



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ميسان
كلية القانون / قسم القانون الخاص

التنظيم القانوني لعملية اصدار سندات التنمية المستدامة (دراسة تحليلية مقارنة)

رسالة تقدمت بها الطالبة:

حوراء محمد جبار الشمري

الى:

مجلس كلية القانون / جامعة ميسان

جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في القانون الخاص

بإشراف:

أ.د. عمر ناطق يحيى

٢٠٢٦ م

١٤٤٧ هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ ﴾

﴿ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ ﴾

صدق الله العلي العظيم
[المجادلة : ١١]



إهداء

أمرى مرحلة الماجستير قد شأرفف على الالفء بالفعل من بعد فعب ومشفقة لوقت طويل، و من قال انا لها نالها واليوم أأفم رسالة الماجستير بكل ما لدي من هممة ونشاط وبداخلي كل فقفير وامفان لكل شخص كان له الفضل في مسيرتي وقدم لي المساعدة ولو باليسر...

(وأفر ففوانا أن الفم لله رب العالمين)

أهفكم هذا الإنفانر وثمره نجأحي الذي لظالما فمفنه، ها أنا اليوم أفمف أول فمراهه بفضل من الله عز وجل، فالفم لله على ما وهبني، وأن فعبنني وبفعلني مباركة أفما كنت.

أهفدي إلى صاحب العصر والزمان، الإمام المهفدي (عجل الله فرجه الشريف)، أرفع هذا العمل الففاضع هففة مرزفة في مسفرة العلم والمعرفة. إليك، يا نور الأمل في ظلام الفجرة، وإلى من بعث في قلوب المؤمنين يقين الفرف بعد الشفة، أسأل الله أن ففعل هذا الففم فالفصاً في سبيل الفق، وأن فبن علينا برؤية يوم ظهوره ليعم العدل والففر في أرفاء الأمراض.

أهفدي هذا الففم إلى من فهم ففعلو فوق كل فب إلى من أناروا لي فرفق العلم وسانفوني ووفروا لي سبيل السعافة والنفاح...

إلى والفي العزفر ففظه الله... الأول وسنفي الفاب في كل فطواف ففافي مصدر ففرفي وسعافتي

إلى أمي الفالفة أفافها الله... الأم الفنون العظفمة تلك الفف سهرف أفا ما فوال من أجلي وعلمفني أن الففاح بالفصرام والعزفمة...

إلى أأفوي وأأفافي، فب الففة والعطاء أهفكم هذا العمل الففاضع.

إلى رفقاء فرببي صففافي وأصفافي... الذين أففوني فافماً بالففة وكانوا موضع الففكاء في كل عفرافي وكانوا لي سندا

وسهلوا علي فرفقي...

إلى فرفلأف و فرفلأف في ففرففة فففة ففسان لكم فالفص أفرامف وامفانف...

شكر وعرنان

ففة البدء أود أن أشكر الله عز وجل على نعمه الدائمة وتوجهه وحمايته لي ومنحي التوفيق لكتابة وإكمال الرسالة . . .

وأود أن أعبر عن خالص شكري وامتناني إلى مشرفي العزيز الأستاذ الدكتور عمر ناطق يحيى حيث منحني من وقته الثمين وأمدني بالدعم والإرشاد وساعدني لإكمال هذه الدراسة فكان متفهماً لظروفي وكريماً في منحني كل ما احتاجه من ثروته العلمية . . .

كما أتوجه بالشكر والعرنان إلى عميد كلية القانون الدكتور حسين ضياء نوري وأساتذتي الأفاضل من الكادر التدريسي في كلية القانون / جامعة ميسان ابتداء من مرحلة البكالوريوس وانتهاء بالمرحلة التحضيرية لدراسة الماجستير على أمتهم العلمية وحرصهم على تقديم الدعم العلمي والمعنوي لجميع الطلبة .
وأقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى موظفي كلية القانون / جامعة ميسان، وبالأخص موظفي مكتبة الكلية الذين لم يخلوا في تقديم المساعدة لي وجميع طلاب العلم .

كما أقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الكرام على تفضلهم بقبول مناقشة رسالة الماجستير هذه .

ولا يسعني في هذا المقام إلا أن أخص بالشكر والتقدير إلى أحد الزملاء ، فكان عوناً وسنداً حقيقياً .

المستخلص

تعد سندات التنمية المستدامة (Sustainable Bonds) أداة تمويلية جديدة وفعّالة، تهدف إلى توجيه رؤوس الأموال لتمويل مشاريع ذات أثر بيئي واجتماعي إيجابي، والمساهمة في تحقيق أهداف التنمية المستدامة العالمية (SDGs) لذلك، بدأت العديد من الدول والمؤسسات الدولية تتبنى أطراً تشريعية وتنظيمية لإصدار هذه السندات.

تتميز سندات التنمية المستدامة بخصوصية جوهرية تميزها عن السندات التقليدية أو الأوراق المالية الأخرى، حيث تظهر هذه الخصوصية في هدف النشاط المتمثل في الالتزام بتخصيص العائدات لتمويل مشاريع مؤهلة في مجالات مثل الطاقة النظيفة، التعليم، الرعاية الصحية، أو البنية التحتية المستدامة فسندات التنمية المستدامة، بوصفها ورقة مالية حديثة، تجمع بين عدة مميزات: العائد المالي، والمسؤولية البيئية والاجتماعية.

و تصدر سندات التنمية المستدامة بناء على مجموع من الشروط واجراءات معينة تنظم اصدارها و تداولها لذا ارتأينا ان نقوم بكتابة هذه الرسالة لبيان اهمية تلك السندات و طرق اصدارها المتمثلة بالاكتتاب العام و الاكتتاب الخاص ، و بيان الاطراف المشاركة في عملية اصدار سندات التنمية المستدامة وأيضا معرفة كيفية ادراج تلك السندات و ايداعها في مركز الايداع ثم بيان الاثار القانونية المترتبة على أطراف عملية اصدار سندات التنمية المستدامة.

و من خلال هذه الدراسة، تبين لنا أن المشرع العراقي، لم يضع إطاراً قانونياً واضحاً لسندات التنمية المستدامة والذي يتناسب مع أهميتها والدور الذي يمكن أن تؤديه في مجال الاستثمار المستدام ، ولم يبين أو يحدد طريقة وآليات إصدار سندات التنمية المستدامة وكيفية إدارتها، وهذا الوضع ترتب عليه أن العراق لا يزال بعيداً لحد الآن عن التعامل بهذه السندات ولم يتم إصدار أي نوع منها في الواقع العملي، في حين قطعت الدول العربية ومنها دول التشريعات المقارنة شوطاً كبيراً في هذا المجال من ناحية التنظيم التشريعي والتعامل بها في الواقع العملي وإصدارها على صعيد التعامل الدولي، إذ تعد مصر و سلطنة عمان من الدول الرائدة في مجال إصدار سندات التنمية المستدامة .

المحتويات

الصفحة	الموضوع
٣-١	المقدمة
٧٢-٤	الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لسندات التنمية المستدامة
٣٨-٥	المبحث الاول: ماهية سندات التنمية المستدامة
١٦-٥	المطلب الاول: مفهوم سندات التنمية المستدامة
١٣-٦	الفرع الاول: تعريف و خصائص سندات التنمية المستدامة
١٦-١٤	الفرع الثاني: تقييم سندات التنمية المستدامة
٣٨-١٧	المطلب الثاني: ذاتية سندات التنمية المستدامة
٢٧-١٨	الفرع الاول: معايير سندات التنمية المستدامة
٣٨-٢٧	الفرع الثاني: تمييز سندات التنمية المستدامة عما يشبهه بها
٧٢-٣٩	المبحث الثاني: اصدار سندات التنمية المستدامة
٥٥-٣٩	المطلب الاول: مستلزمات اصدار سندات التنمية المستدامة
٥٢-٤٠	الفرع الاول: أدراج سندات التنمية المستدامة
٥٥-٥٢	الفرع الثاني: شروط إصدار سندات التنمية المستدامة
٧٢-٥٦	المطلب الثاني: الشكلية في إصدار سندات التنمية المستدامة
٥٩-٥٦	الفرع الأول: إجراءات إصدار سندات التنمية المستدامة
٧٢-٦٠	الفرع الثاني: طرق إصدار سندات التنمية المستدامة
١٢٣-٧٣	الفصل الثاني: الاحكام القانونية لعملية إصدار سندات التنمية المستدامة
٩٢-٧٤	المبحث الأول: أطراف عملية إصدار سندات التنمية المستدامة
٨١-٧٤	المطلب الاول: جماعة حملة السندات
٧٧-٧٥	الفرع الاول: تشكيل جماعة حملة سندات التنمية المستدامة
٨١-٧٧	الفرع الثاني: وكيل حملة سندات التنمية المستدامة
٩٢-٨٢	المطلب الثاني: الأطراف المصدرة و الرقابية في عملية إصدار السندات
٨٧-٨٢	الفرع الاول: الأطراف المصدرة في عملية إصدار السندات
٩٢-٨٨	الفرع الثاني: الأطراف الرقابية في عملية إصدار السندات
١٢٣-٩٣	المبحث الثاني: الاثار القانونية المترتبة على اصدار سندات التنمية المستدامة
١٠٨-٩٣	المطلب الاول: تداول سندات التنمية المستدامة
١٠٠-٩٤	الفرع الاول: أيداع سندات التنمية المستدامة

١٠٨-١٠٠	الفرع الثاني: آلية تداول سندات التنمية المستدامة
١٢٣-١٠٩	المطلب الثاني: حقوق و التزامات اطراف عملية اصدار سندات التنمية المستدامة
١١٦-١٠٩	الفرع الاول: حقوق و التزامات الاطراف الرئيسية في سندات التنمية المستدامة
١٢٣-١١٧	الفرع الثاني: حقوق و التزامات الاطراف المصدرة و الرقابية في سندات التنمية المستدامة
١٢٨-١٢٤	الخاتمة
١٤١-١٢٩	المصادر و المراجع

المقدمة

المقدمة

أولاً: التعريف بموضوع الدراسة

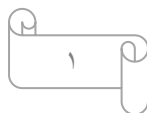
شهد عالم الاستثمار في السنوات الأخيرة تحولاً نحو الاستدامة، حيث باتت الشركات والمؤسسات المالية تبحث عن أدوات تمويلية جديدة تتوافق مع الأهداف البيئية والاجتماعية، ومن بين هذه الأدوات سندات التنمية المستدامة التي تعد من المواضيع الحديثة التي لم تنظم في كثير من التشريعات و التي لم تدخل حيز التشريع و مع ازدياد الحاجة للبحث عن الية مبتكرة لتمويل المشاريع التي تساهم في بناء مستقبل أكثر استدامة لابد من وجود قواعد ناظمة لعملية اصدار سندات التنمية المستدامة.

و سندات التنمية المستدامة، هي نوع من السندات التي تهدف إلى تمويل المشاريع التي تساهم بشكل مباشر في تحقيق أهداف الاستدامة التي وضعتها الامم المتحدة و تعرف بالأهداف العالمية التي تهدف الى القضاء على الفقر و تحقيق التوازن بين الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لضمان استدامة النمو و على الرغم من انها ليست ملزمة قانوناً الا ان الحكومات تضع اطر وطنية لتحقيقها.

و ان هذه السندات تخضع لمعايير قانونية و شفافية يجب الالتزام بها، حيث تلعب دوراً مهماً في زيادة تمويل الاستثمارات التي توفر فوائد بيئية واجتماعية وجذب المستثمرين من القطاع الخاص وتمويل المشاريع وهذا ما يميزها عن الاوراق المالية الاخرى.

وتعتبر عملية إصدار سندات التنمية المستدامة علاقة تعاقدية جماعية تربط بين كيانات متعددة، وبمجرد استيفاء المستلزمات والشروط لإصدار سندات التنمية المستدامة ، تبدأ المرحلة التنفيذية للإصدار، والتي تتطلب اتباع عدة خطوات رئيسية، تهدف إلى جمع الأموال لتمويل مشاريع تساهم في التنمية المستدامة و باعتبار تلك السندات ورقة مالية عادية فيخضع في إدراجها وتداولها للقواعد المنصوص عليها في قانون سوق الأوراق المالية.

ويتم اختيار طرق طرح تتناسب مع طبيعة السندات المتمثلة بطريقتين هي الاكتتاب العام و الاكتتاب الخاص .



و إن نجاح عملية إصدار سندات التنمية المستدامة وتحقيقها لأهدافها المرجوة لا يتوقف فقط على سلامة الإجراءات أو وضوح المعايير، بل يرتكز بشكل أساسي على القواعد القانونية في تحديد الأثر اذ ان عملية الإصدار ترتب آثار على اطراف هذه العملية و تتمثل بالحقوق و الالتزامات.

ثانياً: أهمية موضوع الدراسة و أسباب اختياره

تتجسد أهمية موضوع هذه الدراسة كونه يعالج موضوعاً يتعلق بأبرز التحديات القانونية و المالية في الوقت الحالي ألا وهو تمويل مشاريع التنمية المستدامة، التي أضحت في وقتنا الحاضر تشكل تحدياً واضحاً أمام تحقيق أهداف الدول الاقتصادية والبيئية، وخير دليل على ذلك تزايد الاهتمام على المستوى المحلي و المستوى الدولي في مقابل قلة الدراسات العراقية والعربية في هذا الموضوع بسبب حداثته، كما تكمن أهمية الدراسة في الدور الفعال الذي تلعبه هذه السندات، فبغض النظر عن كونها أداة لتوجيه رؤوس الأموال نحو المشاريع ذات الأثر التنموي، تبرز أهمية دراستها باعتبارها نوعاً جديداً من الأوراق المالية غير المألوفة سابقاً في سوق الأوراق المالية، لاسيما وأن إطارها القانوني لا يزال يكتنفه الغموض في العديد من التشريعات الوطنية.

ثالثاً: مشكلة الدراسة

تعتبر سندات التنمية المستدامة من المواضيع الحديثة و خلو التشريعات العراقية من التنظيم التشريعي الخاص بسندات التنمية المستدامة مما يثير التساؤل حول مدى كفاية القواعد التقليدية المنظمة لإصدار السندات في ملائمة الطبيعة الخاصة لهذا النوع من الاوراق المالية مما يدعو الحاجة الى دراسة معمقة من جوانب عديدة، و حيث يتفرع من هذه المشكلة الرئيسية مشاكل فرعية وأهمها :

١- إلى أي مدى يمكن تطبيق شروط وإجراءات إصدار السندات التقليدية على سندات التنمية المستدامة دون الإخلال بخصوصيتها؟

٢- هل تكفي قواعد الإفصاح التقليدية لضمان شفافية سندات التنمية المستدامة، أم أن طبيعتها تتطلب إفصاحاً بيئياً واجتماعياً خاصاً؟

٣- ما هو المدى الذي بلغه التشريع العراقي مقارنة بالتشريعات المقارنة في تنظيم و تحديد الاطراف القانونية لعملية إصدار سندات التنمية المستدامة.

