي وذلك من خلال جمع واستعراض القوانين والقرارات ذات العلاقة لبيان الأحكام التي عالجت موضوع الترويج لصناديق الاستثمار في دولة الإمارات العربية المتحدة، وحماية المستثمر سواء بشكل مباشر أو غير مباشر وبيان الشروط والمعايير التي انطوت عليها تلك النصوص، كما اعتمدت الدراسة أيضاً على المنهج التحليلي لتحليل تلك النصوص وبيان إيجابياتها والمآخذ عليها بهدف تنقيحها وتطويرها

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحليل النصوص القانونية المتعلقة بالترويج لصناديق الاستثمار من منظور حماية المستثمر بهدف الوصول إلى إجابات عن الإشكاليات السابقة، ومن ثم تتمثل أهداف الدراسة في:

- بيان الضوابط التي تحكم عملية الترويج لصناديق الاستثمار في دولة الإمارات العربية المتحدة.
- بيان الحد الأدنى من المعلومات الواجب بيانها للمستثمر في إطار عملية الترويج.
- بيان ما إذا كانت القواعد المنظمة للترويج تختلف تشديداً وتيسيراً وفقاً لطبيعة المستثمر المستهدف.
- بيان ما إذا كانت ضوابط الترويج تتضمن ضمانات ملائمة وكافية للمستثمر.

خطة الدراسة:

تم تقسيم الدراسة إلى مبحثين رئيسيين يتفرع عن كل واحد منهما ثلاثة مطالب وذلك على النحو الآتي:

المبحث الأول: ضمانات المستثمر المرتبطة بضوابط الترويج لصندوق الاستثمار:

المطلب الأول: الضوابط الخاصة بجهة الترويج.

المطلب الثاني: الضوابط الخاصة بنطاق الترويج.

الحماية القانونية للمستثمر في مرحلة الترويج لصناديق الاستثمار (204 - 233)

المطلب الثالث: الضوابط الخاصة بصناديق الاستثمار الأجنبية.

المبحث الثاني: ضمانات المستثمر المرتبطة بالتزامات المروج:

المطلب الأول: الالتزام بالإعلام والتبصير

المطلب الثاني: الالتزام بالنزاهة وبذل العناية.

المطلب الثالث: الالتزام بمبدأ الملاءمة والمناسبة.

المبحث الأول: ضمانات المستثمر المرتبطة بضوابط الترويج لصندوق الاستثمار

يعد مروج المنتجات المالية في دولة الإمارات شخصا اعتباريا مرخصا ومتخصصا في عمليات الاكتتاب، بحيث يلعب دورا هاما في مرحلة التمهيد لإصدار المنتجات المالية وجذب المستثمرين من خلال الدعوة للشراء والاكتتاب في هذه المنتجات. ولقد سبق لهيئة الأوراق المالية والسلع أن عرفت المروج - في قرارها الملغي رقم 3 لسنة 2017 بشأن تنظيم الترويج والتعريف - أنه: (الشخص الاعتباري المرخص له بمزاولة نشاط الترويج)، بينما لم يضع المشرع في كتيب القواعد تعريفا للمروج مكتفيا بتعريف "عملية الترويج" بأنها (نشاط مالي يختص بالتواصل مع أي شخص بأي صورة أو وسيلة لدعوته أو تحفيزه على شراء منتج مالي أو الاكتتاب فيه) وربط هذا النشاط بالجهات المرخصة من قبل هيئة سوق المال. ومن خلال هذا التعريف يمكن للباحثين استنباط تعريف مقترح للمروج بأنه "الشخص الاعتباري المرخص له من قبل الهيئة للتواصل مع الغير لدعوته أو تحفيزه على شراء منتج مالي أو الاكتتاب فيه"

وغالبا ما تكون وسائل الدعوة للمستثمرين إما عن طريق النشر أو الإعلان⁽¹⁾، كما أسهم التطور التكنولوجي لوسائل الإعلام في سهولة نشر المعلومات بصورة فاعلة ومؤثرة⁽²⁾، ويشمل ذلك السعي في الإقناع في عدة اتجاهات، منها التأكيد على أن المنشأة في وضع مالي قوي، وأن لديها إدارة رشيدة إضافة إلى كونها تمتلك خططا مثيرة للمستقبل إلى غير

(1) عصام أحمد البهجي، الالتزام بالشفافية والإفصاح في عقود الاستثمار والاستهلاك والعلاج الطبي، (الإسكندرية: المكتب الجامعي الحديث، 2014)، ط1، ص: 167 وما بعدها.

(2) طارق أحمد فتحي سرور، الحماية الجنائية لأسرار الفرد في مواجهة النشر، (القاهرة: دار النهضة، 1991)، ط1، ص: 2.

ذلك من صور الترويج لجذب المستثمرين⁽¹⁾.

وسيحاول الباحثان من خلال هذا المبحث بيان أهم الضوابط المتعلقة بتنظيم عملية الترويج لمعرفة ما إذا كان المشرع قد وضع اشتراطات معينة للجهات التي تتولى عملية الترويج، ونطاق الترويج المصرح به ومدى شموله للصناديق الأجنبية من عدمه

المطلب الأول: الضوابط الخاصة بجهة الترويج

اعتبر المشرع الإماراتي نشاط الترويج من الأنشطة المالية التي تخضع لترخيص الهيئة⁽²⁾، وأوردها ضمن الفئة الخامسة من فئات الترخيص⁽³⁾ المتعلقة بالترتيب والمشورة. وقد مرت هذه الفئة بتغيرات عدة متتالية سواء من حيث الشكل القانوني أو رأس المال أو حتى الاستثناءات، وهي المحاور التي سيتم التطرق لها من خلال الفروع الثلاثة التالية

الفرع الأول: الشكل القانوني لجهة الترويج

لم يشترط المشرع في البدايات الأولى شكلاً قانونياً معيناً لجهة الترويج مكتفياً بأن تكون جهة مرخصة من الهيئة لفئة أخرى أو فرع شركة أجنبية مرخصة من سلطة رقابية مثيلة للهيئة أو بنك أو فرع بنك أجنبي مرخص من مصرف الإمارات المركزي.

ثم عدلت الفئة بموجب قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (2/ر.م) لسنة 2022 والقرار رقم 18/ر.م لسنة 2022 بشأن تعديل كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية المعتمد، مانحاً الحق لأي شخص اعتباري مؤسس داخل الدولة أو فرع شركة أجنبية مؤسسة بالدولة وفقاً لقانون الشركات التجارية، وأي شركة مؤسسة في منطقة حرة داخل الدولة حال أن سمح قانون تأسيس المنطقة الحرة بذلك. كما أجاز المشرع استثناء لجهة المرخصة بمزاولة نشاط إدارة استثمارات صناديق الاستثمار أن تتولى عملية الترويج لوحدة الصناديق المؤسسة من قبلها دون الالتزام بالحصول على ترخيص مستقل لنشاط الترويج مع إبقاء تلك الإدارة ملتزمة بكافة الأحوال بكافة الشروط والضوابط التي تحكم عملية الترويج⁽⁴⁾.

(1) جمال عبدالعزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2010)، ط1، ص: 188.

(2) المادة 1 من الفصل الثاني من الباب الثاني من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 13 /ر.م لسنة 2021 بشأن كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وآليات توفيق الأوضاع.

(3) المادة 2 من الفصل الثاني من الباب الثاني من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 13 /ر.م لسنة 2021 أعلاه.

(4) المادة 10 (ثانياً) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 13 /ر.م لسنة 2021 بشأن كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وآليات توفيق الأوضاع والمعدلة بالكامل بموجب قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 2/ر.م لسنة 2023.

إذن فنشاط الترويج يمكن أن يتم من خلال أي شركة متخذة أحد الأشكال الخمسة للشركات دون قيود⁽¹⁾. ويرى الباحثان أن هذا التوجه ومع ما يضيفه من مرونة وتنوع إلا أنه يبقى محفوفا بالمخاطر متى علمنا أن بعض الشركات؛ كشركات المسؤولية المحدودة، تنحصر مسؤوليتها في حدود رأس مالها مما لا يعطي ضمانات كافية للمستثمر.

الفرع الثاني: رأس مال الجهة المرخصة بالترويج

طرأت تغييرات متسارعة بخصوص رأس المال حيث لم يشترط المشرع بدايةً أي متطلبات خاصة للفئة الخامسة، لكن مع تعديل الشكل القانوني للجهة المرخصة تغيرت متطلبات رأس المال؛ إذ بدأ المشرع باشتراط حد أدنى لا يقل عن اثنين مليون ونصف المليون درهم إماراتي⁽²⁾، ثم عاد المشرع بموجب قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 23/ر.م لسنة 2023 بشأن تعديل كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية المعتمد بتخفيض الحد الأدنى لرأس المال ليصبح لا يقل عن 500 ألف درهم إماراتي. ويثار التساؤل هنا حول ما إذا كان هذا المتطلب متعارضاً مع نصوص قانون الشركات؟

لا يرى الباحثان ذلك، ففيما يخص الشركة ذات المسؤولية المحدودة، فإن المشرع لم يشترط حداً أدنى لرأس المال، بل ترك تحديد رأس مال الشركة مرناً ومرتبياً بأغراضها، كما أجاز لمجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير وبالتنسيق مع الجهات المختصة بإصدار قرار يحدد الحد الأدنى لرأس مال الشركة⁽³⁾. ونفس الأمر يمكن أن يقال بالنسبة لشركة التضامن وشركة التوصية البسيطة واللتين، وإن لم يكن المشرع قد قيدهما بحد أدنى لرأس المال، إلا أنهما إذا اختارا ممارسة نشاط الترويج فإنهما ملزمان بتحقيق شرط رأس المال المطلوب

ولكن ماذا عن شركات المساهمة العامة أو الخاصة التي اشترط قانون الشركات ألا يقل رأس المال فيها عن 30 مليون درهم إماراتي أو 5 ملايين درهم على التوالي⁽⁴⁾؟ فهل يحق لشركة الترويج المتخذة شكل شركة المساهمة العامة أن تتمسك بالحد الأدنى لنشاط الفئة البالغ نصف مليون درهم فقط؟ مجدداً فإننا لا نرى تعارضاً بين النصوص؛ لأن نشاط

(1) حددت المادة 9 من مرسوم بقانون اتحادي رقم 32 لسنة 2021 بشأن الشركات التجارية أشكال الشركات بأنها: شركة التضامن، شركة التوصية البسيطة، الشركة ذات المسؤولية المحدودة، شركة المساهمة العامة، شركة المساهمة الخاصة.