٤_ ما حدود الدور القانوني لوكيل حملة السندات في مراقبة التزام الجهة المصدرة بأغراض الاستدامة، وهل يملك سلطات للتدخل عند المخالفة؟

رابعاً: منهجية الدراسة

نعتمد في دراستنا على المنهج التحليلي ، من خلال تحليل النصوص القانونية ذات الصلة بما فيها من قواعد عامة للوصول إلى القواعد القانونية المنظمة للموضوع الدراسة التي تنظم سندات التنمية المستدامة وبيان طبيعة العلاقة بين تلك النصوص وبين قوانين الشركات التجارية وبعض القوانين الأخرى المرتبطة بموضوع دراستنا، و نقارن بين القوانين التي نظمت إصدار سندات التنمية المستدامة في كل من مصر في قانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، مع قانون سلطنة عمان في لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ ، والعراق في القانون المؤقت في اسواق الاوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ مع قوانينهم ذات الصلة بالموضوع .

سادساً: هيكلية الدراسة

من خلال البحث في موضوع التنظيم القانوني لعملية إصدار سندات التنمية المستدامة ارتأينا تقسيمه الى فصلين ، نتناول في الفصل الأول البحث في الاطار المفاهيمي لسندات التنمية المستدامة ، يقسم الى مبحثين حيث نتناول في المبحث الأول منه ماهية سندات التنمية المستدامة، اما المبحث الثاني نبحث في إصدار سندات التنمية المستدامة. اما الفصل الثاني للدراسة فسيتم البحث في الاحكام القانونية لعملية إصدار سندات التنمية المستدامة، وتم تقسيم الفصل الى مبحثين ، نتناول في المبحث الاول أطراف عملية إصدار سندات التنمية المستدامة، اما المبحث الثاني نتناول فيه الاثار القانونية المترتبة على اصدار سندات التنمية المستدامة ، ثم نختم البحث بجملة من الاستنتاجات و المقترحات التي توصلنا اليها من خلال البحث موضوع الدراسة.

الفصل الاول

الاطار المفاهيمي لسندات

التنمية المستدامة

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لسندات التنمية المستدامة

تمهيد و تقسيم

تعد سندات التنمية المستدامة من أهم وسائل التمويل المالي التي أوجدتها ضرورة التعامل التجاري ، كأداة استثمارية تهدف إلى تمويل المشروعات التي تجمع بين الأبعاد البيئية و الاجتماعية و التي عن طريقها تستطيع الحكومات و الشركات الحصول على رأس المال اللازم لتمويل و تطوير المشروعات و المنافسة ، في ظل التحديات العالمية المتزايدة مثل تغيير المناخ وندرة الموارد .

أن سندات التنمية المستدامة تعد امتداد لجهود الأمم المتحدة لتحقيق أهداف التنمية المستدامة ٢٠٣٠ ، و التي تشمل القضاء على الفقر ، و ضمان التعليم الجيد ، و الطاقة النظيفة ، وغيرها من الأهداف التي تتطلب تمويلا ضخما و مستداما ، حيث توجه عائداتها إلى مبادرات مثل تحسين البنية التحتية و القضايا الاجتماعية و على عكس السندات الخضراء التي تركز على الجانب البيئي فقط أو السندات الاجتماعية التي تستهدف القضايا الإنسانية .

أن نجاح سندات التنمية المستدامة يرتبط بضوابط محددة ، كالشفافية في الإفصاح عن استخدام العائدات، و وضوح المعايير البيئية و الاجتماعية ، و تقييم الأثر المحقق ، وهذا ما تؤكد مبادئ الرابطة الدولية لسوق رأس المال (ICMA) و التي تشدد على ضرورة توافق السندات مع أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة ، و أن عملية إصدار سندات التنمية المستدامة تتم من خلال مراحل ، و قد عنيت القوانين بوضع شروط وإجراءات معينة يجب على الشركات مراعاتها عند إصدارها للسندات، وتختلف هذه الشروط والإجراءات من تشريع إلى آخر ، وذلك حسب الظروف الاقتصادية والاجتماعية.

و إن الطبيعة الخاصة لهذه السندات، تتطلب التزاماً بالإفصاح عن كيفية استخدام الحصيلة وقياس الأثر، تجعل عملية إصدارها تخضع ليس فقط لقوانين الأوراق المالية التقليدية، بل أيضاً لمعايير الحوكمة البيئية والاجتماعية الدولية عليه نقسم هذا الفصل إلى مبحثين ، نتناول في المبحث الأول ماهية سندات التنمية المستدامة ، أما المبحث الثاني نتكلم فيه عن إصدار سندات التنمية المستدامة .

المبحث الأول

ماهية سندات التنمية المستدامة

تعد سندات التنمية المستدامة ورقة مالية متطورة ، تتميز بقدرتها على جمع الأموال اللازمة للتنمية الاقتصادية و تعد إحدى أهم أدوات تمويل المشروعات البيئية و الاجتماعية ودعم الانتقال إلى الاقتصاد المستدام.

وفي ظل التحديات المتزايدة التي تواجه العالم، مثل تغير المناخ، والفقر، وعدم المساواة، تبرز الحاجة الملحة إلى تطوير نماذج تمويلية تواكب متطلبات التنمية المستدامة فهي توفر فرصا للمستثمرين للاستثمار في مشاريع تسهم في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والبيئية في نفس الوقت وبالتالي، تلعب سندات التنمية المستدامة دورا حيويا في تحفيز التنمية المستدامة.

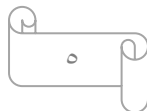
وعليه يلزمنا توضيح ماهية سندات التنمية المستدامة من حيث التعريف و الخصائص لإظهار الفرق بينها وبين الأوراق المالية الأخرى بعد بيان المعايير التي تقوم عليها، لذا يتم تقسيم هذا المبحث الى مطلبين نتناول في المطلب الأول مفهوم سندات التنمية المستدامة ، أما المطلب الثاني نوضح فيه ذاتية سندات التنمية المستدامة .

المطلب الأول

مفهوم سندات التنمية المستدامة

تعد سندات التنمية المستدامة موضوعاً في غاية الأهمية ظهر في الواقع التجاري الذي يتسم بالتجديد والتطوير المستمرين ومع تزايد الوعي بأهمية التنمية المستدامة و التغيير المناخي ، ازداد الاهتمام بسندات التنمية المستدامة كأداة لتمويل المشاريع المستدامة .

ومن خلال هذا المطلب نوضح تعريف سندات التنمية المستدامة وبيان أهمية هذه السندات في السياقات الاقتصادية والاجتماعية، وكيف تلعب دوراً محورياً في توجيه الاستثمارات نحو القطاعات التي تحتاج إلى دعم لتحقيق التوازن والاستدامة. وعليه نقسم هذا المطلب إلى فرعين ، نتناول في الفرع الأول تعريف و خصائص سندات التنمية المستدامة ، بينما نتناول في الفرع الثاني تقييم سندات التنمية المستدامة .



الفرع الأول

تعريف سندات التنمية المستدامة و بيان خصائصها

تعتبر سندات التنمية المستدامة أداة مالية تهدف إلى تمويل المشاريع التي تدعم أهداف التنمية المستدامة وتحقيق تأثير اجتماعي وبيئي إيجابي، و تتمتع تلك السندات بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن أدوات الدين التقليدية، مما يسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد مالية مع المساهمة في تحقيق التنمية المستدامة.

أولاً : تعريف سندات التنمية المستدامة

إن الاهتمام بتطوير الأدوات المالية المستدامة، وعلى رأسها السندات، أسهم بشكل كبير في تعزيز الأنشطة الاقتصادية المستدامة، مما أدى لظهور سندات التنمية المستدامة.⁽¹⁾ قبل البدء في تعريف سندات التنمية المستدامة لا بد من تعريف السندات بصورة عامة ، للوقوف على معنى سندات التنمية المستدامة أن المشرع المصري ، لم يعرف السندات لا في قانون سوق رأس المال ولا في قانون الشركات ، لكن أجاز قانون الشركات للشركة إصدار سندات اسمية وتكون هذه السندات قابلة للتداول ولا يجوز إصدار هذه السندات إلا بقرار من الجمعية العامة⁽²⁾. يتبين أن المشرع المصري لم يقدم تعريفاً صريحاً للسندات ، إلا أنه أقر بإمكانية إصدارها ووضع ضوابط محددة لذلك وهذا يعكس توجهاً تشريعياً يهدف إلى تنظيم الممارسات المالية دون تقييد الشركات بتعريفات جامدة قد لا تتناسب مع التطورات الاقتصادية.

أما المشرع العماني ، عرف السندات أنها ” أوراق مالية، متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة من قبل الجهة المصدرة على شكل وثيقة دين أو التزام، تتعهد من خلالها الجهة المصدرة بسداد قيمة السند عند الإطفاء (إن وجد) وبعائد دوري لحاملها طوال مدة الإصدار “⁽³⁾.

(1) Velloso and D. E. Perrotti, “Sustainable bond issuances in international markets. Characteristics , trends and greenium in Latin America and the Caribbean” , Studies and Perspectives series–ECLAC Office in Washington , (5) , Santiago , Economic Commission for Latin America and The Caribbean (ECLAC) , 2023,p13.

(2) المادة (٤٩) من قانون الشركات التجارية المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ .

(3) المادة (١) من لائحة تنظيم السندات والصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ .

نلاحظ أن المشرع العماني وضع تعريفا مرنا يستوعب اغلب أنواع السندات، كما يتسم بالوضوح في تحديد الأطراف (الجهة المصدرة و حامل السند) و يشدد التعريف على المدة المحددة، مما يوضح أن العلاقة بين المستثمر والجهة المصدرة ليست دائمة، بل مرتبطة بتوقيات معينة، كما اعتبر السندات كوثيقة دين مما يلزم الجهة المصدرة بسداد قيمة السند وعوائدها، مما يمنح المستثمر الحماية ضد المخاطر المحتملة، ويتبين أيضا أن السندات قد تكون أقل مخاطرة مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى، مثل الأسهم ومع ذلك تبقى هناك مخاطر تتعلق بالائتمان ألا انه لا يخلو من النقد فلم يوضح التعريف ما اذا كان السند يجب أن يكون اسما أو لحامله.

أما المشرع العراقي فقد عرف السندات " هي اسهم تجارية ذات قيمة مالية من ضمنها اسهم الشركات المساهمة أو الأموال المشتركة ، الحكومية أو التي تصدرها الشركات حقوق بيع السندات، شركات محدودة أو أية أشكال استثمارية أخرى ."^(١)

وفي اعتقادنا أن تعريف المشرع العراقي في قانون سوق الأوراق المالية خلط بين السهم والسند ولم يفرق بينهما بالرغم أن قانون الشركات قد ميز بينهما ، وقد عد الشركة المحدودة من ضمن الشركات التي يسمح لها بإصدار السند بينما حصرها قانون الشركات بالمساهمة فقط^(٢) ، ويعود السبب إلى أن القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية كتب باللغة الإنكليزية ، وعندما ترجم إلى اللغة العربية ، كانت الترجمة غير دقيقة حيث ترجم مصطلح (securities) إلى السند علما أن هذا المصطلح يعني الأوراق المالية وليس السند وهذا اثر بدوره على صياغة المادة .

أما بالنسبة للفقهاء فقد عرف السند بأنه " صك متساوي القيمة قابل للتداول تصدره الشركات و المؤسسات عن طريق الاكتتاب العام فهو عبارة عن قرض طويل الأجل ، يعطي لصاحبه الحق في الفائدة المتفق عليها ، بالإضافة لحق استرداد قيمته عند حلول الأجل"^(٣) .

ويلاحظ هذا التعريف ذكر أن السند صك دين على المصدر وليس حصة ملكية كما في السهم وبهذا فرق بين السند و السهم وأوضح الجهة التي تقوم بإصدار السند اما الشركات او المؤسسات و ذكر خصائص للسند من حيث التداول و الفائدة و الاسترداد.

(١) (فقرة ١٥) من القسم الأول من قانون سوق الأوراق المالية المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

(٢) ينظر المادة (٧٧) من قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

(٣) أ.د. سميحة مصطفى القليوبي ، الشركات التجارية ، ط ٥ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠١١ ، ص ٧٩١ .

و يمكننا ان نعرف السندات هي ورقة مالية تصدرها الشركات أو الحكومات لجمع الأموال من المستثمرين، و يلتزم المصدر بدفع فوائد دورية محددة مسبقاً لحامل السند، في تاريخ الاستحقاق. أما فيما يتعلق بتعريف التنمية المستدامة فإن المشرع المصري لم يعرف التنمية المستدامة في قانون البيئة رقم (٤) لسنة ١٩٩٤، لكن هنالك بعض الإشارات للتنمية المستدامة في تعديلات القانون الذي سبق ذكره في عامي ٢٠٠٦ و ٢٠١٥، وقد تناول تعديل ٢٠٠٦ بالقانون رقم ٩ لسنة ٢٠٠٩، حيث تم إضافة فقرة إلى المادة (٤٨) من القانون المذكور " مؤداها الإدارة المتكاملة للمناطق الساحلية بما يكفل إدارة مواردها لتحقيق التنمية المستدامة." ، أما تعديل ٢٠١٥ فقد أشار بقانون ١٠٥ لسنة ٢٠١٥ الى التنمية المستدامة ، حيث نص على أن " صندوق حماية البيئة تهدف إلى تمويل الأنشطة والدراسات والمشروعات البيئية لدعم جهود الدولة في مجال حماية البيئة والثروات الطبيعية لتحقيق التنمية المستدامة"^(١) .

يتضح لنا بشكل عام، صندوق حماية البيئة يمثل خطوة إيجابية نحو دعم جهود الدولة في حماية البيئة وتحقيق التنمية المستدامة ، لان الربط المباشر بين تمويل الأنشطة البيئية والتنمية المستدامة يدل على الوعي بأهمية التكامل بين البيئة والنمو الاقتصادي والاجتماعي ، كما أوجب أن تسعى الأنشطة المدعومة من الصندوق إلى تحسين جودة الحياة بشكل متوازن مع الحفاظ على الموارد الطبيعية. أما بالنسبة للمشرع العماني ، فقد عرفت التنمية المستدامة أنها " ربط الاعتبارات البيئية بسياسة التخطيط والتنمية بما يحقق احتياجات وتطلعات الحاضر دون إخلال بالقدرة على تحقيق احتياجات و متطلبات المستقبل " ^(٢)

نلاحظ أن تعريف المشرع العماني ، يعكس مفهوماً شاملاً لأنه يتناول جوانب متعددة بيئية و اقتصادية، و اجتماعية مما يعطي فهماً عميقاً للتنمية المستدامة ألا انه يركز على البعد البيئي اذ يميل إلى الربط بين الاعتبارات البيئية وسياسات التخطيط والتنمية ، بالإضافة إلى عدم مساس الثروات الوطنية وجعلها للأجيال المستقبلية .

(١) محمد عبد اللطيف ، قانون التنمية المستدامة ، ط١، دار النهضة العربية للنشر ، القاهرة، ٢٠٢١، ص ٣٣.

(٢) المادة (١) من قانون حماية البيئة ومكافحة التلوث رقم (٧٠٧)، لسنة ٢٠٠١ المعدل.

أما بالنسبة للمشرع العراقي عرف التنمية المستدامة " هي التنمية الاقتصادية و الاجتماعية التي تلبى احتياجات الجيل الحاضر دون التأثير على احتياجات الأجيال القادمة بالمحافظة على الأنظمة البيئية و الاستخدام الرشيد للموارد الطبيعية" (١)

هذا التعريف يشير إلى الحاجة لتحقيق توازن بين الأبعاد الاقتصادية والبيئية والاجتماعية للتنمية، حيث يجب أن يتم النمو الاقتصادي بشكل مستدام وعادل ويُحافظ على البيئة والموارد الطبيعية و يهدف هذا التعريف إلى تعزيز المفهوم الشامل للتنمية المستدامة الذي يؤمن بأهمية حفظ البيئة وتحسين مستوى حياة البشر وضمان استدامة هذا التقدم على المدى الطويل، و يتضح لنا تعريف المشرع العراقي و العماني ، قريب جدا من بعض مع اختلاف المصطلحات.

و قد عرف البعض التنمية المستدامة ، أنها " عدم إلحاق الضرر بالطاقة الإنتاجية للأجيال القادمة" (٢). يتضح من تعريف التنمية المستدامة انه يعكس جوهر الفلسفة المستدامة التي تسعى للحفاظ على الموارد للأجيال القادمة، ومع ذلك، يتطلب تحقيق هذا الهدف تعاوننا فعلا بين مختلف القطاعات والمجتمعات لضمان الاستخدام الأمثل للموارد.

أما على المستوى الدولي عرف البنك الدولي التنمية المستدامة ، بأنها " تلك العملية التي تهتم بتحقيق التكافؤ المتصل الذي يضمن إتاحة الفرص التنموية الحالية للأجيال القادمة، وذلك بضمان ثبات رأس المال الشامل، أو زيادته المستمرة عبر الزمن، إذ أن رأس المال الشامل يتضمن رأس مال صناعيا (معدات وطرق) ، وبشريا (معرفة ومهارات) ، واجتماعيا (علاقات ومؤسسات) ، وبيئيا(غابات ومرجانيات)" (٣)

يتضح لنا أن التنمية المستدامة كما يحددها البنك الدولي ، تمثل نهجاً شاملاً ومتوازناً، يسعى إلى تحقيق تناسق بين الأبعاد الاقتصادية والاجتماعية والبيئية، مما يضمن التنمية للأجيال الحالية والمستقبلية ، كما يشير التعريف إلى أهمية رأس المال الشامل، مما يعني أن التنمية المستدامة لا تقتصر على النمو

(١) المادة (٢) من قانون حماية وتحسين البيئة العراقي رقم (٢٧) لسنة ٢٠٠٩.

(٢) اماغي يوسف د. حسين عمروش ،التنمية المستدامة في إطار البنك الدولي، مجلة الدراسات القانونية، جامعة يحيى فارس بالمادية مجلد ٨ عدد ١١، ٢٠٢٢ ص ٧٧٢.

(٣) زينب صالح ، "التنمية المطردة و الحفاظ على البيئة من المنظور العالمي و المصري"، المجلة المصرية للتنمية و التخطيط، المجلد ١٢ العدد ٢، ٢٠٠٤، ص ٩٧.

الاقتصادي، بل تشمل أيضاً الحفاظ على رأس المال البشري والاجتماعي والبيئي، هذا المفهوم يعزز فكرة أن التنمية يجب أن تكون متوازنة وشاملة.

كما عرفت التنمية المستدامة ، حسب تقرير بورتلاند الذي أصدرته اللجنة الدولية للبيئة و التنمية أنها ” التنمية التي تلبي احتياجات الحاضر^(١) دون أن يعرض للخطر قدرة الأجيال التالية على إشباع احتياجاتها“^(٢) .

يتضح من التعريف أن تقرير بورتلاند يقدم رؤية شاملة للتنمية المستدامة، حيث يشدد على التوازن و المساواة بين تلبية احتياجات الحاضر وضمان إمكانية تلبية احتياجات المستقبل، وهذه من اهم مميزات التنمية المستدامة والتي تنادي بها الدول و المؤسسات ويسعون إلى تحقيقها .

يتبين لنا من التعاريف السابقة التي عرفت التنمية المستدامة ، رغم تعددها ، ألا أن جميعها تأخذ بعين الاعتبار الأبعاد الاجتماعية باعتبار الإنسان هدف التنمية ، و البيئية ، إلى جانب الأبعاد الاقتصادية لتحقيق التنمية المستدامة عن طريق حماية البيئة و الحفاظ على حماية حقوق الأجيال من الثروة و بتحقيق المساواة فيما بينهم من حيث تحقيق الحاجيات الأساسية.

ويمكننا أن نعرف التنمية المستدامة ” هي العملية التي يشارك فيها الأشخاص ، مع الهيئات الحكومية، لتوفر للجيل الحاضر احتياجاته الأساسية المشروعة دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على تلبية احتياجاتها، مع التركيز على تحقيق التوازن بين الأبعاد الاقتصادية والاجتماعية والبيئية “

بعد أن تعرفنا على كل من مفهوم السند و التنمية المستدامة لابد من التطرق الى تعريف سندات التنمية المستدامة .

بالنسبة للمشرع المصري عرف سندات التنمية المستدامة ، ” احد أنواع السندات المخصصة لتمويل أهداف التنمية المستدامة فقط ، و تستخدم حصيلتها في تمويل المشروعات الخضراء و مشروعات التنمية الاجتماعية التي تهدف إلى تحقيق الاستدامة من خلال الأهداف التنموية المراعية للأبعاد البيئية و الاجتماعية.“^(٣)

(١) مدحت ابو النصر واخرون ، التنمية المستدامة، ط١ ، المجموعة العربية للتدريب و النشر، القاهرة، ٢٠١٧، ص٨١.

(٢) محمد فرحان فليح واخرون ، التدقيق الاجتماعي و البيئي في ظل التنمية المستدامة ، ط١، المركز الديمقراطي العربي للنشر، برلين، ٢٠٢٢، ص٣٨.

(٣) المادة (٣٥ مكرر ٤) من قرار مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض احكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ .

يتبين لنا أن المشرع المصري عرف سندات التنمية المستدامة بأنها سندات من نوع خاص ، ويربطها بأهداف التنمية المستدامة ، مما يعكس التوجه العالمي نحو الاستثمار المستدام ، ألا أن يعاب على هذا التعريف انه لم يوضح بقيه المعايير لتحديد المشاريع التي تعتبر مؤهلة للتمويل بسندات التنمية المستدامة.

أما المشرع العماني اطلق على سندات التنمية المستدامة ، تسمية السندات المستدامة وعرفها،" السندات التي يستخدم عائدها بصورة حصرية لتمويل أي أنشطة أو تعاملات في مشاريع ذات علاقة بالأهداف المعلن عنها من قبل الأمم المتحدة للتنمية المستدامة"^(١)

التعريف العماني للسندات المستدامة يمثل خطوة مهمة في مجال التمويل المستدام ، لأنه يربط بين سندات التنمية المستدامة و الأهداف العالمية المعلنه من قبل الأمم المتحدة للتنمية المستدامة ، ونحن نتفق مع تعريف المشرع العماني ، لأنه الأكثر شمولاً.

أما المشرع العراقي فلم يعرف سندات التنمية المستدامة ، لأنه لا يوجد تنظيم خاص لها ، لكن هذا لا يعني انه يجهل التنمية المستدامة أو أغفلها خاصة وانها متعلقة بالتطورات الحاصلة على المستوى الدولي ، لذلك أشار إلى هذه السندات في المادة (٣) من نظام صندوق العراق للتنمية رقم ٣ لسنة ٢٠٢٣ و التي نصت أن " يمارس الصندوق المهمات الآتية : الاستثمار في المشروعات التي تعالج الأزمات الاقتصادية والبيئية و الاجتماعية ٣_ و الحصول على التسهيلات الائتمانية وإصدار السندات وصكوك التمويل وغيرها من الأدوات المالية "^(٢)

أما على مستوى الفقه لم نجد تعريف لسندات التنمية المستدامة على مستوى الفقه العربي أو الأجنبي ، بسبب حداثة الموضوع ، اذ ظهر استجابة للتحديات البيئية و الاجتماعية . أما على المستوى الدولي قد عرفت الرابطة الدولية لسوق رأس المال(ICMA) ، سندات التنمية المستدامة ، أنها " نوع من أنواع السندات التي يتم استخدام عائدات طرحها، أو أي مبلغ يعادلها حصرياً لتمويل أو إعادة تمويل مزيج كل من المشاريع الخضراء و الاجتماعية "^(٣)

(١) المادة (١) من لائحة تنظيم السندات والصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ .

(٢) الوقائع العراقية، العدد (٤٧٣١) تاريخ النشر ٧_٨_٢٠٢٣.

(٣) مبادئ سندات الاستدامة (SBG) المنشورة في قسم التمويل المستدام على موقع الجمعية الدولية لأسواق رأس المال في النسخة الرسمية من هذه الوثيقة متاحة على الرابط <https://www.icmagroup.org> تاريخ الزيارة ١٩/١٢/٢٠٢٤ ساعة ١٢:٠٠.

يوضح هذا التعريف بان سندات التنمية المستدامة نوع من أنواع السندات، التي تعد أداة مالية تقليدية، لكن ما يميز سندات التنمية المستدامة عن السندات الأخرى هو استخدام عائدات الطرح الخاصة وقد استخدم التعريف عبارة مشاريع خضراء علما أن هناك سندات خضراء و هذا نوع من السندات المستدامة و يوجد فرق بين الاثنين وكذلك للمشاريع الاجتماعية توجد سندات اجتماعية كذلك تهدف الى تحقيق التنمية المستدامة لكن يوجد اختلاف .

وبعد الاطلاع على التعريفات والإشارات السابقة ينبغي علينا أن نعرف سندات التنمية المستدامة ، أنها " أوراق مالية تصدرها جهة معينة بهدف تمويل مشاريع تتسم بالأثر الإيجابي على البيئة والمجتمع، مع الالتزام القانوني من الجهة المصدرة بتخصيص عائد الإصدار لهذه المشروعات، وإجراء الإفصاح الدوري وقياس الأثر وفق أطر ومعايير وطنية ودولية معتمدة "

ثانيا: خصائص سندات التنمية المستدامة

أن لسندات التنمية المستدامة خصائص عديدة وهي كالآتي :

١_ أن سندات التنمية المستدامة تكون متساوية القيمة من ذات الإصدار ، ويتمتع حاملو السندات بحقوق متساوية وهذا يمكن الشركة من إصدار السندات على دفعات مالم يتم الاتفاق على خلاف ذلك.^(١)

٢_ يستخدم عوائد تلك السندات في تمويل المشروعات التي تحافظ على البيئة، وتعزز التنمية الاجتماعية، فهي تساهم في تحسين مستوى الحياة للأفراد بشكل عام، و تعمل على أحداث تغيير إيجابي في المجتمعات المستفيدة^(٢).

٣_ تصدر سندات التنمية المستدامة من الشركات الخاصة أو الحكومات و يترتب على الشركة المصدرة دفع مستحقات (اصل الدين + فوائد دورية) لصاحب السند^(٣) و أن حامل السند في سندات التنمية

(١) د. مصطفى كمال طه، القانون التجاري، الجزء الأول، الطبعة الثانية ، بلا دار نشر، ١٩٥٦ ، ص٢٢٢ .
(٢) اميره طلبة، السندات الخضراء و الاجتماعية وسندات الاستدامة كأدوات لتمويل التنمية المستدامة ، مجلة العلوم الانسانية و الاجتماعية ، العدد الثاني ، ٢٠٢٣ ، ص١٤٨ .
(٣) عبير مزغيش ، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات و العوائق ، مجلة الحقوق و الحريات ، كلية الحقوق و العلوم السياسية ، جامعة. محمد خضير ، العدد الثالث ، ٢٠١٦ ، ص٢١٤ .

المستدامة له حق أولوية في استيفاء قيمة السند مع الفوائد المستحقة عند التصفية ، باعتبار أن حامل السند يتمتع بضمان عام على أموال الشركة^(١).

٤_ أن سندات التنمية المستدامة ، هي أوراق مالية ،لذلك تكون قابلة للتداول بيعاً و شراء في سوق الأوراق المالية^(٢).

٥- سند التنمية المستدامة يمثل قرضاً على الشركة لصاحبه الذي يعتبر مقرضاً للشركة ضمن عقد قرض جماعي يمثل القيمة الكلية لإصدار السندات^(٣)، التي تطرح للاكتتاب العام^(٤) بالإضافة الى الاكتتاب الخاص^(٥).

ومن جانبنا نرى أن سندات التنمية المستدامة تشترك مع السندات التقليدية في خصائصها المالية الأساسية كالقيمة الاسمية وتاريخ الاستحقاق، إلا أنها تتفوق عليها بإضافة قيد الغرض؛ حيث لا يقتصر الالتزام فيها على سداد الدين، بل يمتد ليشمل توجيه العائدات حصرياً نحو مشاريع تهدف إلى تحقيق التنمية المستدامة وتحسين أوضاع المجتمعات والبيئة.

(١) د . حسين عبده حسين الماحي، الشركات التجارية، الطبعة الثانية ، مطبعة دار أم القرى ، المنصورة ، ١٩٩٢،ص١٩٥.

(٢) محمد مبارك فضيل البصمان، النظام القانوني للصكوك التمويلية وتميزها عن الأسهم والسندات "دراسة في القانون الكويتي والمقارن"، اطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٣،ص٢٨.

(٣) امينة نواصريه ، احكام الاسهم و السندات في شركات المساهمة في التشريع الجزائري ، رسالة ماجستير ، جامعة ٠٨ ماي ١٩٩٥ قالمة، كلية الحقوق و العلوم السياسية، ٢٠١٩ ،ص٤١.