(2) علماً بأن رأس المال المشترط بموجب القرار الملغي رقم 3 لسنة 2017 لا يقل عن مبلغ مليون درهم إماراتي.

(3) المادة 76 من قانون الشركات التجارية لدولة الإمارات العربية المتحدة مرسوم بقانون اتحادي رقم 32 لسنة 2021.

(4) انظر المادتان 195 و 258 من قانون الشركات التجارية أعلاه.

الترويج لا يمارس إلا من خلال الشخص الاعتباري المتخذ أحد الأشكال الواردة في قانون الشركات، مما يعني أن يكون الشخص الاعتباري قد التزم بمتطلبات إنشاء الشركة ابتداءً وهو الحد الأدنى لرأس المال، ومتى تم تأسيس شركة المساهمة على هذا الأساس فإنها تكون ضمناً قد استوفت شرط الحد الأدنى لترخيص الفئة

ونرى أن نص المشرع على حد أدنى من رأس المال فيه بلا شك نوع من الضمان للمستثمر؛ لأنه يضمن له حداً أدنى من الملاءة المالية في حال قيام مسؤولية المروج، ولكن يقترح الباحثان في المقابل، أن يكون هناك نوع من التناسب بين رأس المال وطبيعة الصندوق محل الترويج سواء من حيث القيمة أو العدد. فإذا كانت جهة الترويج تقوم بالترويج لعدة صناديق و/أو كانت تلك الصناديق تنطوي على رؤوس أموال ضخمة، فإنه يفترض أن يرتفع الحد الأدنى لرأس المال والضمانات بما يتناسب مع ذلك حماية للمستثمر؛ إذ إن وقوع خطأ أو تقصير من جهة الترويج سيكون ضحيتها عشرات إن لم يكن مئات المستثمرين، وفي هذه الحالة فإن رأس المال لن يكفي لحمايتهم جميعاً

الفرع الثالث: الاشتراطات المرتبطة بالحصول على الترخيص

إن تأسيس الشركة وفقاً لقانون الشركات ليس كافياً لممارسة نشاط الترويج؛ إذ ألزمها المشرع باستيفاء كافة اشتراطات الترخيص من قبل الهيئة⁽¹⁾. ويتم ذلك من خلال تقديم طلب الموافقة المبدئية للترخيص للهيئة مشفوعاً بالمستندات المطلوبة، وتلتزم الهيئة بالبت في طلب الموافقة المبدئية خلال (30) يوم عمل من تاريخ تقديمه وفي حالة الرفض يجب بيان أسباب ذلك. ونرى بأن موقف المشرع الإماراتي كان موفقاً لحث جهة الإدارة على البت في الطلب وعدم تركه معلقاً بفترة غير محددة، كما أن المشرع قد أكد أن صدور الموافقة المبدئية لا يعتبر إطلاقاً ترخيصاً أو موافقة على مزاوله النشاط ويعتبر باطلاً كل عمل أو إجراء نفذ بناء على الموافقة المبدئية⁽²⁾.

وقد حدد المشرع الإماراتي الأسس والمستندات اللازمة للحصول على الموافقة المبدئية وبيّن أسس التقييم لطالب الترخيص⁽³⁾ ومن أهم تلك الشروط:

الأهلية المالية والتي من ضمن معاييرها عدم التوقف عن دفع الديون التجارية، وإثبات

(1) المادة 2 من الباب الثاني من القرار رقم (13/م) لسنة 2021

(2) حيث جاء في البند 4 من المادة (1) من القرار رقم (13/م) لسنة 2021 "لا تعتبر موافقة الهيئة المبدئية ترخيصاً أو موافقة على مزاوله النشاط المالي، فلا يجوز مزاوله النشاط المالي إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك ويقع باطلاً أي عمل أو إجراء يتعلق بمزاوله النشاط المالي استناداً إلى تلك الموافقة المبدئية"

(3) حيث أوردها المشرع تحت المادة (2) من الفصل الثالث من القرار رقم 13/م لسنة 2021.

الالتزام بسداد القروض البنكية لأغراض تجارية والالتزامات المالية الناشئة عن قرار أو حكم قضائي، وبيان مدى القدرة المالية على الوفاء بالالتزامات الطارئة والمستقبلية
الخبرة والكفاءة: بإثبات الخبرة السابقة وبيان مدى ارتباطها بالخبرة المطلوبة في ذات المجال

الأمانة والنزاهة: بتقديم معلومات ومستندات صحيحة ومكتملة للهيئة، وعدم وجود دعاوى أو بلاغات أو تحقيقات في النيابة سواء داخل الدولة أو خارجها تتعلق بالأمانة والنزاهة

الامتثال: ببيان مدى الالتزام بالتشريعات المتعلقة بممارسة النشاط المالي، وخلو السجل المهني الصادر عن الهيئة أو جهات رقابية مماثلة داخل الدولة أو خارجها من الجزاءات الإدارية، وعدم إدراج اسم الجهة ضمن قوائم العقوبات الصادرة عن منظمة الأمم المتحدة والمنظمات الأجنبية الأخرى⁽¹⁾.

عدم وجود رفض أو جزاء بإلغاء الترخيص من قبل جهات رقابية أخرى سواء محلية أو أجنبية ويتم التحقق من ذلك بالحصول على نسخة من السجل المهني أو التواصل المباشر مع تلك الجهات

دراسة جدوى وخطة عمل.

توفر الموارد الكافية.

ملاءمة الشركاء وأعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا.

ونعتقد بأن المشرع الإماراتي ومن خلال الاشتراطات والمتطلبات أعلاه - والتي تعتبر جزءاً من الموافقة الأولية وجزءاً من إجراءات الترخيص بشكل عام - قد راعى حقوق المستثمرين في هذه المرحلة وعزز من ضماناتهم؛ إذ إن تلك المتطلبات تصب في خانة واحدة هدفها التوثيق من مدى جدية الجهة المؤسسة والأطراف القائمين عليها، ومدى ملاءمتهم المالية ونزاهتهم وقدرة تلك الشركة على تحقيق الغاية المرجوة من إنشائها بما يكفل للمستثمرين التعامل معها بثقة

كما نرى بأن شرط الموافقة المسبقة يعتبر حلاً مناسباً لضمان تسريع الإجراءات

(1) كما اشترط المشرع أيضاً عدم ارتكاب الجهة المرخصة أو شركائها أو أعضاء مجلس إدارتها أي جريمة جنائية أو مخالفة جسيمة داخل أو خارج الدولة خلال الخمس سنوات السابقة على تقديم الطلب، وعدم ارتكاب أي مخالفة متوسطة داخل أو خارج الدولة خلال السنتين السابقتين على تقديم الطلب.

وتسهيل عملية تأسيس الشركة و/أو الحصول على ترخيص النشاط، فضلاً عن أنه يعتبر بمثابة خطوة أمان إضافية للمستثمرين؛ لأنه يبسط رقابة إضافية من قبل الجهة المرخصة لمراجعة المستندات الأولية وضمان استيفائها للشروط المطلوبة أو تعديلها. ويلاحظ أن المشرع الإماراتي منح طالب الترخيص مدة (6) شهور لاستيفاء متطلبات الترخيص بعد الحصول على الموافقة المبدئية ويجوز تمديدها لمدة مماثلة، وبخلاف ذلك يعتبر الطلب لاغياً ويستوجب إعادة تقديمه مجدداً⁽¹⁾.

كذلك اشترط المشرع في الشخص الطبيعي الذي يتولى منصب مدير الترويج أن يكون حاصلًا على شهادة جامعية مع خبرة لا تقل عن 3 سنوات في التحليل المالي أو في مجال الأسواق المالية أو الاستثمار أو إدارة الثروات، أو شهادة دبلوم أو أقل لكن مع زيادة ملحوظة في سنوات الخبرة بحيث لا تقل عن 7 سنوات في المجالات أعلاه⁽²⁾.

المطلب الثاني: الضوابط الخاصة بنطاق الترويج

هناك بعض النشاطات المالية التي لا تخضع لأحكام الترويج، كما قد يستثنى من نطاق الترويج بعض الفئات من المستثمرين، وسيتم إلقاء الضوء على هاتين المسألتين من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: المنتجات المالية محل الترويج

عرف المشرع الإماراتي "المنتج المالي" بأنه: (الأوراق المالية والأوراق المالية الأجنبية و عقود السلع والمنتجات المهيكلة)⁽³⁾. وتتكون الأوراق المالية من الأسهم وحقوق الأولوية وسندات الدين والصكوك ووحدات صناديق الاستثمار إلى غيرها من الأوراق المالية التي حددها المشرع

وكما سبق ذكره فإن المشرع الإماراتي لم يخصص نصوصاً للترويج في نظام صناديق الاستثمار؛ ومن ثم جعلها تخضع للقواعد العامة الواردة في كتيب القواعد، وأفرد ضمن كتيب القواعد نصوصاً خاصة بالصندوق الأجنبي

(1) البند 5 من المادة (1) من القرار رقم 13/ر.م لسنة 2021

(2) البند 13 من المادة 5 من الفصل السادس من الباب الثاني من القرار أعلاه.