(٤) يقصد بالاكتتاب العام هو طرح الأسهم لدعوة أشخاص غير محدودين وأياً كان عدد هذه الأسهم على أن تكون هذه الدعوة بالطريقة المحددة قانوناً. ينظر : فرياد شكر حسين ، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة ، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية جامعة كركوك العدد ١٨ المجلد ٥، ٢٠١٧، ص١٦٥-١٧٣ .

(٥) يقصد بالاكتتاب الخاص هو قصر الاكتتاب على المؤسسين فقط أو عليهم وعلى غيرهم من الأشخاص محددين ممن لا يتوفر بهم وصف الاكتتاب العام. ينظر : محمد احمد محمود ، رقابة هيئة سوق راس المال على الشركات المساهمة دراسة مقارنة ، ط١ ، المركز القومي للإصدارات القانونية ، القاهرة، ٢٠١٤، ص٢٩٥.

الفرع الثاني

تقييم سندات التنمية المستدامة

تتمتع سندات التنمية المستدامة بأهمية كبيرة تؤثر إيجابيا في المجتمعات بصورة عامة في عدة نواحي لتحقيق التنمية المستدامة كونها بديل اقتصادي التي بدأت في تطبيقه ويمكن تلخيص ذلك فيما يأتي :

١_ يساعد العائد من سندات التنمية المستدامة في زيادة رأس المال من أجل المشروعات الاجتماعية والصديقة للبيئة لتحقيق التنمية المستدامة^(١) .

٢_ أن سندات التنمية المستدامة تشكل أهمية كبيرة للاقتصاد الوطني ، لأنها تلبي احتياجات الدولة من خلال تمويل مشاريع البنى التحتية و التنمية وكذلك المشاريع التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة^(٢) .

٣_ أن الاستثمار بسندات التنمية المستدامة يقوم بجذب الشركات أو القطاعات الأخرى التي تركز على التنمية المستدامة وكذلك المستثمرين^(٣) المهتمين بالمعايير البيئية والاجتماعية^(٤) ، لأنها تزيد من الوعي بالبرامج البيئية و الاجتماعية للشركات أو الحكومات ، حيث ثبت أن هذه السندات أداة فاعلة في زيادة الوعي وفتح حوار مع المستثمرين بخصوص المشروعات التي يمكنها التصدي لتحدي تغيرات المناخ البيئية^(٥) .

(١) إيمان فتحي عبده، تأثير طرح السندات الخضراء على مشاركة المستثمرين المصريين في سوق الأوراق المالية الخضراء، المجلة العلمية للدراسات التجارية و البيئية ، مجلد ١٤ ، عدد ١ ، ٢٠٢٣ ، ص ٤٩٢ .

(٢) محمد اسماعيل احمد ،الصكوك الخضراء، مجلة بحوث الشرق الأوسط ،العدد الثامن والخمسون (الجزء الثاني) ، ٢٠٢٠ ، ص ٢٢٠ .

(٣) محمد عمر السعدي واخرون ،التكليف الفقهي للصكوك الخضراء وضوابط اصدارها، مجلة العلوم الإسلامية، المجلد ٥ العدد ٣ ، ٢٠٢٢ ، ص ٨٨ .

(٤) فاطمة عزوز ، دور السندات الخضراء في تحقيق التنمية المستدامة ، رسالة ماجستير، جامعة الشهيد حمه لخضر _الوادي ، الجزائر ، ٢٠٢١ ، ص ٢٤ .

(٥) د. عمر ناطق يحيى ، التنظيم القانوني للتمويل الأخضر لتحقيق التنمية المستدامة ، مجلة دراسات البصرة، ملحق العدد (٤٨)، السنة الثامنة عشرة / حزيران / ٢٠٢٣ ، ص ١٠٧ .

٤_ أن سندات التنمية المستدامة تعد ابتكار مالي في التمويل المستدام يحول رأس المال غير القابل للاستمرار إلى نشاط اقتصادي واستثمارات أكثر استدامة للارتقاء بالطموحات المستدامة للمصدرين والمستثمرين^(١).

٥_ سندات التنمية المستدامة ، تساعد في بناء وعي قومي بشأن الاستدامة المالية للمنظمات المصدرة وتحسين فهم قضايا المناخ و المجتمع ودمجها في معالجة وصنع القرارات المالية^(٢) .

٦_ توفر سندات التنمية المستدامة عوائد للمستثمرين ، فإن الفوائد التي يستحقها صاحب السند تمثل عائد مناسب له ، لأنه يتيح له الفرصة في اختيار احد الجهات سواء مؤسسات حكومية أو شركات ما يتناسب مع قدرات كل شخص واحتياجاته ومتطلباته^(٣).

٧_ تعزيز سمعة المصدرين ، بعد إصدار سندات التنمية المستدامة طريقة لتطوير وتنفيذ استراتيجية استدامة موثوقة للمستثمرين من خلال توضيح كيف ستساهم العائدات التي يتم جمعها من المشاريع البيئية والاجتماعية الملموسة، وبالتالي يمكن أن تساعد هذه السندات في تعزيز سمعة المصدر جنبا إلى جنب مع سياسات التنمية المستدامة الداخلية ، حيث إنها طريقة فعالة للمصدر التزامه تجاه تحسين الاستدامة البيئية والاجتماعية^(٤) .

٨_ تعد سندات التنمية المستدامة إحدى أدوات التمويل المناسبة لمعالجة مشاريع الاستثمار المستدام ، لأن المصادر التقليدية للتمويل أصبحت غير كافية في ضوء احتياجات الاستثمار المستدام ، فهناك حاجة لإدخال وسائل جديدة للتمويل يمكنها الاستفادة من قاعدة أوسع من المستثمرين، بما في ذلك المستثمرين المؤسسيين وتعتبر سندات التنمية المستدامة أداة تمويل جاذبة لعدة أسباب؛ فمن وجهة نظر

(١) أيمن فتحي ، مصدر سابق ، ص ٤٩٣ .

(٢) أمير حاكم هادي ، دور التمويل الأخضر في الحد من التغيرات المناخية تجارب دول مختارة مع إمكانية الاستفادة منها في العراق، رسالة. ماجستير ،جامعة كربلاء ، كلية الإدارة و الاقتصاد ، ٢٠٢٣ ، ص ٦٢ و ص ١٣٢ .

(٣) رميسه مرابطي ، دور السندات الخضراء في تمويل المشاريع المستدامة دراسة حالة السندات الخضراء في الدول العربية، رسالة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف ميلة ، الجزائر ، ٢٠٢١، ص ١٧ .

(٤) وفاء سالم علي السيد، السندات الخضراء الواقع والتحديات والأفاق ، المجلة القانونية (مجلة متخصصة في الدراسات والبحوث القانونية) ، عدد ١ ، ٢٠٢٤ ، ص ٧٤٠ .

المصدرين، توفر سندات التنمية المستدامة قاعدة مستثمرين أكثر استقرارًا ، وتجذب طلبا أعلى من المستثمرين، وبالتالي توفير مزايا للشركة المصدرة وتعتبر الفوائد المرتبطة بإصدارات سندات التنمية المستدامة بمثابة تعويض عن ارتفاع تكاليف الإصدار المرتبطة بها. أما من وجهة نظر المستثمرين، تمثل سندات التنمية المستدامة والتمويل المستدام أدوات يمكنها إعادة توجيه رأس المال نحو قطاعات أكثر استدامة في الاقتصاد وتنوع المحافظ الاستثمارية والاستجابة للتفضيلات والتفويضات المتغيرة من قاعدة المستثمرين^(١) .

٩_ أن سندات التنمية المستدامة تعود بمنافع مباشرة للشركات المصدرة لها، حيث تساهم في تعزيز الأداء البيئي والاجتماعي التي تؤدي إلى خفض التكاليف، مما يعزز هوامش الربح ويمكن للشركة إعادة استثمار هذه الأرباح لتمويل التحسينات الإضافية في مشاريعها، الأمر الذي يساهم في خلق فرص عمل وتحسين كفاءة عمليات الإنتاج ومع اتساع قاعدة المستثمرين المحليين والدوليين في سوق هذه السندات، يُتوقع أن ينعكس ذلك إيجاباً على تسعيرها مقارنة بالسندات التقليدية، شريطة استمرارية الطلب عليها^(٢) .

١٠_ يمكن استخدام سندات التنمية المستدامة كأداة لتمويل وإعادة تمويل المشاريع الخضراء^(٣) والاجتماعية طويلة الأجل التي تهدف إلى تخفيف القيود التمويلية التي تواجهها المصارف في تقديم قروض مستدامة طويلة الأجل، خاصة في الدول التي تعاني فيها المؤسسات المصرفية من قصر آجال التزاماتها ونقص الأدوات المالية لإدارة المخاطر المرتبطة بهذه القروض^(٤) .

(1) Maino ، A. G ، Financing the energy transition: The role, opportunities and challenges of green bonds ، Oxford Institute for Energy Studies ، 2022، p4.

(٢) د. ايمان محمد خيرى ، دور التمويل الأخضر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية المستدامة، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد العاشر العدد الثالث ، ٢٠٢٤، ص٦١٩.

(٣) المشاريع الخضراء هي المشاريع التي تهدف إلى تحقيق التنمية المستدامة وتقليل الأثر البيئي السلبي في الكوكب. ومن أجل تحقيق هذه المشاريع وتطويرها يلزم توفير التمويل المناسب. يعتبر تمويل المشاريع الخضراء جزءاً مهماً من الجهود العالمية لمكافحة تغير المناخ والحفاظ على البيئة. ينظر تمويل المشاريع الخضراء.. أهميته وآلياته ، مجاة رواد الاعمال، متاحة على الرابط <https://www.rowadalaamal>. تاريخ اخر زيارة ١٦_٥_٢٠٢٦ الساعة ١٢:٠٠ص.

(٤) د. محمد محروس سعدوني ، آليات تمويل الاقتصاد الأخضر لتحقيق مستهدفات التنمية بين الواقع والمأمول، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية ، المجلد العاشر، العدد الثاني ، ٢٠٢٤، ص٨١٠.

المطلب الثاني

ذاتية سندات التنمية المستدامة

تحكم سندات التنمية المستدامة عدة معايير ، وهذه المعايير تساعد في تحديد الاستثمارات التي تلي معايير الاستدامة و استخدام الأموال في مشاريع بيئية واجتماعية ، لا بد من معرفتها ، وبما أن سندات التنمية المستدامة تعد احد أنواع الأوراق المالية ، التي تتشابه مع الأوراق المالية الأخرى خاصة السندات التقليدية، لذلك لا بد أن نميزها وعليه نقسم هذا المطلب إلى فرعين نتناول في الفرع الأول معايير سندات التنمية المستدامة ، أما الفرع الثاني نميز سندات التنمية المستدامة عما يشتهر بها .

الفرع الأول

معايير سندات التنمية المستدامة

تتمثل معايير سندات التنمية المستدامة بمجموعة من المبادئ التي تلزم بها الشركة و الجهة المستفيدة، و بعض هذه الأهداف صادرة عن الرابطة الدولية لسوق راس المال في إرشادات سندات الاستدامة لسنة ٢٠٢١ التي تعد إرشادات توجيهية طوعية و تتكون هذا المبادئ من اربع مكونات الأول هي استخدام العائدات في تمويل الأنشطة أو التعاملات المتعلقة بالمشاريع ذات الصلة بأهداف إصدار السندات المستدامة ، أما الثانية تقييم المشروعات واختيارها ،و الثالثة إدارة العائدات بما في ذلك تحويلها في حساب مخصص لذلك و متابعته بصورة دورية ، و الإفصاح عنه حسب الضوابط أو التوجيهات التي تصدرها الهيئة ، أما الرابعة و الأخير هو أعداد التقارير و نشرها حسب المعايير الدولية التي تعتمد عليها الهيئة أو أي جهة حكومية تخضع لها الجهة المصدرة أو المستفيدة ^(١) ، و نتكلم عن هذه المعايير بالتفصيل الاتي :

١_ معيار استخدام العائدات في نوعية المشروع

العنصر الأساسي في عملية إصدار سندات التنمية المستدامة هو استخدام عوائدها لتمويل المشاريع الخضراء و الاجتماعية ، لذلك يجب توصيف هذه المشاريع بشكل مناسب في نشرة الإصدار الخاصة

(١) المادة (٩٧) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ .

بالسند لضمان توفير المشاريع الخضراء و الاجتماعية التي سيتم تمويلها من خلال هذه العائدات فوائد بيئية و اجتماعية واضحة^(١) ، وهي مدرجة بدون أي ترتيب محدد وعلى سبيل المثال لا الحصر^(٢):

أ_ صيانة و حماية البيئة و الموارد البيئية .

ب_ الأمن الغذائي^(٣) و النظم الغذائية المستدامة^(٤) .

ج_ تحسين نوعية حياة المجتمع .

د- تطوير عقارات و أصول الأوقاف.

هـ_ معالجة مسائل اجتماعية محددة أو السعي لتحقيق نتائج اجتماعية أو إيجابية لفئة مستهدفة من السكان .

و_ الوصول إلى الخدمات الأساسية و من بينها التعليم و التدريب المهني و الرعاية الصحية و تمويل الخدمات المالية .

(١) فاطمة بكدي خبازي فاطمة الزهراء، السندات الخضراء كأداة تمويلية للانخراط المبكر في تمويل المشاريع الاستثمارية النظيفة، مجلة الإبداع، المجلد ١٠، العدد ٠١، ٢٠٢٠، ص ٣١٠

(٢) المادة (٩٨) من لائحة تنظيم السندات والصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ . تقابلها المادة (٣٥) مكرر (٥) من قرار مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ في مصر .

(٣) تعددت التعاريف واختلفت في الجزئيات، فهناك من عرف الأمن الغذائي : بأنه مصطلح يشير إلى اقتراب أفراد المجتمع من متطلباتهم الغذائية في الزمن الذي يحتاجونه لنشاطاتهم الإنتاجية والحياتية ، أما منظمة الأغذية والزراعة التابعة للأمم المتحدة فقد عرفت الأمن الغذائي بأنه ضمان حصول كل الأفراد وفي كل الأوقات على كفايتهم من الغذاء الذي يجمع بين النوعية الجيدة والسلامة، لكي يعيشوا حياة نشطة موفرة الصحة، ولا يتأتى ذلك إلا بتوفر إمدادات غذائية مستقرة تكون متاحة مادياً واقتصادياً للجميع ، إلا أن التعريف الأكثر تداولاً هو قدرة المجتمع على توفير احتياجات التغذية الأساسية لأفراد الشعب، وضمان حد أدنى من تلك الاحتياجات بانتظام . ينظر: إبراهيم حربي إبراهيم ، سياسة الأمن الغذائي في العراق التحديات و الحلول ، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم ، العدد (٣٧) ، بغداد ، ٢٠١٦ ، ص ٢٠٢ .

(٤) يعرف النظام الغذائي المستدام هو نوع من النظام الغذائي الذي يوفر غذاءً صحياً للناس ويخلق أنظمة بيئية واقتصادية واجتماعية مستدامة تحيط بالغذاء. انظر الموقع <https://ar.m.wikipedia.org> تاريخ اخر زيارة ٧/٣/٢٠٢٥ الساعة ١١:١١.

يـ تشجيع استخدام الطاقة البديلة^(١) و المتجددة^(٢) .

سـ مشاريع النقل النظيف النقل القائم على استخدام الكهرباء ، وسائل النقل التي لا تعتمد على محركات المشاريع متعددة الوسائط مشاريع البنية التحتية لوسائل النقل النظيف والحد من الانبعاثات الضارة بالإضافة إلى ذلك استخدام النقل المستدام^(٣) .

يؤكد هذا المعيار على ضرورة التخصيص القانوني لعوائد السندات لتمويل أو إعادة تمويل مشروعات ذات منافع بيئية واجتماعية واضحة ومُقاسة ومتوافقة مع أهداف التنمية المستدامة و يفرض هذا التقييد على المصدر التزامًا قانونيًا بالإفصاح الدقيق والشفاف عن استخدام العوائد في نشرة الإصدار للأوراق المالية، مما يعزز من مصداقية السند أمام المستثمرين والسوق.

٢_ معيار تقييم المشروعات و اختيارها

يجب على الشركة المساهمة أو المحدودة أو أي صندوق استثماري^(٤) القيام بأجراء تقييم واختيار مشروعات الاستدامة ، لان كل مشروعات البنك الدولي ومنها المشروعات التي تلقى مساندة من خلال

(١) يقصد بالطاقة البديلة هي الطاقة التي تستخدم كبديل للوقود الأحفوري (مثل النفط والفحم والغاز الطبيعي)، وتشمل مصادر متنوعة سواء كانت متجددة أو غير متجددة، لكنها تُعتبر أقل ضرراً على البيئة مقارنة بالوقود التقليدي. تُستخدم هذه الطاقة لتقليل الاعتماد على الموارد المحدودة وتخفيف الانبعاثات الكربونية . ينظر : ليث محمود خليفة ، الإمكانات المناخية وخيارات الطاقة البديلة في محافظة الأنبار، مجلة كلية المعارف الجامعة ، العدد ٢ ، ٢٠٢١ ، ص ٣٠٣ .

(٢) الطاقة المتجددة هي الطاقة المُستمدّة من الموارد الطبيعية التي لا تنفذ وتتجدد باستمرار، مثل الرياح والمياه والشمس المتوفرة في معظم دول العالم، كما يمكن إنتاجها من حركة الأمواج والمد والجزر أو من طاقة حرارية أرضية وابتكارات أخرى. ينظر : د. مرفت محمد عبد الوهاب، الطاقة المتجددة وإمكانية مواجهة تحديات الطاقة التقليدية وتعزيز دور مصر كسوق جاذبة لتجارة الكربون ، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة - جامعة الأزهر ، العدد السابع ، ٢٠١٧ ، ص ٤٩٣ .

(٣) النقل المستدام هو "شكل من أشكال وسائل النقل يهدف إلى تلبية احتياجات التنقل الحالية للأفراد والمجتمعات دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على تلبية احتياجاتها، مع مراعاة التوازن بين الأبعاد البيئية والاجتماعية والاقتصادية، يتميز بالاستخدام الأمثل للموارد، وتقليل الآثار السلبية على البيئة، وتحسين جودة الحياة " ينظر : سناء ساطع عباس ، النقل المستدام الشكل الحضري ، المجلة العراقية للهندسة المعمارية ، العدد (١) ، ٢٠١٦ ، ١٩١ .

(٤) صناديق الاستثمار هي "وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية وهذا ما لا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي تمثل وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية المستثمرين فهي وجدت خصيص الخدمة فئة معينة من المستثمرين وخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة " ينظر: جهاد بوضياف وآخرون ، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٤ ، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية ، العدد السادس ، بلا سنة نشر ، ص ٢١٨ .

سندات المستدامة بعملية دقيقة للمراجعة والموافقة تشتمل على الفحص المبكر، وتحديد الآثار البيئية أو الاجتماعية المحتملة ، وكيفية إدارتها والحصول على موافقة مجلس المديرين التنفيذيين للبنك، وبعد ذلك يقوم خبراء الشؤون البيئية و الاجتماعية بدراسة المشروعات التي تمت الموافقة عليها لتحديد ما يحقق منها معايير البنك الدولي للتنمية إصدار سندات تنمية مستدامة^(١) ، و كذلك أشار قرار قرار مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال المصري ، رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ في المادة (٣٥ مكرر ٥) ، الى وجوب الإفصاح دوريا لحملة السندات عن الأهداف البيئية و / أو الاجتماعية المستدامة والإجراءات المتبعة في تقييم واختيار المشروعات التي تستهدف التنمية المستدامة وكيفية إدارة المخاطر البيئية والاجتماعية المادية المحتملة والمرتبطة بالمشروعات المستهدفة ، بالإضافة إلى تحديد المعايير التي ستم بها إدارة المخاطر البيئية والاجتماعية المحتملة، واعتماد طريقة لتحديد عوامل تخفيف المخاطر المادية المعروفة للتأثيرات الاجتماعية والبيئية السلبية من المشروعات ذات الصلة، قد تشمل عوامل التخفيف هذه إجراء تحليل المبادلة والمراقبة المطلوبة في الحالات التي تقوم فيها جهة الإصدار بتقييم المخاطر المحتملة على أنها مخاطر ذات مغزى.

نلاحظ ان هذا النص حدد الأمور الواجب اتباعها من قبل الشركة ، والمشرع حدد نوع الشركة ،حيث حصرها بالمساهمة و المحدودة فقط دون الأنواع الأخرى أو أي صندوق استثماري لاختيار المشاريع المستدامة ، حيث من الضرورة إجراء فحص مبكر لتحديد الآثار البيئية والاجتماعية المحتملة، وهو ما يتوافق مع المعايير البيئية والاجتماعية و هذه الخطوة حاسمة لتجنب الآثار السلبية غير المتوقعة، كما يذكر أن المشاريع المعتمدة يجب أن تخضع لمراجعة خبراء البيئة والشؤون الاجتماعية، ثم موافقة مجلس المديرين التنفيذيين وهذه رقابة بحد ذاتها على المشاريع التي سيتم إصدار سندات تنمية مستدامة ، وان هذه الآلية تضمن الشفافية والالتزام بالممارسات الدولية التي أصدرتها الجمعية الدولية لأسواق رأس المال.

٣_ معيار إدارة العائدات

على المصدرين اتخاذ المقترضات اللازمة للتأكد من أن مبلغ سندات التنمية المستدامة المتداولة ، هو مرتبط بشكل دائم مع التمويلات المرصدة للمشاريع الخضراء و الاجتماعية المستوفية للشروط و يضاف صافي عائدات السندات إلى حساب فرعي، او محفظة فرعية تتسم بمستوى عال من الشفافية أو تتبعه بطريقة مناسبة يتم التصديق عليها من قبل جهات إصدار السندات بحسب إجراءات داخلية رسمية

(١) د. محمد محروس سعدوني ، مصدر سابق ، ص ٨٠١.

مرتبطة بعمليات الإقراض والاستثمار للمشاريع المستدامة القابلة للتمويل، ويجب تعديل رصيد صافي العائدات المتعقبة دورياً ، لكي يتطابق مع المبالغ المخصصة للمشاريع المستدامة في تلك الفترة، طالما أن سندات التنمية المستدامة مستحق الأجل ، ويجب على جهات إصدار السندات أن توضح للمستثمرين الطريقة التي سيستثمر بها المبالغ التي لم تخصص بعد للاستثمار في المشاريع المستدامة، كما يفضل استخدام مدقق مالي خارجي للتحقق من طريقة التتبع الداخلي وطريقة تخصيص الأموال من عائدات السندات^(١).

نرى أن معيار الإدارة أي إدارة العائدات من اهم المعايير ، لأن عملية التمويل للمشاريع المستدامة ، تحتاج إلى إدارة واعية و حكيمة لمثل هذه المشاريع ، لما لها من تأثير كبير على المجتمع ، خاصة بعد التطورات التي حصلت في شتى مجالات الحياة بالإضافة الى التغييرات المناخية التي من أجلها أنشأت هذه المشاريع .

٤- معيار أعداد التقارير عن المشاريع و الشركات

يجب على الجهات المصدرة أن توفر وتحفظ بمعلومات محدثة حول استخدام العائدات ليتم تجديدها سنوياً حتى التخصيص الكامل، وعند الضرورة بعد ذلك في حالة حدوث تطورات جوهرية ، وينبغي أن يتضمن ذلك قائمة بالمشاريع التي تم تخصيص عائدات سندات التنمية المستدامة لها، بالإضافة إلى وصف موجز للمشاريع والمبالغ المخصصة وتأثيرها المتوقع ، ويتابع مصدر السندات تنفيذ المشروعات المستدامة، والالتزام بالإفصاح عن أي تعديلات تطرأ على المشروعات الممولة سابقاً و الإفصاح عنها، على أن تتضمن تلك التقارير الإفصاح عن المشروعات التي تم تمويلها، فضلاً عن وصف موجز للمشروعات والمبالغ المخصصة لها وأثرها المتوقع اي أن يتوجب على الجهات المصدرة أن تجعل المعلومات المتعلقة باستخدام العائدات متاحة للعموم^(٢)، على أن يتم إصدار تقرير سنوي من مصدر سندات التنمية المستدامة للتأكيد على استخدام خطوات وإجراءات تمويل المشروعات الصادر بشأنها سندات التنمية المستدامة مرفقا بها تقرير من مراقب الحسابات ، و إعداد الخبراء والمؤسسات الاستشارية المستقلة تقارير دراسة لتقييم واختيار المشروعات الصديقة للبيئة و المجتمع

(١) د. حسين عبد القادر ، السندات الخضراء كأداة لتمويل و دعم عملية الانتقال إلى الاقتصاد الأخضر ضمن مسار تحقيق التنمية المستدامة ، مجلة المالية و الأسواق، مجلد (٤)، عدد (٨)، الجزائر ، سنة ٢٠١٨ ، ص٢٧٢.

(٢) رميسه مرابطي ، مصدر سابق ، ص١٢

وتحديد مدى توافق المشروعات الممولة بحصيلة سندات التنمية المستدامة فضلا عن وصف موجز للمشاريع والمبالغ المخصصة المتوقع، بالإضافة إلى توضيح الفوائد البيئية و الاجتماعية^(١).

وقد صدر الدليل الاسترشادي في مصر حيث يسهم الدليل في إرشاد الشركات المقيدة إلى تقديم تقارير استدامة دورية توضح فيها أداءها وممارساتها المتعلقة بحماية البيئة و المسؤولية الاجتماعية و الحوكمة ESG ، إذ أن تقارير الاستدامة تعد من أهم العناصر المؤثرة على القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمرون من المؤسسات والأفراد ، كما تعتمد البورصة المصرية في مراجعتها الدورية لمؤشر المسؤولية الاجتماعية على الإفصاحات الواردة بتلك التقارير الدورية التي تصدرها الشركات المقيدة. ولقد تم إعداد الدليل الاسترشادي للإفصاح للشركات المقيدة عن أداء الاستدامة لتوفير إرشادات لتلك الشركات لإعداد تقارير استدامة تتماشى مع معايير ومتطلبات التنمية المستدامة ، وينقسم الدليل الاسترشادي^(٢) إلى ثلاثة أقسام كالآتي:

القسم الأول: يتناول أهمية الإفصاح عن أداء الاستدامة، والذي يتضمن دمج مبادئ الحوكمة والأداء البيئي والاجتماعي في سياسات الشركات من أجل تحقيق أهداف الاستدامة على المدى البعيد، وتمثل تقارير الإفصاح عن الاستدامة ومعايير الحوكمة والأداء البيئي والمجتمعي بالنسبة للبورصة المصرية أنما لأسواق جيدة الأداء، وتوافر شركات مقيدة بالبورصة أكثر قوة وأقدر على تقييم المخاطر والفرص وإدارتها، وخلق أسواق أكثر جاذبية، ومساعدة الشركات على الإفصاح عن المعلومات وتهيئتها نحو الالتزام بالمعايير المتبعة في تقديم المعلومات الجوهرية^(٣) ذات الصلة بحماية البيئة و المسؤولية المجتمعية والحوكمة ولها تأثير على الأداء المالي للشركة، كما تساعد الشركات على رفع قدراتها التنافسية في مجالات الاستدامة، وتعزيز السمعة الجيدة للشركات ورفع قيمة علاماتها التجارية وتشجيع إشراك العاملين.

(١) د. بكاري المختار ، سبل تعزيز السندات الخضراء في أسواق رأس المال ،مجلة وحدة البحث في تنمية الموارد البشرية، المجلد ١٥ العدد ٠٣، ٢٠٢٠، ص ١٤١.

(٢) الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة الصادر عن بورصة مصر ٢٠١٩ ص١٦ <https://www.egx.com> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥-٣-١٨ الساعة ٢:٢٤ص.

(٣) المعلومات الجوهرية :اية قرارات استراتيجية وتطورات جوهرية وأحداث هامة تؤثر على أداء ونشاط وملكية واستمرار الشركة، ومن ثم يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق . ينظر : د. جعفر كاظم جبر و د. عمر ناطق يحيى، المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية ، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية و السياسية ، مجلد ١٠، العدد ٣٩، كركوك، ٢٠٢١، ص ٥.