(3) والتي أشار لها المشرع في المادة 5 من الباب الأول من القرار رقم 13 لسنة 2021، والتي تتضمن أيضاً شهادات الإيداع، عقود المشتقات، أي أداة مالية تعتبرها الهيئة ورقة مالية.

ومتى عدنا للقواعد العامة يتضح أن عملية الترويج ترد على جميع أنواع المنتجات المالية بلا استثناء، ويرى البعض⁽¹⁾ أن ذلك توسعاً في نطاق الترويج يتعارض مع مصلحة المستثمر؛ ذلك أن هنالك العديد من المنتجات المالية ذات المخاطر العالية والتي يحظر في بعض التشريعات الترويج لها بالنظر إلى المخاطر المرتبطة بها⁽²⁾ ويبقى التعامل بها ممكناً بشكل مباشر من خلال المستثمر المؤهل. وعلى الرغم من صعوبة وضع معيار للأساس الذي تقيم على أساسه حجم المخاطر المرتبطة بالمنتج المالي، إلا أن مبدأ الاستبعاد وبلا شك يصب في مصلحة المستثمر، ويرى الباحثان الأخذ بهذا الحظر في التشريع الإماراتي ليكفل للمستثمر حماية خاصة من المخاطر المرتبطة بتلك المنتجات

وقد أوجب المشرع على المروج أن يتقدم بطلب إلى الهيئة وفقاً للنماذج المعدة لذلك قبل ترويج أي وحدات لصناديق الاستثمار غير المدرجة في السوق أو وحدات الصناديق الأجنبية، وللهيئة الموافقة على الطلب أو رفضه خلال 15 يوماً من تاريخ تقديم الطلب على أن يكون صندوق الاستثمار مرخصاً أو مسجلاً لدى الهيئة⁽³⁾.

من جهة أخرى فإن المشرع الإماراتي قد حدد حالات ونشاطات مالية لا تخضع لأحكام الترويج⁽⁴⁾، ومن بين تلك الحالات المرتبطة بصناديق الاستثمار والتي أشارت إليها المادة 6 من الفصل الخامس من القرار رقم 13 لسنة 2021: "3. المنتجات المالية المروجة للمستثمر المحترف والطرف النظير باستثناء وحدات الصناديق الأجنبية⁽⁵⁾ 5. الترويج العكسي، بمبادرة مستثمر داخل الدولة بطلب عرض أو شراء أي أوراق مالية أجنبية محددة من جهة خارج الدولة دون أن يكون ذلك بناء على ترويج من قبل المصدر الأجنبي أو مروجيه أو موزعيه على أن يتم إثبات ذلك من قبل الجهة المعنية. 6. الترويج بين الشركة ومجموعتها المالية أو الأطراف ذات العلاقة. 9. ترويج المنتجات المالية للحكومة أو المؤسسات الاتحادية أو الحكومات والمؤسسات المحلية أو الشركات المملوكة بالكامل لأي منهم⁽⁶⁾".

(1) أحمد قاسم فرح و رشا حطاب، حماية المستثمر في عمليات ترويج المنتجات المالية، مجلة الشريعة والقانون، 2020، العدد 81، جامعة الإمارات، ص: 8.

(2) كتلك المنتجات التي قد يترتب عليها خسارة معظم أو كامل رأس المال المستثمر ومن أمثلتها الأسهم عالية المخاطر، الخيارات، العقود الآجلة، العملات المشفرة، المنتجات ذات الرافعة المالية.

(3) المادة 6، ثانياً، الفصل الخامس، الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(4) المادة 6، أولاً، الفصل الخامس، الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(5) كانت الفقرة سابقاً تقتصر على المستثمر المحترف لكن تم تعديلها بإضافة الطرف النظير واستثناء وحدات الصناديق الأجنبية بموجب قرار رئيس مجلس الإدارة رقم 2/ر.م لسنة 2023

(6) تم إضافة البند 9 بموجب قرار رئيس مجلس الإدارة رقم 2/ر.م لسنة 2023.

ويلاحظ الباحثان أن المشرع حاول أن يحمي المستثمر العادي في صناديق الاستثمار حينما استثنى مروج المنتجات المالية من الحصول على ترخيص عندما يكون الترويج موجهاً للمستثمر المحترف والطرف النظير، مما يعني بمفهوم المخالفة لزوم الترخيص إذا ما كان الترويج موجهاً حصراً للمستثمر العادي، ومع ذلك يرى الباحثان أن هذا قد لا يكون كافياً في بعض الحالات؛ إذ يبقى استبعاد بعض المنتجات عالية الخطورة وسيلة أفضل لحماية المستثمرين

الفرع الثاني: المستثمرون المستهدفون

لم يفرق المشرع بين المستثمرين في نطاق الحماية؛ إذ يستفيد جميع المستثمرين من كافة أشكال الحماية المنصوص عليها ضمن الأحكام المنظمة للترويج سواء كان المستثمر شخصاً طبيعياً أم معنوياً، إلا ما استثنى منهم بنصوص خاصة. ومن تلك الاستثناءات على سبيل المثال لا الحصر ما تم الإشارة إليه مسبقاً حول استثناء المنتجات المالية المروجة للمستثمر المحترف والطرف النظير. فكتيب القواعد العامة ميز بين ثلاثة أنواع من المستثمرين المحترفين: المستثمر المحترف بطبيعته⁽¹⁾، مستثمر محترف بناء على الخدمة⁽²⁾، مستثمر محترف (مقيم)⁽³⁾.

ويكمن السبب كما يرى البعض⁽⁴⁾ وراء استبعاد هذه الفئة من نطاق الحماية أنها فئة - بحكم طبيعتها والاشتراطات التي استلزمها المشرع فيها- تعد قدرة على تقييم حجم المخاطر المرتبطة باستثماراتها دونما حاجة لإثقال كاهل المروج بالتزامات خاصة

ويثار التساؤل فيما إذا كانت الحماية تشمل العميل المحتمل فقط أم تمتد لتشمل أيضاً العميل الحالي للمروج؟ بمعنى آخر، هل يشترط الحصول على ترخيص بالترويج عندما يتعلق الأمر بترويج منتجات مالية لعميل حالي لدى المروج؟ أم يقتصر ذلك على أنشطة الترويج لعملاء جدد؟

(1) عددهم البند أولاً من المادة (5) من الفصل الثاني من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021 ومنها: الهيئات والمنظمات الدولية يمكن أعضاؤها دولا أو بنوكا، البنك المركزي، مؤسسات سوق رأس المال المرخصين، مؤسسات مالية منظمة،

(2) عددها البند ثانياً من المادة (5) من الفصل الثاني من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021 وهو من يمارس نشاط بنطوي على تقديم تسهيلات ائتمانية لأغراض تجارية لشخص متعهد، مسيطر على شخص متعهد، مجموعة أو مشروع استثماري ينتمي لها الشخص المتعهد

(3) عددها البند ثالثاً من المادة (5) من الفصل الثاني من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021 ومن ضمنهم الشخص الطبيعي الذي يملك صافي أصول باستثناء مسكنة الرئيسي لا تقل عن 4 ملايين درهم، أو المعتمد من هيئة رقابية أو موظفا لديها خلال آخر عامين

(4) أحمد فرح، رشا خطاب، المرجع السابق، ص 14.

وكما يبدو للباحثين أن النصوص غير قاطعة في هذه المسألة لكن في الغالب الأعم من الحالات فإن العقد أو اتفاقية التعامل المبرمة مع العميل تتضمن إمكانية قيام الشركة بترويج منتجات متعددة للعميل⁽¹⁾. وفي جميع الأحوال يرى الباحثان أن العبرة للمنتج المالي، فطالما أننا أمام منتج أو صندوق استثمار جديد؛ فإنه ينبغي الالتزام بكافة الضوابط المحيطة به، وإحاطة المستثمر بكافة المسائل التي أوجبها على القانون على المروج وحتى إن كان ذلك المستثمر عميلاً لذلك المروج أو تعامل من خلاله بصناديق أخرى، وهذا أكثر أمناً وحماية للمستثمر

المطلب الثالث: الضوابط الخاصة بصناديق الاستثمار الأجنبية

بالرجوع إلى نظام صندوق الاستثمار الملغي، نجد أن المشرع قد عرف الصندوق الأجنبي بأنه: "صندوق الاستثمار المؤسس خارج الدولة أو في منطقة حرة أو منطقة حرة مالية داخل الدولة"⁽²⁾، ولم يتطرق المشرع في النظام الحالي أو كتيب القواعد لتعريف الصندوق، مما نرى معه ضرورة وضع تعريف له في ظل تطرق كتيب القواعد له. ((الأولى الإشارة ابتداءً إلى أن المشرع لم يعرف صندوق الاستثمار في النظام الحالي، وإن كان قد عرفه ف النظام الملغي بأنه.....))

وقد استلزم المشرع لغايات ترويج الصندوق الأجنبي داخل الدولة أن يتم تسجيله لدى الهيئة قبل الترويج، وللهيئة الموافقة على الطلب أو رفضه خلال 15 يوماً من تاريخ تقديم الطلب على أن يكون صندوق الاستثمار مرخصاً أو مسجلاً لدى الهيئة⁽³⁾. ولا شك أن هذا الاشتراط يشكل ضماناً لحقوق المستثمرين؛ لأنه يجعل الصندوق تحت ناظري الهيئة ومراقبتها ويسمح بالتحقق من استيفائه للشروط والمتطلبات اللازمة بحيث يكون المستثمر في مأمن من الخداع.

وقد كان المشرع في قرار تنظيم صناديق الاستثمار لعام 2016 الملغي يشترط على الصندوق الأجنبي أن يقوم بالتعاقد مع مروج محلي لغايات ترويج الصندوق داخل الدولة⁽⁴⁾، ولكن لم يجد الباحثان شرطاً مماثلاً في كتيب القواعد العامة ولا في قرار تنظيم صناديق الاستثمار الحالي، إلا أنه يمكن استشفافاً تتطلب هذا الشرط من خلال ما نص عليه المشرع

- (1) أحمد فرح، رشا حطاب، المرجع السابق، ص 14.
- (2) المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 9 لسنة 2016 بشأن نظام صناديق الاستثمار الملغي.
- (3) البند رقم 19، ثانياً من المادة 6 من الفصل الخامس، الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.
- (4) المادة 35/2 من القرار الملغي رقم 9 لسنة 2016.

ضمن الالتزامات العامة للمروج؛ إذ بين أنه حال التعاقد مع المصدر أو المصدر الأجنبي فإنه يجب ضمان عدم مخالفة الاتفاقية المبرمة بين الطرفين لقوانين الدولة، ووجوب أن تتضمن الاتفاقية حقوق والتزامات كل طرف وآلية فسخها أو تعديلها ووسائل التواصل⁽¹⁾.

وقد نص كتيب القواعد على بعض الضوابط العامة المتعلقة بالترويج ونطاقه⁽²⁾ وذلك على النحو التالي:

اقتصار الترويج لوحدات الصندوق الأجنبي داخل على الدولة على الطرح الخاص للمستثمر المحترف و/أو الطرف النظير⁽³⁾. ويرى الباحثان أن السبب من وراء ذلك قد يكون حماية للمستثمر العادي قليل الخبرة الذي ليس لديه معرفة تمكنه من الوقوف على حال ذلك الصندوق الأجنبي، بعكس المستثمر المحترف الذي لديه الدراية والخبرة لتمكنه من التحقق من وضعية الصندوق

التحقق من توفير كافة السبل التي من شأنها تمكين ذلك الصندوق الأجنبي من الوفاء بالتزاماته تجاه حملة الوحدات وفقا لمستند الطرح

الاحتفاظ بكافة البيانات الخاصة بالصندوق الأجنبي ومالكي الوحدات، والتأكد من حصول المستثمر على نسخة من مستند الطرح قبل أي عملية اكتتاب في ذلك الصندوق

وقد كان المشرع يلزم المروج التحقق من أن الصندوق خاضع لإشراف سلطة رقابية مثيلة⁽⁴⁾، إلا أن هذا الاشتراط لم يعد مذكورا بنص صريح ضمن التزامات المروج في كتيب القواعد النافذ حاليا، ومع ذلك فإن هذا الشرط من وجهة نظرنا يبقى قائما ومتطلبا صحيحا؛ ذلك أن من الاشتراطات اللازمة على المروج أن يقوم بتسجيل ذلك الصندوق الأجنبي لدى الهيئة والحصول على موافقتها عليه، ومن الاشتراطات العامة التي تضعها هيئة الأوراق المالية والسلع عند التعامل مع الأسواق الأجنبية أن تكون تلك الأسواق خاضعة لسلطة رقابية مثيلة للهيئة⁽⁵⁾، والسلطة الرقابية كما عرفها المشرع هي أي هيئة رقابية

(1) البند 13 من (ثانيا) من المادة 6 من الفصل الخامس من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(2) انظر البند رابعا من المادة 6 من الفصل الخامس من القرار رقم 13 لسنة 2021 وتعديلاتها.

(3) وقد أدخل المشرع هذا التعديل بموجب قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 2/م لسنة 2023، كما تم التأكيد عليه في القرار رقم 4/م لسنة 2023 بشأن آليات توفيق الأوضاع لترويج وحدات الصندوق الأجنبي داخل الدولة. ومما يجدر ذكره أن المشرع في القرار الأخير المذكور منح مهلة للمروجين للاستمرار في ترويج وحدات الصندوق الأجنبي داخل الدولة للمستثمر العادي خلال مهلة تنتهي في 31/3/2024.

(4) المادة 1/12/1 أو 1/12/3 من قرار الترويج والتعريف الملغي.

(5) حيث عرف المشرع السوق الأجنبي بأنه السوق المنشأ خارج الدولة وخاضع لسلطة رقابية مثيلة للهيئة.

عضو عادي أو عضو مرتبط لدى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، كما عرف المشرع المصدر الأجنبي بأنه الشخص الاعتباري المؤسس خارج الدولة وخاضع لسلطة رقابية مثيلة للهيئة. وكنتيجة تبعية وحتمية لذلك فإن على المروج أن يتأكد من أن الصندوق غير معفى من الخضوع لأي من الضوابط الرقابية أو الإشرافية بمقر تأسيسه؛ ذلك أن مثل هذا الإعفاء إن وجد يتعارض مع ركائز وأساسيات حماية المستثمر في الدولة والتي تتعلق بالنظام العام⁽¹⁾. ويلاحظ أن المشرع اشترط ضمن الاشتراطات العامة على المروج حال التعاقد مع مصدر أجنبي ألا تكون الاتفاقية المبرمة معه تخالف أي تشريعات معمول بها في الدولة⁽²⁾.

كما شدد المشرع على عدم جواز التعامل أو التعاقد مع مصدر أجنبي سبق إنهاء اتفاقية ترويج معه لأسباب تتعلق بإخلاله بالتزاماته أو مخالفته للتشريعات المعمول بها في الدولة⁽³⁾، وهذا الشرط حتماً فيه مصلحة وحماية للمستثمر ويظهر حزم الهيئة بعدم التهاون مع المقصرين أو المخالفين السابقين وحظر التعامل معهم مما يشكل رادعاً لغيرهم من تكرار ذات التصرفات

كما يشترط أن يكون الصندوق الأجنبي مرخصاً له في مقر تأسيسه بالترويج للطرح العام وذلك في حال كان يرغب في ترويج وحداته داخل الدولة في طرح عام، أما إذا كان يرغب في ترويج وحداته في طرح خاص فعندئذ يجب أن يكون مرخصاً له في مقر تأسيسه بالترويج للطرح العام أو الخاص، ويلاحظ أن هذا الشرط كان منصوصاً عليه صراحة في قرار الترويج والتعريف الملغى، إلا أن هيئة الأوراق المالية والسلع ما زالت تضع ذلك ضمن اشتراطات وإجراءات الترخيص⁽⁴⁾.

(1) أحمد فرح، رشا حطاب، المرجع السابق، ص 26.

(2) البند 13/ب من ثانياً، المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(3) البند 13/ج من ثانياً، المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(4) موقع هيئة الأوراق المالية والسلع الإلكتروني، قسم دليل الخدمات، تسجيل صندوق الاستثمار الأجنبي، والتي يمكن إيجادها على الرابط الإلكتروني التالي، وآخر دخول والتحقق من الموقع كان بتاريخ 5/11/2024 الساعة 8:45 صباحاً.

تسجيل صندوق استثمار أجنبي | تفاصيل الخدمة | دليل الخدمات | الخدمات | هيئة الأوراق المالية و السلع (sca.gov.ae)

المبحث الثاني: ضمانات المستثمر المرتبطة بالالتزامات المروج

أفرد المشرع الإماراتي بعض النصوص القانونية في كتيب القواعد موضحاً من خلالها الالتزامات التي تقع على عاتق المروج، وقد لاحظنا عند قراءتنا لهذه الالتزامات على كثرتها وتعدد مواقعها، أنها تدور في فلك الالتزام بالإعلام والتبصير، والنزاهة وبذل العناية، والملاءمة، وسوف نتناول هذه المسائل أدناه باعتبارها محكومة بالقواعد العامة مع بيان الالتزامات المرتبطة بالصناديق الأجنبية إن وجدت.

المطلب الأول: الالتزام بالإعلام والتبصير

فالتبصير هو (الالتزام المترتب على أحد طرفي العقد بتعريف الطرف الآخر بالبيانات المتعلقة بمحل العقد، والتي تهم المتعاقد الآخر معرفتها والإلمام بها لكي يكون على بينة من أمره في اتخاذ قراره بالإقدام على التعاقد أو الإحجام عنه). وقد اعتبره الفقه التزام سابق على التعاقد تلتزم بمقتضاه الجهة المتعاقدة بإعلام عميلها إعلاماً صحيحاً وصادقاً بكل المعلومات الجوهرية المتصلة بالعقد المراد إبرامه بينهما وبطبيعة الاستثمار⁽¹⁾. وفي مجال السوق المالي فإن هذا الالتزام هو الذي يمكن المستثمر من اتخاذ قراره بالشراء أو الاكتتاب في المنتج المالي عن بصيرة تامة، كما أنه يمنح المستثمر سلطة المراقبة المستمرة⁽²⁾، كما يعتبر من أحد وسائل الرقابة بل وتعتمد عليه الوسائل الرقابية الأخرى⁽³⁾.

والالتزام بالإعلام يختلف عن النصيحة، فهما ينطويان على معنى الإخبار من الطرف الملتزم إلى الطرف الآخر المتلقي للالتزام⁽⁴⁾، إلا أن الالتزام بالنصيحة هو (بمثابة إخبار لتعريف الطرف الآخر بملابسات محل التعاقد وتمكينه من الإحاطة بالمعلومات بشكل مؤكد يؤدي به إلى ثبوت الرضاء على نحو مستنير⁽⁵⁾)، والطرف الملتزم بالنصيحة هنا يكون أساس التزامه العقد الرضائي بين الطرفين ويتقاضى مقابله أجراً، بينما الالتزام بالإعلام والإفصاح أساسه القانون

- (1) رولا نائل سلامة، عقد إدارة الاستثمار "دراسة قانونية"، (عمان: دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2014)، ص: 98.
- (2) عصام أحمد البيهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، (القاهرة: دار النهضة، 2009)، ط1، ص: 33.
- (3) وضاح جواد كاظم، النظام القانوني لصناديق الاستثمار دراسة مقارنة، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة، 2019)، ص: 200.
- (4) أحمد الباز، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة، 2014)، ص: 119.
- (5) سهير منتصر، الالتزام بالتبصير، (القاهرة: دار النهضة العربية، بدون سنة نشر)، ص: 4.