القسم الثاني: يتناول الدليل الإستراتيجي المسؤولية والإشراف تجاه الاستدامة للشركات المقيدة بالبورصة.^(١)

القسم الثالث: يتناول استعراض الخطوات المتبعة في إعداد التقارير لاستدامة فعالة طبقا لمبادرة الأمم المتحدة للبورصات المستدامة SSE والأطر المعتمدة لإعداد تقارير الاستدامة دوليا وتتضمن خطوات إعداد تقارير الاستدامة على:

- ١_ دمج مفهوم الاستدامة في أعمال الشركة.
 - ٢_ إشراك مجلس إدارة الشركة.
 - ٣_ إشراك أصحاب المصالح.
 - ٤_ تحديد الأحداث التي يتعين مناقشتها وتقييم الأداء.
 - ٥_ تحديد الأحداث بحسب نشاط الشركة القطاع / الصناعة .
 - ٦_ تحديد الأحداث الجوهرية .
 - ٧_ الإفصاح والإقرار عن مؤشرات الأداء^(٢) ذات الصلة.
- وتوفر تقارير الاستدامة للشركات المصدرة لها مزايا متعددة أهمها ما يلي^(٣):
- ١_ تعزيز استمرارية الشركة .
 - ٢_ تعزيز سمعة الشركة والأسعار السوقية لأسهمها.
 - ٣_ جذب العمالة الماهرة والمميزة وتحسين الرضا الوظيفي .
 - ٤_ تخفيض مخاطر الأعمال.
 - ٥_ تحسين الأداء والكفاءة التشغيلية وتعزيز مستوى الأمان والسلامة للعاملين
 - ٦- تعزيز القدرة على التخطيط الاستراتيجي في الأجل الطويل .
 - ٧_ تخفيض تكلفة الاقتراض.

(١) د. هاني خليل فرج ، اثر توكيد مراقب الحسابات على تقارير استدامة الشركات المقيدة بالبورصة على قرار منح الائتمان -دراسة تجريبية _ ، مجلة الفكر المحاسبي، العدد ١، ٢٠١٧، ص١٢.

(٢) مؤشرات الأداء: (KPIs) هي مقاييس كمية تُستخدم لقياس الأداء العام للشركة على المدى الطويل. تستخدم المؤسسات مؤشرات الأداء الرئيسية لتتبع تقدمها نحو تحقيق أهدافها التجارية الرئيسية. ينظر: <https://www.investopedia.com> , تاريخ الزيارة ٢٥/٤/٢٠٢٥ الساعة ٣٠:٣٠ م

(٣) عبير محمد غني ، العلاقة بين اليات الحوكمة واداء تقارير الاستدامة ، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئة ، العدد الثالث ، ٢٠٢٢ ، ص٥٩٥.

نرى أن هذا الدليل الاسترشادي والعمل في البورصة المصرية من شأنه أن يخلق دور متطور لمراقب الحسابات في مصر، بشأن التأكيد على إفصاح الشركة المقيدة عن الاستدامة، كما نلاحظ أن الزام الشركات باعتماد التقارير الاستدامة الخاصة بها من مراقب حسابات، وبيان مدى التزامها بمتطلبات المبادرة العالمية لإعداد التقارير ، يعد خطوة مهمة ، لأنها تسهم في تحسين أداء الشركة في مجالات الاستدامة مما يحقق النفع وتحسين سمعة الشركة.

أما في سلطنة عمان بورصة مسقط صدر الدليل الاسترشادي للإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية و الحوكمة و خصوصا في القسم الخاص بأعداد التقارير قدم هذه القسم تحليلا لممارسات إعداد التقارير التي تم رصدها بين الشركات المدرجة في سلطنة عمان، وذلك بعد تطبيق متطلبات الإفصاح الإلزامي من قبل بورصة مسقط ويسلط الضوء على الأنماط المتعلقة باعتماد أطر إعداد التقارير، وأساليب التواصل مع أصحاب المصلحة، وتقييم الأهمية النسبية، والإفصاحات المتعلقة بمخاطر المناخ، وتحديد أهداف الاستدامة المستقبلية، والحصول على التحقق الخارجي للتقارير. ^(١)

و نلاحظ أن هذا الدليل يقدم إرشادات عملية للشركات بما فيها طرق التواصل مع المستثمرين وتحديد آليات الإفصاح وإدارة توقعات المستثمرين بما يسهم في تحقيق رضاهم، مؤكدا على أن الدليل يعكس الجهود المستمرة لتعزيز ثقافة الشفافية والاحترافية خاصة في ظل التغيرات التي تشهدها الأسواق الخليجية مع انفتاحها على المستثمرين الدوليين وزيادة إدراجها في المؤشرات العالمية؛ و هذا ما يجعل تطوير علاقات المستثمرين أداة حيوية في تحسين سمعة الشركات وزيادة جاذبيتها الاستثمارية ويعكس الدليل أهمية بناء علاقة قوية بين الشركة والمستثمرين من خلال توفير سياسات واضحة وإجراءات معتمدة تسهم في جذب المستثمرين الجدد وزيادة الثقة مع المستثمرين الحاليين وضمان الامتثال للأنظمة والقوانين المتعلقة بعلاقات المستثمرين ، بما يعزز من مكانة الشركات في الأسواق المحلية والعالمية ، ويساعدها على تحقيق الاستدامة المؤسسية من خلال تطبيق معايير الإفصاح والحوكمة ويعد الدليل خطوة محورية في دعم الشركات وتعزيز وجودها في الأسواق العالمية؛ مما يجعل بورصة مسقط شريكا استراتيجيا في مسيرة تطوير أسواق المال بالمنطقة وترسيخ ممارسات استثمارية مستدامة ومسؤولة.

(١) بورصة مسقط تصدر الدليل الاسترشادي للإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة ، <https://argaamplus.s3.amazonaws.com> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥-٣-٢١ الساعة ١٢:٣ص.

أما بالنسبة للمشرع العراقي لم ينظم سندات التنمية المستدامة بقانون خاص ، لكن قد أشار إلى معايير صادرة بالدليل الاسترشادي عن البنك المركزي بالعدد (٣٩٩ في ٢٠٢١/١١/٨) استناداً الى قرار مجلس ادارة البنك بالعدد (٢٠٩) لسنة ٢٠٢١ ويعد الملحق رقم (١) من الدليل بمثابة ورقة عمل التي تستخدمها المصارف لتصنيف أنشطة الأعمال المستدامة على أساس القطاع الاقتصادي^(١).

بما أن الدليل الاسترشادي والملحق التابع له لا يصدر عن السلطة التشريعية في شكل (مواد قانونية)، فإن قوته القانونية الملزمة تستند إلى السياسة التنظيمية التي يمارسها البنك المركزي العراقي باعتباره هيئة مستقلة تتمتع بصلاحيات إصدار التعليمات والضوابط استناداً إلى نصوص قانونية نافذة، منها نص المادة (٣) من القانون البنك المركزي رقم (٥٦) لسنة ٢٠٠٤ ، "... ويعمل البنك المركزي العراقي تماشياً مع الأهداف، على تعزيز التنمية المستدامة وإتاحة فرص العمل وتحقيق الرخاء في العراق".

كما وضح الدليل الذي أصدره البنك المركزي العراقي في القسم الثالث فقرة (١٠،٩،٨،٧) أهمية تقرير المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة^(٢) على النحو الاتي :

أ_ يبين تقرير الاستدامة التزام المصرف بدعم أهداف التنمية المستدامة لذلك، تحتاج تقارير الاستدامة إلى إظهار التقدم المحرز في زيادة الشفافية وأنشطة الأعمال وتقديم نظرة عامة عن المخاطر والتحديات والاستراتيجيات للتغلب عليها .

ب_ يوفر تقرير الاستدامة مزيداً من المعلومات الكمية و / أو النوعية الاستراتيجية للمواقف والأنشطة التنظيمية في الحفاظ على الأداء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي وتحسينه وفقاً لأولويات المصرف كما يعد تقرير الاستدامة أيضاً أحد أدوات القياس لأصحاب المصلحة الخارجيين الآخرين لإجراء اختبار معياري إضافة إلى اعتباره وسيلة للمصارف للحصول على تعليمات من أصحاب المصلحة.

ج_ يجب على المصارف نقل المعلومات حول تأثير الأنشطة التشغيلية ، الإيجابية والسلبية على حد سواء وفقاً لاحتياجات أصحاب المصلحة ، وترتبط الآثار الإيجابية والسلبية للأنشطة التشغيلية بتحقيق أو

(١) وبالرجوع إلى الملحق نجد الكثير من الأمثلة التي توضح أنشطة التمويل المستدام ، نذكر واحداً منها على سبيل المثال (منع التلوث و السيطرة عليه من خلال تمويل مشاريع لبناء نظام إدارة النفايات في المصانع ، و صناعات إعادة التدوير ، بما في ذلك الحد من وجود المواد الكيميائية الثابتة ، و التراكمية الحيوية ، و السامة ، و تمويل المشاريع التي تستخدم مواد كيميائية صديقة للبيئة و عمليات كيميائية تقلل أو تقضي على المواد الضارة)

(٢) الدليل الاسترشادي الصادر عن البنك المركزي العراقي ، العدد ٣٩٩ ، ٢٠٢١ ، ص ٦ متاح على الرابط <https://cbi.iq> تاريخ اخر زيارة ٢-٣-٢٠٢٥ الساعة ٥:٠٠م.

تنفيذ المبادئ التسعة للتمويل المستدام^(١) ، حيث يمكن استخدام بعض المعلومات الواردة في التقارير السنوية في تقارير الاستدامة ، بما في ذلك المعلومات المتعلقة بالجوانب الاقتصادية والمالية والرؤية والرسالة والحوكمة.

د_ أن الوعي بالحاجة إلى توفير المعلومات لأصحاب المصلحة بشكل شامل سيكون له تأثير إيجابي على أداء المصرف نفسه ، من خلال تقرير الاستدامة ، اذ سيحصل المصرف على مزايا من بينها (١- زيادة القدرة التنافسية ٢_ زيادة جوانب الشفافية في تنفيذ الحوكمة ٣_ زيادة في قيمة الأسهم،...)^(٢).

يتبين لنا أهمية تقرير المعايير البيئية والاجتماعية اذ يعد أداة حيوية تبرز مدى التزام المصارف بتحقيق أهداف التنمية المستدامة من خلال تقديم معلومات شفافة حول الأداء والمخاطر، كما يعزز التقرير الثقة بين المصارف وأصحاب المصلحة و يساعد في قياس التقدم ويمكن المصارف من توجيه استراتيجياتها وفقاً للاحتياجات الاجتماعية والبيئية ويساهم في تحسين الحوكمة بأهمية المعلومات يُعتبر محفزاً لتحسين الأداء التنافسي وزيادة قيمة السند، مما يدعم في النهاية أهداف التنمية المستدامة هذه العناصر تساهم في تعزيز استدامة القطاع المصرفي وتقوية العلاقة مع المجتمع، و بما ان المصرف يعتبر شركة ممكن تطبيقها على انواع الشركات الاخرى.

و كذلك صدر دليل المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة المؤسسية للشركات (ESG)^(٣) الصادر عن هيئة الأوراق المالية العراقية ٢٠٢٥^(٤)، و يؤكد الدليل على الإفصاح الإلزامي اذ يجب على أعضاء مجلس الإدارة الإفصاح علناً في التقرير السنوي للشركة أو في تقرير استدامة منفصل وعلى الموقع الإلكتروني للشركة عن الالتزام بدليل عمل ESG الخاص بهيئة الأوراق المالية العراقية وتنفيذ دليل

(١) وهذه المبادئ قد اشار اليها دليل الحوكمة المؤسسية الصادرة عن البنك المركزي العراقي في عام ٢٠١٨ وهي (١- انشطة الأعمال إدارة المخاطر المصرفية و البيئة٢-العمليات التجارية البيئة والبصمة الاجتماعية٣-حقوق الانسان٤- التمكين الاقتصادي للمرأة٥-التقارير٦-الشراكات التعاونية٧-بناء القدرات٨-الحوكمة٩-الشمول المالي) . للمزيد زيارة الرابط : <https://cbi.iq> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥-٣-٢١ الساعة ٢:٣ص.

(٢)الدليل الاسترشادي الصادر عن البنك المركزي العراقي ، العدد ٣٩٩ ، ٢٠٢١، ص ٥، <https://cbi.iq> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥-٣-٢١ الساعة ١٢:٥٠ص.

(٣) "يشير مصطلح ESG إلى العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة وهو إطار يُستخدم لتقييم استدامة الشركات وأثرها الأخلاقي." متاح على الرابط <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٦-٥-٢٦ الساعة ١٢:٥٠ص.

(٤) الدليل متاح على موقع هيئة الأوراق المالية العراقية : <https://www.isc.gov.iq> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/١٢/٢٨ الساعة ١٢:٥٠.

ESG الخاص بالشركة ويجب على المدير المفوض للشركة ورئيس مجلس الإدارة التوقيع على تقديم التقارير إلى هيئة الأوراق المالية العراقية (ISC) وبشهادان على دقة التقارير المقدمة إليها.^(١)

الفرع الثاني

تمييز سندات التنمية المستدامة عما يشته به

مما لا خلاف عليه أن سندات التنمية المستدامة نوع خاص من الأوراق المالية تعمل على تحقيق اهداف التنمية المستدامة ، مما يجعلها تختلط مع الأنواع الأخرى من الأوراق المالية خاصة السندات التي تسعى لتحقيق التنمية المستدامة ، وهذا ما يتطلب منا أن نميز بينهم ، لذا خصصنا هذا الفرع للتكلم عن أوجه التشابه و الاختلاف بين سندات التنمية المستدامة و الأوراق المالية الأخرى ، على النحو الاتي :

أولاً _ تمييز سندات التنمية المستدامة عن السندات التقليدية

عرفنا سابقا كل من سندات التنمية المستدامة و السندات فلا حاجة إلى التكرار^(٢) ، وإنما نوضح فقط أوجه التشابه و الاختلاف بين النوعين .

١_ أوجه التشابه بين سندات التنمية المستدامة و السندات التقليدية

أ_ أن كل من السندات و سندات التنمية المستدامة تمثل ديونا في ذمة الجهة المصدرة لها ، بغض النظر سواء أكانت حكومة أم شركة خاصة أم مؤسسة ، و حامل تلك السندات يعد دائنا لتلك الجهة^(٣) .
ب_ تعطي كل من السندات التقليدية و سندات التنمية المستدامة لحاملها ، حق الحصول على فائدة ثابتة، و حق استرداد قيمة سنده ، وذلك في أجل الاستحقاق، بالإضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن تجاه المدين ، وذلك وفقا للأحكام القانونية^(٤) .

(١) المادة (٤) من دليل المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة المؤسسية للشركات (ESG) الصادر عن هيئة الأوراق المالية العراقية في نيسان ٢٠٢٥ .

(٢) للتفصيل اكثر انظر ص٦ وما بعدها من هذه الرسالة .

(٣) قاسم محمد حزم ، حكم التعامل بالسندات و البدائل الشرعية لها ، مجلة البحوث و العلوم الإسلامية، جامعة السودان، عدد (١٧)، مجلد (١)، ٢٠١٦ ، ص٤ .

(٤) محمد إسماعيل احمد ، الفرق بين صكوك التمويل و السندات ، مجلة بحوث الشرق الأوسط، مصر ، مجلد (٦٠)، العدد ستون ، ٢٠٢١، ص ٢٠٩ .