وقد ألزم المشرع جهة الترويج أن تفصح للمستثمر عن العديد من المعلومات والبيانات الأساسية المرتبطة بالمنتج المالي ومن تلك البيانات اسم المروج وبياناته وعنوانه ووسائل التواصل معه، حتى يتمكن المستثمر من معرفة مدى ملاءمة تلك الجهة وسمعتها ومصداقيتها⁽¹⁾.

كذلك يجب أن يوضح المروج نوع المنتجات المالية المراد ترويجها، ومكان إصدارها، وعدد المصدر منها، وعملة الإصدار وكافة المعلومات الخاصة بها، وبيان ما إذا كانت المنتجات المالية المروجة مدرجة من عدمه، وبيان بالأسواق المدرجة بها، والبيانات الواردة بنشرة الاكتتاب أو مستند الطرح وأي تعديلات خاصة بها⁽²⁾، وآلية توزيع الأرباح أو الاسترداد أو تواريخ الاستحقاق⁽³⁾، وتحديد نوع المستثمر (مستثمر عادي أو محترف أو طرف نظير)، ووسائل التواصل مع الجهات المعنية بالاكتتاب في المنتجات المالية المروجة وبيعها وشرائها

كما يتوجب على المروج أن يوضح للمستثمر مخاطر الاستثمار بالمنتجات المالية المراد ترويجها والإفصاح عن كبار مساهمي المصدر أو المصدر الأجنبي الذين يملكون نسبة (10%) فأكثر، وإذا كان الطرح يتعلق بمنتجات إسلامية فإنه يجب تحديد هيئة الرقابة الشرعية التي أقرت المنتج⁽⁴⁾.

كما أوجب المشرع على المروج ضرورة توضيح أن الأداء السابق للمنتج المالي أو الصندوق مثلا ليس بالضرورة دليلا على الأداء المستقبلي⁽⁵⁾، وذلك حتى لا يتم استخدام تلك لأرقام كوسيلة لاستدراج المستثمرين للاستثمار في الصندوق. وفي ذلك حماية للمستثمر والمروج كذلك. ومثل هذه الالتزامات، وإن كان يبدو في طابعها أنها التزامات سابقة لعملية التعاقد مع المستثمر، إلا أنها تبقى التزامات مستمرة وسواء كان المستثمر عميلاً جديداً أو عميلاً سابقاً، كما يتوجب على المروج إبقاء المستثمر على علم بأي مخاطر تتعلق بالمنتج المالي أولاً بأول⁽⁶⁾، وتمكينه من الاطلاع على الإفصاحات والمعلومات الجوهرية والتقارير والقوائم المالية المعتمدة وكافة البيانات الخاصة في مواعيدها

- (1) البند 1، ثالثاً من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.
- (2) البند 3 من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.
- (3) البنود 5 و 6 من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.
- (4) البنود 9 و 11 - من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.
- (5) البنود 7، 8 من البند ثانياً من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.
- (6) البند 12، ثانياً من المادة 6.

فضلا عن الالتزامات العامة السابق ذكرها والتي تقع على عاتق المروج، فإن المشرع الإماراتي قد وضع مجموعة من الالتزامات الإضافية متى تعلق الأمر بالترويج لصندوق أجنبي، والسبب من وراء ذلك هو إضفاء مستوى إضافي من الحماية للمستثمر باعتبار أن تلك الصناديق تقع خارج الدولة ولا يمكن للمستثمر التحقق منها مباشرة؛ ومن ثم فإن تعويله يكون أكثر على نقاط الاتصال القائمة في الدولة ومن ضمنها المروج لهذا الصندوق، ولذلك نجد المشرع الإماراتي لم يجعل تلك الالتزامات قاصرة على المرحلة السابقة والمنحصرة في الترويج بل جعل التزامات المروج تمتد حتى إلى ما بعد تلك المرحلة؛ إذ ألزم المروج بالتأكد من حصول المستثمر في الصندوق الأجنبي على نسخة من مستند الطرح لوحدة الصندوق سواء كان الطرح عاماً أو خاصاً وذلك قبل قيام المستثمر بالاكتتاب في وحدات الصندوق الأجنبي⁽¹⁾. والتأكد من توفر سعر يومي لوحدة الصندوق، والالتزم بتوفير الوسيلة الملائمة لتمكين المستثمر من الاطلاع عليها

ويلاحظ من خلال استقراء النصوص القانونية أنها لم تحدد الآلية التي يتم بها تنفيذ الالتزام بالإعلام والتبصير؛ فالمشرع الإماراتي ترك للمروج تحديد الآليات والوسائل المحددة للإفصاح⁽²⁾، ومع ذلك يمكن أن نجد ضمن النصوص الأخرى ما يفيد وجوب الحصول على موافقة الهيئة على تلك الإعلانات والحملات الترويجية ووجوب توثيقها وأرشفتها، ومن تلك النصوص ما أوجبه المشرع على المستشار المالي (مدير الإصدار) بضرورة الحصول على موافقة الهيئة على الإعلانات والحملات الترويجية التي يرغب المصدر في القيام بها خلال فترة الطرح والاكتتاب العام وتوثيق وأرشفة المواد الإعلانية المقدمة من خلاله أو بالنيابة عنه⁽³⁾، مما يستفاد منه أن تلك الإعلانات يجب أن تكون موثقة ومفرغة بشكل كتابي على نحو يمكن أرشفتها سواء بطريقة عادية أم إلكترونية

ويرى الباحثان أنه قد يكون من المفيد للمستثمر لو وضع المشروع ضمن نصوصه الضوابط والآليات التي تمكن العملاء من الاطلاع على البيانات الجوهرية واللازمة في أي وقت، وإتاحتها ضمن مواقع إلكترونية تخص الصندوق أو جهة الإدارة؛ إذ أصبحت وسائل الإعلام تؤدي دوراً مهماً في مجال الإفصاح بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالاقتصاد والظروف المحلية والعالمية⁽⁴⁾. وتبقى دائماً المعلومات الصادر عن الهيئات العامة للأوراق

(1) البند 4، رابعاً، المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(2) البند 11 والبند 20، ثانياً من المادة 6 أعلاه حيث ألزمت المروج بتمكين العملاء من الاطلاع على الإفصاحات الجوهرية والقوائم المالية

(3) المادة 4، الفصل الخامس، الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(4) صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، (القاهرة: مركز المساندة القانونية، 2001)، ط1، ص: 155.

المالية محلا لثقة المستثمر مقارنة بباقي المصادر الخارجية التي تحتاج تمحيصها قبل اتخاذ أي قرار من قبل المستثمر⁽¹⁾.

المطلب الثاني: الالتزام بالنزاهة وبذل العناية

الأمانة والنزاهة تعدان من الالتزامات العامة على كل من يمارس نشاطا ماليا⁽²⁾ ومن بينها حتما الجهات التي تمارس عملية الترويج، حيث يفترض هذا الالتزام أن تباشر الجهة السلطات المخولة لها بقصد تحقيق مصلحة العميل وليس تحقيق المصلحة الشخصية أو مصلحة الغير وأن تكف عن كل عمل من شأنه أن يسبب ضررا للعميل⁽³⁾، ويدرء تعارض المصالح ما بين العملاء أنفسهم من جهة وما بينهم ومصالح الجهة المتعاقدة من جهة أخرى⁽⁴⁾، وتوفير معلومات صحيحة وواضحة وعادلة وغير مضللة⁽⁵⁾، كما أوجب المشرع الإماراتي أن تلتزم الجهة المرخصة وجميع العاملين المعتمدين لديها بذل عناية الرجل الحريص⁽⁶⁾.

وبجمع نصوص أهم الالتزامات، فإنه يمكن القول أنها تدور ما بين التزامات إيجابية تستلزم من مروج صناديق الاستثمار القيام بعمل، وأخرى سلبية بحيث تلزمه بالامتناع عن أعمال معينة، ناهيك عن بعض الالتزامات الإضافية التي تتعلق بالترويج لوحداث الصناديق الأجنبية، ويمكن استعراض هذه المحاور الثلاثة من خلال الفروع التالية

الفرع الأول: الالتزامات الإيجابية

مما سبق الإشارة إليه يتبين وجوب أن يقوم المروج بالحصول على موافقة الهيئة قبل مباشرة أي عملية ترويج للصندوق المحلي أو الأجنبي، وأن يكون ذات الصندوق مرخصا أو مسجلا لدى الهيئة، ويلاحظ أن هذا الالتزام جاء استثناء على القواعد العامة التي وضعها المشرع في الكتيب، والتي أجاز من خلالها للمروج ترويج أي منتج مالي مدرج في سوق أجنبي بشرط إخطار الهيئة بذلك، وتقديم ما يثبت عدم مانعة الجهة الرقابية المثيلة

(1) جمال العثمان، مرجع سابق، ص: 193.

(2) المادة 1 من الفصل الخامس من الكتاب الثاني من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(3) هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، (القاهرة: دار الجامعة الجديدة)، دون طبعة، ص: 71.

(4) رشا محمد تيسير خطاب، التنظيم القانوني لعقد الاستشارات المالية في ضوء قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم 4 لسنة 2000م - دراسة تحليلية بالاستئناس بالقانون الفرنسي، مجلة الحقوق، سبتمبر 2019، عدد 3، جامعة الكويت، ص: 249.

(5) المادة 1 من الفصل الخامس من الباب الثاني من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(6) المادة 6 من الفصل الرابع من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

على الترويج⁽¹⁾. وقد أحسن المشرع الإماراتي في هذه الاستثناء إذ نرى أن مجرد الاكتفاء بإخطار الهيئة دون استلزام موافقتها يقلل من الضمانات الخاصة بالمستثمر، لا سيما وأن الأمر يتعلق بصندوق أجنبي مطروح بالخارج. لذلك كان المشرع موقفاً حينما استلزم بداية أن يكون ذلك الصندوق مرخصاً في الدولة مما يعني خضوعه لكافة الضوابط المتعلقة بتأسيس وتسجيل الصندوق، ثم أتبع ذلك موافقة الهيئة على عملية الترويج ذاتها

كما حرص المشرع أن يلتزم المروج بالمهمة والنشاط المقرر له بأن يقوم بجلب المستثمرين من خلال الدعوة للشراء أو الاكتتاب في منتجات مالية دون مزاولة أي مهام أخرى، بما في ذلك تقديم أي استشارات مالية أو تحليل مالي متعلق بالمنتج المالي محل الترويج ما لم يكن مرخصاً من الهيئة⁽²⁾، وتبرير ذلك أن هذه الأفعال من شأنها التأثير على حياد المروج وخلق حالة من تعارض المصالح لا سيما في مواجهة العميل الذي يتقدم له باستشارة مالية⁽³⁾. ويلاحظ أنه حتى تلك الحالات التي تكون بها الشركة مرخصاً لها من الهيئة بأكثر من نشاط، فإن المشرع ألزمها بالفصل بين تلك النشاطات من خلال وضع دليل متكامل يبين الضوابط وآلية الفصل مع الأخذ بعين الاعتبار وضع الإجراءات الكفيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية بين الأنشطة المالية، وكذلك الإجراءات الكفيلة للحد من تعارض المصالح، وتحديد حالات التواصل المسموح بها والمعلومات المسموح بمشاركتها بين العاملين في ذات النشاط المالي و/أو في الأنشطة المالية المرخص لها⁽⁴⁾، وعلى مسؤول الامتثال التحقق من عدم استغلال أي موظف للمعلومات الداخلية التي تم الاطلاع عليها خلال حالات التواصل المسموح بها⁽⁵⁾.

كما أن المشرع ألزم المروج بأن يقوم باستعمال وسائل ترويج واضحة وصحيحة وسهلة الفهم من قبل المستثمر ولا تنطوي على معلومات غامضة أو مضللة أو تحتل عدة معانٍ وتجنب أي وسائل غش من شأنها أن تؤثر على المستثمر وقراراته⁽⁶⁾.

كذلك ألزم المشرع المروج بسحب المادة الترويجية فوراً حال العلم بمخالفة مصدرها لأي أحكام تشريعية أو إجراءات أو شروط تنظيمية، أو العلم بإمكانية وقوع أي أضرار على

(1) البند 17 من البند ثانياً من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(2) البندين 1 و2 من البند ثانياً من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(3) أحمد فرح، رشا حطاب، المرجع السابق، ص 23.

(4) المادة 3، الفصل الرابع من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(5) البند 3 من البند ثانياً من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(6) البند 5 من البند ثانياً من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

المستثمرين⁽¹⁾، كما أن الهيئة لها الحق بوقف أي عملية ترويج بناء على مقتضيات المصلحة العامة⁽²⁾. ونرى أن الالتزام بسحب المادة الترويجية، يجب أن يقترن بوجود إلزام المروج بإعلام المستثمر على الفور بهذا الخطر إذا كان المستثمر قد أقدم على الاستثمار بذلك المنتج أو الصندوق الاستثماري، ووضع الآلية التي تمكنه من العدول عن قراره في هذه الحالة دون إلحاق أي ضرر به

فضلا عن الالتزامات أعلاه، فإن المشرع الإماراتي قد وضع التزامات إضافية تتعلق بالترويج لصندوق أجنبي؛ إذ ألزم المروج بـ:

الاحتفاظ بسجل لوحدات الصندوق الأجنبي الموزعة من خلاله⁽³⁾.

التأكد من قيام الصندوق الأجنبي بتوزيع الأرباح على مالكي الوحدات و/أو رد الوحدات لمالكها وفقا للسعر المعلن وبما يتفق مع مستند الطرح للصندوق الأجنبي⁽⁴⁾.

وبرأينا فإن المشرع قد وفق في وضع هذه الالتزامات على المروج فيما يخص الصناديق الأجنبية وبإضافتها إلى قائمة مسؤولياته بحيث لا يرمي حمل المسؤولية عن كاهله بعد قيامه بعملية الترويج أو شراء المستثمر في ذلك الصندوق، بل ينبغي عليه من خلال الالتزامات أعلاه، أن يتحقق من مدى مصداقية ذلك الصندوق الأجنبي مع مستثمريه والتأكد من أنه يقوم بالإفصاح عن المعلومات الصحيحة والدائمة وتوزيع الأرباح وفقا للآلية المتفق عليها في مستند الطرح

الفرع الثاني: الالتزامات السلبية

إن الالتزام بالنزاهة وبذل العناية لا يستلزم دوماً قيام المروج بفعل إيجابي؛ إذ قد يستلزم هذا الامتناع امتناع المروج عن إتيان العديد من الأعمال التي يعد القيام بها مخالفة للنزاهة وبذل العناية، وقد حظر المشرع الإماراتي على المروج أن يكون وكيلاً أو ممثلاً لأحد عملائه في التعامل مع المصدر أو المصدر الأجنبي، كما حظر عليه امتلاك أي

(1) البند 10 من البند ثانياً من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(2) البند 21 من البند ثانياً من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(3) البند 3، رابعاً، المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021. ويجب أن يتضمن ذلك السجل جميع المعلومات الخاصة بمالكي الوحدات، بالنسبة للأفراد الاحتفاظ بأسماء مالكي الوحدات وعناوينهم وأرقام بطاقتهم الشخصية أو جوازات سفرهم، وعدد الوحدات الخاصة بكل فرد، أما بالنسبة للشركات فعليه أن يدون في سجل خاص أسماء الشركات وعنوان المقر الرئيسي وأرقام السجل التجاري، وعدد الوحدات الخاصة بكل شركة.

(4) البند 7، رابعاً، المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021

من المنتجات المالية المروجة نيابة عن العملاء أو استلام أموال منهم بشأن ذلك إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة⁽¹⁾. كما حظر على المروج نشر معلومات مضللة عن المنتج المالي أو المصدر أو السوق المدرجة به، والامتناع عن تقديم أي استشارات مالية أو تحليل مالي مالم يكن مرخصا بذلك من الهيئة⁽²⁾.

ويلاحظ أن المشرع لم يضع تعريفا للمعلومة الصحيحة مكتفيا في نصوصه بتعريف المعلومة الجوهرية وهي "أي معلومة أو حدث أو قرار أو واقعة من شأنها التأثير بشكل مباشر أو غير مباشر على سعر المنتج المالي أو حركة أو حجم تداوله أو على قرار المستثمر"، مع الإشارة إلى بعض الأمثلة عن المعلومات الجوهرية ومنها على سبيل المثال: توزيع الأرباح، تغيير نشاط الشركة أو غرضها، الاستحواذ والاندماج وإعادة الهيكلة، تقرير التصنيف الائتماني. والمعلومة كما عرفها البعض هي بيانات منظمة بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بصياغتها وتفسيرها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية⁽³⁾.

ونعتقد أن المعلومة أيا كان تصنيفها جوهرية أو عادية فإن الأهم منها هو أثرها على قرار المستثمر وما إذا كانت تلك المعلومة أيا كانت طبيعتها هي الدافع الرئيسي والمحرك له لاتخاذ قراره بالاستثمار في الصندوق الاستثماري، ومن هنا تتضح مدى أهمية تصنيف المستثمرين والتعامل معهم على هذا الأساس؛ إذ إن المعلومة التي يراها المستثمر العادي مهمة ومؤثرة بقراره قد لا تكون بذات الأهمية إطلاقا بالنسبة للمستثمر المحترف

وإذا كان المشرع حظر نشر أي معلومات مضللة، فإنه من جهة أخرى حظر على مدير الصندوق الخاص استخدام وسائل الإعلان العامة بكافة أنواعها المسموعة والمرئية والمقروءة⁽⁴⁾. والسؤال المطروح هنا هل الحظر مقصور على مدير الصندوق أم أنه يشمل حتى جهة الترويج؟

مجددا النص غير واضح من ناحية جهة الترويج، ولكن يرى الباحثان من خلال صياغة النص أن إرادة المشرع قد انصرفت على منع الترويج عموما للصندوق الخاص سواء بشكل مباشرة من إدارة الصندوق أو من خلال أي طرف ثالث، وربما مرد ذلك أن الصندوق الخاص بحكم طبيعته لا يطرح إلا للمستثمر المحترف أو الطرف النظير

- (1) البند 4، ثانيا، المادة 6، الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار أعلاه.
- (2) البنود 5 و 6 من البند ثانيا من المادة 6 من الفصل الخامس من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.
- (3) صفوت عبدالسلام، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل عن منظور الاقتصاد الإسلامي، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2005)، ص: 17.
- (4) المادة 31 من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (01 /ر.م) لسنة 2023 بشأن تنظيم صناديق الاستثمار.

المطلب الثالث: الالتزام بمبدأ الملاءمة والمناسبة

معيار الملاءمة والمناسبة من المعايير التي شدد المشرع على ضرورة الاعتداد بها والامتثال بأحكامها قبل تقديم أي خدمة مالية للعميل أو إجراء أي تعامل معه⁽¹⁾، والهدف من ذلك توفير مستوى مناسب من الحماية ينسجم مع معرفة وخبرة العميل والموارد المتاحة له والمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها.

وعلى الرغم من أن معيار الملاءمة والمناسبة يستهدفان التحقق من مدى خبرة العميل ودرابته بالأنشطة المالية، ومخاطرها، وفضلاً أنه يستثنى منهما المستثمر المحترف، إلا أن بينهما عدد من الاختلافات؛ فمعايير الملاءمة تلتزم بتطبيقها الجهة المرخصة حينما تكون بصدد تقديم توصية للعميل أو تقوم بتنفيذ أمر العميل على منتج مالي معقد⁽²⁾، بينما معايير المناسبة يتم تطبيقها حينما كان دور الجهة المرخصة مقتصرًا على التنفيذ فقط - على منتج مالي غير معقد- ودون تقديم توصية للعميل⁽³⁾.