ج_ أن كل من السندات التقليدية و سندات التنمية المستدامة تكون قابلة للتداول، باعتبارهما ورقة مالية^(١).

د_ سندات التنمية المستدامة و السندات التقليدية تعتبر قرصاً جماعي حيث يتم طرحها في اكتتاب عام أو خاص للجمهور ، وعادة ما تكون مدة القروض من عشر سنوات إلى ثلاثين سنة^(٢).

٢- أوجه الاختلاف بين سندات التنمية المستدامة و السندات التقليدية

أ_ أن السندات التقليدية أداة دين تصدر لتمويل مشاريع متنوعة ، دون التركيز بشكل خاص على أهداف التنمية المستدامة ، أما سندات التنمية المستدامة يتم إصدارها لتمويل مشاريع تساهم في تحقيق أهداف التنمية المستدامة و الصادرة عن الأمم المتحدة من خلال تمويل المشاريع البيئية و المسؤولية اجتماعياً^(٣).

ب_ السندات التقليدية تكون مخاطرها أكثر من سندات التنمية المستدامة ، حيث أن المشاريع التي تمويلها تكون أكثر عرضة للتغيرات الاقتصادية والسياسية^(٤)، بينما سندات التنمية المستدامة تكون أقل مخاطرة من السندات التقليدية، حيث أن المشاريع التي تمويلها غالباً ما تكون مستقرة ولها تأثير إيجابي على المدى الطويل^(٥).

ج_ أن السندات التقليدية لا تتطلب نفس مستوى الشفافية في أعداد التقارير بشأن التأثير البيئي و الاجتماعي للمشاريع الممولة ، بخلاف سندات التنمية المستدامة التي تتطلب أعداد تقارير حول كيفية استخدام العائدات والتأثير البيئي و الاجتماعي للمشاريع الممولة، تضمن هذه الشفافية أن يكون المستثمرون على علم بالنتائج البيئية والاجتماعية لاستثماراتهم^(٦).

(١) رعد فوزي عبد الطائي، سندات الاستثمار دراسة قانونية مقارنة بالفقه الإسلامي ، مجلة الكوفة للعلوم القانونية والسياسية،العراق، مج،٨ ، عدد٢٢، ٢٠١٥، ص٢٣٥.

(٢) مصطفى كمال طه ، مصدر سابق ، ص ٢٢٢.

(٣) د. صالحية بوذريع ، تعزيز ودعم التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي من خلال التوجه نحو الصكوك الخضراء - التجربة الماليزية أنموذجاً ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الجزائر ، مجلد ١٧، عدد٢٠٢١، ٢٧، ص٨٣.

(٤) د. محمد علي سويلم، الصكوك المالية دراسة مقارنة، ط١، دار المطبوعات الجامعية، مصر، ٢٠١٤ ص٢٥.

(٥) أميره طلبية ، مصدر سابق ، ص ١٤٨.

(٦) ابتهاج إسماعيل يعقوب وآخرون ، استدامة القطاع المصرفي الإسلامي بالاستعانة بالأدوات المالية الخضراء (دراسة مقارنة بين البيئتين العراقية و الفلسطينية) ، بحث مقدم الى المؤتمر العلمي الدولي الثالث والسبوعي الثالث عشر الجامعة ، جامعة المستنصرية ، ٢٠٢٣، ص١٥.

د_ ان سندات التنمية المستدامة تختلف عن السندات التقليدية في الرقابة على المشروع وما ينتج عنه من تكاليف ، متابعة استخدام عائدات سندات التنمية المستدامة و تكاليف الطرف الثالث المسؤول عن التحقق من صحة الفوائد البيئية و الاجتماعية المتولدة عن المشروعات المستدامة^(١) .

ثانيا _ تمييز سندات التنمية المستدامة عن السندات الخضراء

عرف المشرع المصري السندات الخضراء أنها ” كأحد أنواع السندات وتخصص حصيلتها لتمويل وإعادة تمويل المشروعات الخضراء (الصديقة للبيئة) “^(٢)

وعرف المشرع العماني السندات الخضراء أنها ” السندات التي تستخدم لتمويل المشروعات البيئية، أو المشروعات المتعلقة بتغير المناخ “^(٣).

كما عرفت السندات الخضراء على إنها ” أي نوع من أدوات السندات حيث سيتم تطبيق العائدات حصرياً لتمويل أو إعادة تمويل جزئياً أو كلياً ، المشاريع الخضراء المؤهلة الجديدة و / أو القائمة “^(٤)

ونلاحظ من التعاريف أعلاه أن السندات الخضراء هدفها واحد هو تمويل أو إعادة تمويل المشاريع البيئية وتشجيع المشاريع و تطويرها التي تعود بالنفع على البيئة والمجتمع، أما سندات التنمية المستدامة تم تعريفها سابقا فلا حاجة للتكرار .

١_ أوجه التشابه بين سندات التنمية المستدامة و السندات الخضراء

يتبين لنا أوجه التشابه بين السندات الخضراء وسندات التنمية المستدامة، بالرجوع إلى الأحكام القانونية التي تنظم عمل السندات الخضراء و الأحكام القانونية التي تنظم سندات التنمية المستدامة ما يأتي :

(١) وفاء سالم علي السيد ، مصدر سابق ، ص ٧٤٢.

(٢) المادة (٣٥ مكرر ٣) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨.

(٣) المادة(٢٣ اف) ، من لائحة تنظيم السندات و الصكوك ، العماني، رقم خ/٢١/٢٠٢٤.

(٤) مبادئ السندات الخضراء، المنشورة في قسم التمويل المستدام على موقع الجمعية الدولية للأسواق رأس المال في النسخة الرسمية من هذه الوثيقة متاحة على الرابط <https://www.icmagroup.org> تاريخ اخر زيارة

٢٢/١/٢٠٢٥ الساعة ٢:٣م.

أ_ تتشابه السندات الخضراء مع سندات التنمية المستدامة انهما أوراق مالية الهدف منها هو تمويل مشاريع تهدف إلى تحقيق التنمية المستدامة سواء كانت بيئية أو اقتصادية أو اجتماعية^(١).

ب_ ان كل من سندات التنمية المستدامة و السندات الخضراء تتضمن وجود هيئة لتدقيق العائد من تلك السندات وفق ما هو معلن عنها^(٢).

ج_ كلا النوعين من السندات تجذب مستثمرين ، الذين يركزون على الاستثمارات المستدامة^(٣)، والمستثمرين الذين يجعلون المعايير الاجتماعية البيئية و المتصلة بالحكومة عن طريق تحليلها الاستثماري^(٤).

د_ كل من سندات التنمية المستدامة و السندات الخضراء أداة دين لها نفس الخصائص المالية المعيارية كأجل الاستحقاق والتسعير والتصنيف وعملية التنفيذ ومخاطر تخلف المصدر عن السداد ، و تكون قابلة للتداول^(٥).

(١) د. غادة عبدالله ، السندات الخضراء و دورها في دعم الاقتصاد المصري بالإشارة الى بعض التجارب الدولية ، المجلة العلمية للدراسات التجارية و البيئية ، مصر، المجلد الثاني عشر ، العدد (٤)، ٢٠٢١ ، ص ١١٣ .
(٢) د. سلطان جاسم النصرأوي ، دور السندات الخضراء في مواجهة التحديات المناخية ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، المجلد (١٨) ، العدد أربعة. وستون ، ٢٠٢٠ ، ص ٤٠ . ينظر المادة (٣٥ مكرر ٥) من قرار مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية بتعديل أحكام قانون سوق راس المال المصري رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ ، والمادة (٩٩) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك ، العماني، رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ .
(٣) ويقصد بالاستثمار المستدام و المسؤول أداة لإدماج التنمية المستدامة والمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في الأسواق المالية. حيث يبحث الكثير من المستثمرين الماليين عن فرص متوازنة من حيث الأداء المالي والأداء البيئي والاجتماعي وذلك عن طريق الاستثمار المسؤول والمستدام. ينظر: أ. قمان مصطفى ، متطلبات إدماج الاستثمار المسؤول والمستدام في السوق المالية الجزائرية - تجارب دولية ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية ، العدد ١٧ ، ٢٠١٧ ، ص ٢٣٥ .

(٤) فاطمة عزوز ، مصدر سابق ، ص ٢٤ .

(٥) د. ايمان فتحي ، مصدر سابق ، ص ٤٩٤ .

٢_ أوجه الاختلاف بين سندات التنمية المستدامة و السندات الخضراء

أ_ تختلف السندات الخضراء عن سندات التنمية المستدامة ، ان السندات الخضراء تركز فقط على تمويل المشاريع التي لها تأثير إيجابي على البيئة و تشمل هذه المشاريع الطاقة المتجددة على سبيل المثال ، بينما سندات التنمية المستدامة أوسع من السندات الخضراء فيما يتعلق بنوع المشاريع التي تمولها، حيث يستخدم عائدات سندات التنمية المستدامة ليس فقط بالمشاريع البيئية بل حتى للمشاريع الاجتماعية^(١)، مما يؤدي إلى أن السندات الخضراء تجذب المستثمرين المهتمين بالاستثمار البيئي أو الذين يسعون لتحقيق أثر إيجابي على البيئة من استثماراتهم ، بينما سندات التنمية المستدامة قد تجذب استثمارات من مجموعة متنوعة من المستثمرين الذين يهتمهم القضايا الاجتماعية والاقتصادية والبيئية بشكل عام.^(٢)

ب_ ان الاساس القانوني للسندات الخضراء نجده في الاتفاقيات الدولية للمناخ (اتفاق باريس) التي تعد كأول اتفاقية ملزمة قانونا و التي تعد من اهم الداعمين لإصدار السندات الخضراء عالميا^(٣)، أما سندات التنمية المستدامة تستمد أساسها من إطار أشمل وأكثر طموحًا وهو أهداف الأمم المتحدة للتنمية المستدامة ٢٠٣٠ هذا ليس مجرد التزام بيئي، بل هو ميثاق عالمي للتنمية يجمع بين أبعاد اقتصادية واجتماعية وبيئية.^(٤)

(1)He Mingfang1 ، A Study on the Development of Green Finance Business at Industrial Bank from the Perspective of Sustainable Development Bonds ،Academic Journal of Humanities & Social Sciences، ISSN 2616-5783 Vol.7 ، Issue 9: 146-152, DOI: 10.25236/AJHSS.2024.070924، p148.

(٢) عائشة قندوز وآخرون ،السندات ودورها في تمويل المشاريع الخضراء دراسة تحليلية للفترة ٢٠٠٧-٢٠٢٠ ، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة ،الجزائر ، المجلد(٥) العدد ١ ، سنة ٢٠٢٢ ، ص ٤٩٩

(٣) حسين احمد حسين ، ثورة السندات الخضراء في أسواق راس المال : دراسة عن واقع قيم الإصدارات العالمية للسندات الخضراء للمدة (٢٠٠٧_٢٠٢٣) ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، كلية الإدارة و الاقتصاد ، العدد(٢١) ، المجلد (٦٩) ، ٢٠٢٥ ، ص١٨٤.

(4) Department of Economic and Social Affairs Sustainable Development

تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/٩/٨ الساعة ١٢:٠٠ ص . <https://sdgs.un.org/goals>

جـ. السندات الخضراء تكون على عدة أنواع وفقاً لمبادئ السندات الخضراء وهي^(١) (السند الأخضر التقليدي ، سندات المولدة للإيرادات ، سندات التوريق الخضراء)^(٢)، بينما سندات التنمية المستدامة تُعتبر نوعاً قائماً بذاته من السندات، فهي تجمع بين سمات السندات الخضراء والسندات الاجتماعية وبالتالي، هي لا تُصنف إلى أنواع فرعية بنفس الطريقة التي تُصنف بها السندات الخضراء، بل تُعرف بكونها فئة واحدة هدفها تمويل مشاريع ذات أبعاد بيئية واجتماعية.^(٣)

ثالثاً _ تمييز سندات التنمية المستدامة عن السندات الاجتماعية

تعريف السندات الاجتماعية عرف المشرع المصري السندات الاجتماعية التي اطلق عليها تسمية السندات ذات البعد الاجتماعي بانها " احد أنواع السندات التي تستخدم حصيلة طرحها لتمويل أو إعادة تمويل مشروعات اجتماعية جديدة أو قائمة"^(٤)

نلاحظ من التعريف ان هذه السندات تستخدم لتمويل مشاريع اجتماعية ، أي مشاريع لها اثر في المجتمع لتطويره وخدمته بما يتناسب مع التطورات الحاصلة في شتى مجالات الحياة مثل مشاريع البنية التحتية الأساسية بتكاليف ميسرة (الصرف الصحي و النقل و النظافة)، لكن لم نجد الاطار القانوني الذي ينظم هذه السندات لمعرفة شروط وحقوق والتزامات التي تقع على أطرافها .

(١) المادة (٣٥) مكرر (٣) ، ف (٢) من اللائحة التنفيذية رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ لقانون سوق رأس المال بينت انواع السندات الخضراء:

أ. سندات خضراء تستخدم حصيلتها في مشاريع صديقة للبيئة يتم استخدام حصيلة السندات في مشاريع صديقة للبيئة ويلتزم المصدر بالوفاء بقيمة السندات والعائد المستحق عليها.

ب السندات الخضراء المولدة للإيرادات يتم سداد الالتزامات المترتبة على السندات والعوائد من خلال الإيرادات المتولدة من المشروعات التي يتم تمويلها من حصيلة السندات الخضراء.

ج سندات التوريق الخضراء سندات تصدر مقابل محفظة حقوق مالية ومستحقات أجله لشركة او مشروع صديق للبيئة.

(٢) د. رحاب كمال محمود ، قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات أدوات الدين الأخضر و اثره على قرارات المستثمرين بالتطبيق على البنك التجاري الدولي (مصر) مع دليل ميداني ، المجلة العلمية للدراسات التجارية و البيئية ، العدد الثالث ، ٢٠٢٢ ، ص ١٠.

(٣) أسماء رفعت ، سندات التنمية المستدامة بين التطبيق و العائد ،مقال منشور على الرابط <https://ecss.com/> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/٩/٣٠ الساعة ١٠:٠٠م.

(٤) المادة (٣٥) مكرر (٤) من قرار مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية بتعديل أحكام قانون سوق رأس المال المصري رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣.

أما المشرع العماني لم يضع تعريف للسندات الاجتماعية ولم يذكرها في لائحة تنظيم السندات والصكوك رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

أما على المستوى الدولي عرفت السندات الاجتماعية ، أنها ” نوع من السندات التي يتم استخدام المبالغ الناتجة عن طرحها أي عائداتها لعمليات تمويل أو إعادة التمويل، جزئياً أو كلياً، مشاريع اجتماعية مؤهلة جديدة أو قائمة مسبقاً والتي تتماشى مع أربعة مكونات أساسية لمبادئ السندات الاجتماعية “^(١).