وقياس خبرة العميل يكون من خلال معرفة أنواع الخدمات والأنشطة المالية التي يكون العميل على علم ودراية بها، ومن خلال طبيعة وتكرار معاملات العميل المالية والمستوى التعليمي والمهني، ويضاف إلى ذلك في معايير المناسبة مدى مناسبة المنتجات المالية والأسواق المالية محل التعامل للعميل في ضوء البيانات المستوفاة منه. كما اشترط المشرع إلزام الجهة المرخصة بالتحقق من المركز المالي للعميل وقدرته المالية والتي يتم قياسها من خلال تجميع ودراسة مصادر ومقدار الدخل للعميل ونفقاته، مع الأخذ بعين الاعتبار ممتلكاته واستثماراته ومدى قدرته على تحمل الخسائر والمخاطر والحد الأقصى لها⁽⁴⁾، ويتوجب عليها الامتناع عن تقديم توصية أو تنفيذ على منتج مالي معقد حال تحققها من عدم ملاءمة العميل، وفي حال إصرار العميل على المضي قدماً فإنه ينبغي عليها الحصول على ما يفيد ذلك والاحتفاظ بذلك في سجلاتها، ويتوجب على الجهة المرخصة تحديث بيانات الملاءمة سنوياً والحصول على إقرار من العميل بعدم تغيير بياناته على أن يتم تحديث تلك البيانات بكافة الأحوال كل ثلاثة سنوات⁽⁵⁾.

(1) وأضاف المشرع الإماراتي إليهما استيفاء متطلبات غسل الأموال وتمويل الإرهاب وتصنيف العملاء وإبرام اتفاقية مع العميل، وهي جميعها تندرج ضمن شروط تقديم الخدمة المالية للعميل.

(2) والمنتج المالي المعقد هو المنتج الذي يكون له خصائص وشروط ومخاطر صعبة التقييم وغير مفهومة من قبل المستثمر العادي.

(3) البند أولاً ورابعاً من المادة 8 من الفصل الثاني من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

(4) البنود 3-1 من أولاً من المادة 8 أعلاه.

(5) الفقرة ثالثاً من المادة 8 من الفصل الثاني من الباب الثالث من القرار رقم 13 لسنة 2021.

والسؤال الذي يثار هنا: هل يتوجب على جهة الترويج الالتزام بالمعايير أعلاه عند ترويجها لوحدات الصندوق؟

إن القواعد التي أوردها المشرع في كتيب القواعد قد لا تعطي إجابة قاطعة في هذه الصدد، فمن ناحية - وكما سبق وذكرنا آنفا- فإن تلك القواعد وردت ضمن الأحكام العامة المتعلقة بممارسة الأعمال، وقد نصت المادة 2 من الفصل الأول من الباب الثالث على أن تسري أحكام هذا الباب على كل شخص يزاول نشاطا ماليا أو يقدم خدمة مالية داخل الدولة ما لم يتم استثناءه وفقا لترخيصه من بعض الأحكام أو النصوص؛ ومن ثم فإن هذا الالتزام كأصل عام يطبق على كافة الشركات العاملة في السوق، ولا شك أن الشركات المرخصة بنشاط الترويج تعتبر إحداها وخاضعة لها باعتبار أن الترويج وفقا لتعريفه ما هو إلا نشاط مالي

لكن عند قراءة النصوص الخاصة بمعايير الملاءمة والمناسبة، نجد أنها تتعلق بتقديم توصية للعميل أو تقوم بتنفيذ أمر، فهل نشاط الترويج يدخل ضمن نطاق التوصية أو التنفيذ؟ إن الإجابة الغالبة هي النفي؛ ذلك أن نشاط الترويج يقتصر على جذب المستثمرين من خلال الدعوة للشراء أو الاكتتاب في منتجات مالية والتعريف بالمصدر والمصدر الأجنبي ووسائل التواصل دون مزاولة أية مهام أخرى أو القيام بأي خدمات أو أنشطة مالية ما لم يكن مرخصا بذلك

وقد يرى البعض أن هذا التوجه منطقي؛ إذ إن شركة الترويج يقتصر دورها في هذه المرحلة على تعريف المستثمر بالمنتج والإفصاح عن البيانات ذات العلاقة وليس مطلوباً منها الدخول في تفاصيل أكثر كتلك التي تستلزمها معايير الملاءمة والمناسبة، كما أن الترويج عادة لا يكون موجهاً إلى مستثمر محدد ومستهدف بل يكون الترويج عادة لفئات المستثمرين عموماً مما لا يمكن معه تطبيق تلك المعايير، لكن هذه الحجة يمكن الرد عليه بتساؤل مقابل وهو لماذا أوجب المشرع على المروج تحديد نوع المستثمر وتصنيفه وبيان مخاطر الاستثمار المرتبطة بالمنتجات المالية المراد ترويجها؟

إن مثل هذه الالتزامات قد تستوجب ضمناً على الجهة المروجة دراسة الوضع المالي للمستثمر وتقييم مركزه المالي وعن خبراته في مجال التعامل. في جميع الأحوال فإننا نرى أن موقف المشرع الإماراتي لم يكن واضحاً في هذا الصدد، ويفضل أن يتم إزالة غموض النصوص الضابطة لمثل هذه المسائل بشكل واضح بما يكفل حماية حقوق المستثمر وبما يكفل أيضاً حماية الطرف المروج أو الجهة المرخصة

الخاتمة:

أحاط المشرع الإماراتي نشاط الترويج للأنشطة المالية بما في ذلك صناديق الاستثمار بمجموعة من الضوابط التي كفلت نوعاً مقبولاً من الحماية للمستثمر من خلال تحديد الجهات المخول لها بممارسة هذا النشاط ووضع الضوابط الخاصة بالشكل ورأس المال، وتحديد التزامات المروج المتعلقة بالإفصاح والشفافية، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات

أولاً- نتائج الدراسة:

لم يتضمن قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 1/ر.م لسنة 2023 بشأن تنظيم صناديق الاستثمار أحكاماً خاصة بالترويج وضوابطه؛ ومن ثم يخضع نشاط الترويج للصناديق للأحكام العامة الواردة في قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 13/ر.م لسنة 2021 بشأن كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وآليات توفيق الأوضاع

يجوز ممارسة نشاط الترويج من أي شخص اعتباري مؤسس داخل الدولة أو فرع شركة أجنبية مؤسسة بالدولة وفقاً لقانون الشركات التجارية كما أجاز المشرع استثناء للجهة المرخصة بمزاولة نشاط إدارة استثمارات صناديق الاستثمار أن تتولى عملية الترويج. ويجب أن لا يقل رأس مال جهة الترويج عن 500 ألف درهم

اشترط المشرع وجوب حصول المروج لترخيص من هيئة سوق المال، ولغايات الترخيص يجب استيفاء اشتراطات الأهلية المالية والخبرة والكفاءة والنزاهة والامتنال. وقد كان المشرع موفقاً في هذه الاشتراطات لما فيها ضمانات متعددة تصب في مصلحة المستثمر.

صنف المشرع المستثمرين إلى مستثمر عادي، مستثمر محترف، الطرف النظير، وقصر المشرع ترويج وحدات الصندوق الأجنبي داخل الدولة على الطرح الخاص للمستثمر المحترف أو النظير

لم يشترط المشرع في التشريع الحالي على الصندوق الأجنبي أن يقوم بالتعاقد مع مروج محلي لغايات ترويج الصندوق داخل الدولة، ولم يعرف كذلك الصندوق الأجنبي، بخلاف قرار تنظيم صناديق الاستثمار لعام 2016 الملغى

شدد المشرع على عدم جواز التعامل أو التعاقد مع مصدر أجنبي سبق إنهاء اتفاقية ترويج معه لأسباب تتعلق بإخلاله بالتزاماته أو مخالفته للتشريعات المعمول بها في الدولة، وهذا الشرط حتماً فيه مصلحة وحماية للمستثمر

التزامات المروج تجاه المستثمر تتمحور في ثلاثة مسائل رئيسية: الالتزام بالإعلام والتبصير، والنزاهة وبذل العناية، والملاءمة.

لم توضح النصوص الآلية التي يتم بها تنفيذ الالتزام بالإعلام والتبصير ولم يعرف المقصود بالمعلومة الصحيحة وضوابطها

ثانيا- التوصيات:

نوصي بأن يتم وضع النصوص الخاصة بالترويج للصناديق ضمن قرار تنظيم صناديق الاستثمار منعا لتشتيت النصوص وتفرقتها وللتسهيل على المستثمرين والجهات المرخصة بالوقوف على الضوابط الخاصة بالصناديق

نوصي أن يتم إعادة النظر في الحد الأدنى لرأس المال، ووضع معيار مرتبط بحجم صندوق الاستثمار والشكل القانوني الذي يتخذه وتعدد الصناديق

نوصي بأن يتم استبعاد ترويج الصناديق العالية الخطورة من إطار الترويج أو وضع ضوابط أكثر تشددا بشأنها

نوصي بأن يضع المشرع الإماراتي شرطا على الصندوق الأجنبي للتعاقد مع مروج محلي باعتباره ضمانا إضافية للمستثمر من خلال إيجاد كيان متواجد داخل الدولة يتحمل المسؤولية مباشرة جراء عملية الترويج للصندوق

نوصي بتوفير قواعد بيانات متاحة تظهر الجهات المحظور التعامل معها بشكل مؤقت أو دائم.

نوصي بوضع الضوابط الخاصة بتنفيذ التزام الإعلام والتبصير وإلزام جهات الترويج بإتاحة المعلومات من خلال مواقع إلكترونية موثوقة

نوصي بتضمين نصوص توجب إلزام المروج بإعلام المستثمر على الفور بسحب المادة الترويجية، ووضع الآلية التي تمكنه من العدول عن قراره في هذه الحالة دون إلحاق أي ضرر به

نوصي بوضع ضوابط محددة على المروج فيما إذا كان ملتزما بالتحقق من ملاءمة العميل من عدمه في ظل عدم وضوح النصوص الحالية

قائمة المصادر والمراجع:

أحمد، عبدالفضيل محمد (1991) الإعلان عن المنتجات والخدمات من وجهة القانونية، مكتبة الجلاء الجديدة. الباز، أحمد (2014) الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية. دار الجامعة الجديدة. البربري، صالح أحمد (2001)، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية (الطبعة الأولى). مركز المساندة القانونية.

البهجي، عصام أحمد (2009)، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية (الطبعة الأولى). دار النهضة العربية. البهجي، عصام أحمد (2014)، الالتزام بالشفافية والإفصاح في عقود الاستثمار والاستهلاك والعلاج الطبي (الطبعة الأولى). المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.

حمودة، عبدالعزيز المرسي (2005)، الالتزام قبل التعاقد بالإعلام في عقد البيع. دار النهضة العربية، القاهرة. سرور، طارق أحمد فتحي (1991)، الحماية الجنائية لأسرار الفرد في مواجهة النشر (الطبعة الأولى). دار النهضة. سلامة، رولا نائل (2014)، عقد إدارة الاستثمار "دراسة قانونية". دار الثقافة للنشر والتوزيع.

عبدالسلام، صفوت (2005)، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل عن منظور الاقتصاد الإسلامي. دار النهضة العربية. العثمان، جمال عبدالعزيز (2010)، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة (الطبعة الأولى). دار النهضة العربية.

فضلي، هشام، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة.

كاطم، وضاح جواد (2019)، النظام القانوني لصناديق الاستثمار دراسة مقارنة. دار الجامعة الجديدة.

منتصر، سهير (بدون سنة نشر)، الالتزام بالتبصير، دار النهضة العربية.

هندي، منير إبراهيم (2002)، إدارة الأسواق المالية والمنشآت المالية. منشأة المعارف بالإسكندرية.

الأبحاث:

حطاب، رشا محمد تيسير (2019)، التنظيم القانوني لعقد الاستشارات المالية في ضوء قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم 4 لسنة 2000م - دراسة تحليلية بالاستئناس بالقانون الفرنسي. مجلة الحقوق، جامعة الكويت، العدد 3 لسنة 43. <https://doi.org/10.34120/jol.v43i3.2445>

فرح، أحمد قاسم وحطاب، رشا (2020)، حماية المستثمر في عمليات ترويج المنتجات المالية، مجلة الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، السنة 34، العدد 81.

القوانين والقرارات:

قانون الشركات التجارية لدولة الإمارات العربية المتحدة مرسوم بقانون اتحادي رقم 32 لسنة 2021.

قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 13 /ر.م لسنة 2021 بشأن كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وآليات توفيق الأوضاع.

قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 1/ر.م لسنة 2023 بشأن تنظيم صناديق الاستثمار وتعديلاته.

المواقع الإلكترونية:

موقع هيئة الأوراق المالية والسلع الإلكتروني (www.sca.gov.ae).

Romanized Arabic References: الترجمة الصوتية لمصادر ومراجع اللغة العربية:

- 'ahmadu 'bdālfḍyl muḥamd (1991) al-'i'lānu 'ani al-muntajāti wa-l-khidamit mina al-wujhāt al-qānūniyyati maktabatu al-jalā'i al-jadīdati
- albāzu 'ahmd (2014) al-iltizāmu bi-l-shafāfiya wa-l-'ifṣāhi 'n alma'lūmāti fi bwrṣa al'awraqi almāliyyati dār aljāmi'ati al-jdyda
- albarbariyyu ṣāliḥu 'ahmadu (2001), almumārasāti ghayru almashrū'ati fi bawirṣati al'awraqi almāliyyati (al-ṭab'atu al'aūlā markazu almusānadati alquanwinnayi
- albahajiyu 'iṣāmu 'ahmada (2009), almawsawa'u alquanwinnayi libawirṣati al'awraqi almāliyyati (al-ṭab'atu al'aūlā dāru al-nahḍati al'arabiyyati
- albhjiyyu 'iṣāmu 'ahmd (2014), aliāltizāmu bi-l-shafāfiya wa-l-'ifṣāhi fi 'uqūdi al-astithmāri wa-l-iāstihlāki wa-l-'ilāji al-ṭibbiyyi (al-ṭab'atu al-'āwla almaktabu al-jām'y alḥadīthu al-'iskndrya ḥmwda 'bdāl'zyz al-mursiyyi (2005), aliāltizāmu qabla al-ta'āqudiyyi bi-l-'ilāmi fi 'aqdi albay'i dāru al-nahḍati al'arabiyyati alqāhirati
- surūrin ṭāriqu 'ahmad fathī (1991), alḥimāyata aljanā'iyyati li'asrāri alfardi fi mūājahati al-nashri (al-ṭab'ati al'aūlā dāru al-nahḍati
- salāmatu rwlā nā'il (2014), 'aqdu 'idārati al-astithmāri "دِرَاسَةٌ" qānūniyyatin dāru al-thaqāfati lil-nashri wa-l-tawzī'i
- 'bdālslām ṣfwt (2005), ṣanādīqu al-astithmāri dirāsaton wataḥlilun 'an manzūri al-aqtiṣādi alislāmiyyi dāru al-nahḍati al'arabiyyati
- al-'thmān jamāl 'bdāl'zyz (2010), al-'ifṣāh wa-l-shafāfiya fi alma'lūmāti almuta'alliqati bi-l-'awraqi almāliyyati al-mutadāwalati fi albū'arṣati (al-ṭab'atu al-'āwla dār al-nahḍati al'arabiyyati
- faḍliyyun hishāmūn 'idāratu maḥāfiẓi al-'awraqi al-māliyyati liḥisābi al-ghayri dāru al-jāmi'ati al-jadīdati
- kāzimūn waḍḍāḥūn jawādun (2019), al-nizāmu al-qianwinnuy liṣanāadyiq al-astithmāri dirāsaton muqārinatun dāru al-jāmi'ati al-jadīdati
- muntāṣirun suhayrun (bidūni sanati nashrin aliāltizāmu bi-l-tabṣīri dāru al-nahḍati al'arabiyyati
- hindiyun munīri 'ibrāhīma (2002), 'idārati al-'āswāqi almāliyyati wa-l-manash'āti almāliyyati munshātu alma'arīfi bi-l-'iskandariyyati
- al-'ābhāthu
- ḥaṭṭāb rshā muḥammad taysīrin (2019), al-tanzīmu alqianwinnuy li'aqdi aliāstishāarāat almāliyyati fi ḍaw'i qānūni hay'iati wasūqi al'imārāti lil-'awraqi almāliyyati wa-l-sula'i raqmi 4 lna 2000م – dirāsaton taḥlīlatun bi-l-iāsti'ināsi bi-l-quānawni alfaransiyyi mijallatu alḥuqūqi

jāmi'atu alkū'ayti al'adadu 3 Isna 43. <https://doi.org/10.34120/jol.v43i3.2445>

farahun 'ahmadu qāsimin waḥaṭṭābun rashā (2020), ḥimāyatu almustathmari fi 'amaliyyāti tarwiji almuntajāti almāliyyati mijallatu al-sharī'ati wa-l-qānūni jāmi'atu al'imārāti al-sanatu 34, al'adadu 81.

al-qawānīni wa-l-qarārāti

qānūnu al-sharikāti al-tijāriyyati lidawlati al'imārāti al'arabiyyati almuttaḥidati marsūmun biqānūnin athiāadyi rqmī 32 lasinti 2021.

qarāru ra'isi majlisi 'idāarti alhay'iatī rqm 13 /م.ر. Isna 2021 bisha'ani kutayyibi alqawā'idī alkḥāṣṣi bi-l-'ānshatti almāliyyati wa'ālayāti tawfīqi al'awḍā'i

qarāru majlisi 'idārati alhay'iatī raqmu 1/م.ر. lisanati 2023 bisha'ani tanzīmi ṣanādīqi aliāstithmāri wata'dilith

al-mawāqī'u al-'iliktirūniyyatu

mawqī'u hay'iatī al'awrāqi almāliyyati wa-l-sula'i al'iliktirūniyyi (www.sca.gov.ae).

Legal Protection for the Investor during the Promotion Phase of Investment Funds

Rami Omar Abdellatif⁽¹⁾

Rasha Mohammad Tayser Hattab⁽²⁾

Abstract:

The significance of investment funds for attracting investments and generating returns for both the fund and the investor is undeniable. The promotion of an investment fund plays a critical role in capturing the attention of investors, making this stage particularly sensitive for the investor. This study addresses the legal protections afforded to investors during the promotion phase under the regulations and decisions of the Securities and Commodities Authority in the UAE.

The study focuses on the adequacy of legislative protections for investors during this phase. It examines the regulatory measures established to prevent misleading practices, ensuring that investors are fully informed about the fund's details and associated risks. The research is divided into two main sections: the first explores the regulations concerning the promoting entity and its scope, while the second discusses the obligations of promoters toward investors.

The study concludes that legislators have implemented a range of measures to safeguard investors. These include restricting promotional activities to authorized entities, setting capital, structural requirements, and establishing disclosure and transparency obligations. At the same time, the study recommends incorporating specific provisions tailored to the nature of the fund and its target investors, clearer regulations regarding promoters' obligations and the information shared with investors.

Keywords: Investor Protection, providing insights into and raising awareness, promoter, Promotion

(1) College of Law - University of Sharjah (Sharjah – United Arab Emirates).
U18104201@sharjah.ac.ae

(2) College of Law - University of Sharjah (Sharjah – United Arab Emirates).