يقدم هذا التعريف للسندات الاجتماعية إطاراً تحليلياً مهماً على المستوى الدولي، خاصةً وأنه يستند إلى المبادئ المعترف بها، والتي غالباً ما تكون مبادئ السندات الاجتماعية الصادرة عن الرابطة الدولية لأسواق رأس المال (ICMA) و لا تقتصر السندات الاجتماعية على المشاريع الجديدة ، بل يمكن أن تستخدم للمشاريع الاجتماعية القائمة بالفعل و يتطلب هذا التمييز إفصاحاً واضحاً للمستثمرين حول نسبة العائدات التي ستستخدم في كل نوع من التمويل، لضمان الامتثال لمتطلبات الشفافية في قوانين الأوراق المالية.

١_ أوجه التشابه بين سندات التنمية المستدامة و السندات الاجتماعية

أ_ أن سندات التنمية المستدامة و السندات الاجتماعية، تهدف إلى تحقيق أهداف التنمية المستدامة التي وضعتها الأمم المتحدة، و هي تقليل الفقر، وتحسين الصحة، وتعزيز المساواة^(٢) .

ب_ أن كل من سندات التنمية المستدامة و السندات الاجتماعية باعتبارها أوراق مالية تكون قابلة للتداول^(٣).

(١) مبادئ السندات الاجتماعية ، المنشورة في قسم التمويل المستدام على موقع الجمعية الدولية لأسواق رأس المال في النسخة الرسمية من هذه الوثيقة متاحة على الرابط ، <https://www.icmagroup.org> تاريخ اخر زيارة ١٢/١/٢٠٢٥ الساعة ٣:٠٠ ص.

(٢) أمينة قهوجي. و اخرون ، المسؤولية الاجتماعية للمنظمات الأعمال ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، المؤتمر الدولي الثالث عشر حول دور المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تدعيم استراتيجية التنمية المستدامة، جامعة الشلف الجزائر ١٤ - ١٥ نوفمبر، ٢٠١٦، ص ٧.

(٣) د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، سنة ١٩٩٣، ص ٤٤.

٢_ أوجه الاختلاف بين سندات التنمية المستدامة و السندات الاجتماعية

أ_ تركز السندات الاجتماعية على تمويل المشاريع التي تحقق أهداف اجتماعية لها اثر إيجابي على المجتمعات الأكثر احتياجا^(١) بينما تركز سندات التنمية المستدامة على تمويل مشاريع تحقق أهداف بيئية و اجتماعية استنادا إلى مبادئ التنمية المستدامة^(٢).

ب_ سندات التنمية المستدامة تشمل نطاقاً واسعاً من المستفيدين، بما في ذلك المجتمعات، الشركات، والبيئة بشكل عام^(٣) بينما السندات الاجتماعية تستهدف بشكل مباشر فئات معينة مثل ، الشباب، والنساء من خلال تخصيص الأموال التي يتم جمعها لتمويل مشاريع وبرامج مصممة خصيصا لتلبية احتياجاتهم ومعالجة التحديات التي تواجههم^(٤).

ج_ سندات التنمية المستدامة قد تشمل مشاريع طويلة الأجل تركز على تغييرات مستدامة في المجال البيئي والاقتصادي، أما السندات الاجتماعية يمكن أن تركز على المشاريع القصيرة إلى المتوسطة الأجل التي تهدف إلى تحقيق تحسينات فورية في المجتمع^(٥).

ثالثا _ التمييز بين سندات التنمية المستدامة و السندات المرتبطة بالتنمية المستدامة

تعريف السندات المرتبطة بالتنمية المستدامة

عرف المشرع المصري السندات المرتبطة بالاستدامة ، أنها ” احد أنواع السندات التي ترتبط هيكلها بتحقيق المصدر لأهداف التنمية المستدامة ، و لا يشترط فيها تمويل مشروعات مستدامة معينة و لكنها تمول الأداء العام للمصدر الذي لديه أهداف استدامة واضحة ، و يمكن إصدارها لأي نوع من سندات

(١) مبادئ السندات الاجتماعية ، المنشورة في قسم التمويل المستدام على موقع الجمعية الدولية للأسواق رأس المال <https://www.icmagroup.org> .تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/١/١١ الساعة ١٠م.

(٢) مبادئ سندات الاستدامة المنشورة في قسم التمويل المستدام على موقع الجمعية الدولية للأسواق رأس المال في النسخة الرسمية من هذه الوثيقة متاحة على الرابط <https://www.icmagroup.org> .تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/١/١١ الساعة ١١م.

(٣) محمد محروس ،مصدر سابق ، ص ٧٩٩.

(٤) السندات الاجتماعية مؤسسة التمويل الاجتماعية ، <https://www.ifc.org> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/٣/١٠ الساعة ٤١:٦م.

(٥) أميرة طلبية ، مصدر سابق ، ص ١٤٨

الاستدامة ، ومن امتثلها السندات المرتبطة بمؤشر الأداء الرئيسي أو المرتبطة بأهداف التنمية المستدامة^(١).

نلاحظ من خلال التعريف أن هذه السندات لا تشترط تمويل مشروعات مستدامة لذاتها ، بل يمكن استخدام الأداء العام للمصدر أي أن عائد الطرح ليس عاملا محددًا في تصنيف السندات . أما المشرع العماني لم يعرف السندات المرتبطة بالاستدامة .

كما عرفت السندات المرتبطة بالاستدامة على الصعيد الدولي، أنها ” أي نوع من أنواع السندات التي تحمل ميزات هيكلية و/ أو مالية قابلة للتغيير اعتمادًا على تحقيق جهات الإصدار لأهداف الاستدامة ESG المتفق عليها مسبقًا ، بناءً على هذا تلتزم جهات الإصدار بشكل واضح و يشمل هذا الالتزام في وثائق إصدار السند بتحقيق مخرجات استدامة مستقبلية محددة ضمن فترة زمنية محددة مسبقًا. وبالتالي يمكن اعتبار السندات المرتبطة بالاستدامة سندات استشرافية تعتمد على الأداء المتوقع للسندات في تحقيق أهداف الاستدامة“^(٢)

يتبين لنا من هذا التعريف أن العائد من السندات المرتبطة بالاستدامة ، ليس عاملا في تحديد نوع السند وإنما يعتمد على مؤشرات الأداء الرئيسية التي يتم من خلالها قياس مدى نجاح المشاريع الممولة بهذه السندات في تحقيق أهداف التنمية المستدامة .

١_ أوجه الشبه بين سندات التنمية المستدامة^(٣) و السندات المرتبطة بالتنمية المستدامة

أ_ كلا النوعين من السندات يهدف إلى تحقيق التنمية المستدامة ، مما يعكس التوجه العالمي نحو الاستثمار المستدام .

ب_ يتطلب كلا النوعين من السندات تقديم تقارير دورية تتعلق بالأثر الاجتماعي والبيئي للمشاريع الممولة، مما يسهم في تعزيز الشفافية والمصداقية تجاه المستثمرين.

(١) المادة (٣٥ مكرر ٤) من قرار مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣.

(٢) إرشادات السندات المرتبطة بالاستدامة المنشورة في قسم التمويل المستدام على موقع الجمعية الدولية للأسواق رأس المال في النسخة الرسمية من هذه الوثيقة متاحة على الرابط <https://www.icmagroup.org> تاريخ اخر زيارة ١٥/٢/٢٠٢٥ الساعة ١٠:٠١.

تاريخ اخر <https://www.pimco.com> Understanding Green, Social and Sustainability Bonds، (3)

زيارة ١/٨/٢٠٢٥ الساعة ٥:٠٠

٢_ أوجه الاختلاف بين سندات التنمية المستدامة و السندات المرتبطة بالتنمية المستدامة

أ_ سندات التنمية المستدامة تغطي مجموعة واسعة من المشاريع التي تشمل التنمية الاقتصادية والاجتماعية والبيئية^(١) أما السندات المرتبطة بالتنمية المستدامة تركز على جوانب محددة من الاستدامة، سواء كانت بيئية أو اجتماعية، و ترتبط هذه السندات بمؤشرات أداء رئيسية معينة في تحقيق أهداف أداء الاستدامة المحددة مسبقاً.

ب_ سندات التنمية المستدامة تجذب المستثمرين الذين يهتمون بتحقيق تغييرات إيجابية في المجتمع والبيئة بشكل شامل ، بينما السندات المرتبطة بالتنمية المستدامة تجذب المستثمرين الذين يبحثون عن أداء مالي مرتبط بأهداف استدامة محددة ويرغبون في قياس المخاطر والعوائد بناءً على ذلك^(٢)

ج_ العائد من أموال المستثمرين نتيجة الاككتاب في سندات التنمية المستدامة محدد لمشاريع محددة ، أما السندات المرتبطة بالاستدامة العائد غير مقيد يمكن استخدامه لأي غرض^(٣) .

د_ سعر الفائدة في سندات التنمية المستدامة يكون ثابت بينما سعر الفائدة في السندات المرتبطة بالاستدامة يكون غير ثابت الفائدة بناء على تحقيق أهداف التنمية المستدامة^(٤) .

رابعاً_ تمييز سندات التنمية المستدامة عن صكوك التنمية المستدامة :

عرف المشرع المصري ، صكوك التنمية المستدامة أنها ” صكوك سيادية تخصص حصيلتها لتمويل و / أو إعادة تمويل مشروعات التنمية المستدامة المدرجة بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالموازنة العامة للدولة ، وبما يتماشى مع إطار التمويل المستدام “^(٥).

(١) المادة (٣٥ مكرر ٤) من قرار مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض احكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣

(2)Sustainability-linked bonds This article was originally published on Lexis PSL Banking & Finance in August 2020 <https://www-nortonrosefulbright> 2025-1-10 تاريخ اخر زيارة

الساعة الرابعة مساء .

(3)What are sustainability-linked bonds and how can they help developing countries. <https://www.lse.ac.uk/>

تاريخ اخر زيارة ٢٥/٣/٢٥ الساعة ٢:٤ ص.

(4)Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds (English) ، <https://www.ifc.org/en/>

تاريخ اخر زيارة ٢٥/٣/٢٥ الساعة ٢:٤ ص.

(٥) المادة (١ ف ١٩) ، اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية في مصر رقم (١٥٧٤) لسنة ٢٠٢٢.

كما عرف المشرع العماني صكوك التنمية المستدامة ، أنها ” الصكوك التي يستخدم عائدها بصورة حصرية لتمويل أي أنشطة أو تعاملات في مشاريع ذات علاقة بالأهداف المعلن عنها من قبل الأمم المتحدة للتنمية المستدامة “ (١) .

ونلاحظ كل من تعريف المشرع المصري والعماني ، يهدفان إلى تحديد مفهوم الصكوك المستدامة وتوجيهها نحو تحقيق أهداف التنمية المستدامة ألا أن تعريف المشرع المصري يركز على تمويل مشاريع واسعة وغير محددة تحقق أهداف التنمية المستدامة ، بينما يركز التعريف العماني على مشاريع محددة مرتبطة بشكل مباشر بأهداف الأمم المتحدة، ويركز على التوازن التشريعي .

١_ أوجه التشابه بين سندات التنمية المستدامة و صكوك التنمية المستدامة :

أ_ تتشابه كل من صكوك التنمية المستدامة و سندات التنمية المستدامة ، أنها أوراق مالية متساوية القيمة عند الإصدار وتكون قابلة للتداول^(٢) ، ويكون غرضها الأساسي التمويل لتحقيق أهداف التنمية المستدامة^(٣) .

ب_ كل من صكوك التنمية المستدامة وسندات التنمية المستدامة لها دور في أداء وظائف هامة منها التحكم في حجم السيولة النقدية، فبمقتضى صكوك التنمية المستدامة يعمل المكتتب على شرائها بغرض الاستثمار وتحقيق الربح، وكذلك بالنسبة لسندات التنمية المستدامة تمثل دين في ذمة الشركة التجارية من أجل تحقيق غرض معين ، فيسهل بذلك على الجهة المصدرة أن تتحكم في مقدار السيولة النقدية^(٤).

ج_ لا يتمتع كل من حامل سندات التنمية المستدامة و صكوك التنمية المستدامة ، بحق الإدارة أو الرقابة و الأشراف، أي أن الشركة غير ملزمة بما يقدموه من توصيات او اقتراحات ، فلا يجوز لهم التدخل في إدارة الشركة^(٥).

(١) المادة(١ ف ٢٤) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ .

(٢) عبد الله أحمد محمد ، الطبيعة القانونية للصكوك التجارية "دراسة مقارنة" بين القانون الوضعي والشريعة الإسلامية ،مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونية والاقتصادية ،مصر، العدد السابع، ٢٠٢٣، ص ٢٣٢ .

(٣) د. أحمد بدران، الصكوك كأداة تمويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، لبنان، العدد ١٥٢، أغسطس، ٢٠١٤ ص ١٣٣ .

(٤) د. أسامة عبد الحلیم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، لبنان، ٢٠٠٩، ص ٣٤ .

(٥) د. سامي عبدالباقي أبو صالح، الشركات التجارية، دار النهضة العربية ، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٢٣٩ .

٢_ أوجه الاختلاف بين سندات التنمية المستدامة و صكوك التنمية المستدامة :

أ_ صكوك التنمية المستدامة فهي تعد حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو ديون أو نقود أو حقوق مالية على العكس من السندات التي تعد قرض من جانب مصدره^(١).

ب_ تعد صكوك التنمية المستدامة ، أوراق مالية يجب ان تصدر متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، أما سندات التنمية المستدامة تعد بمثابة قرض وبذلك تكون بعيدة عن أحكام الشريعة الإسلامية^(٢).

ج_ يحصل حامل سند التنمية المستدامة على فوائد عند حلول الأجل سواء تم تحقيق أرباح أو لم تتحقق لأنه بمثابة المقرض للشركة بينما صاحب صك التنمية المستدامة يحصل على عائد متى تم تحقيق أرباح^(٣).

د_ بالإمكان تحويل سندات التنمية المستدامة الى اسهم عند توفر الشروط ، بينما لا يمكن تحويل الصكوك إلى اسهم^(٤) .

هـ_ ويترتب على كون حامل صكوك التنمية المستدامة ليس دائئا، وإنما مالكا لحصة شائعة بالمشروع، ألا يكون له أولوية في استرداد قيمة استثماره، وإنما يصرف له بقدر حصته ما تبقى من موجودات المشروع، وذلك على خلاف حامل سندات التنمية المستدامة الذي تكون له الأولوية في استرداد قيمة السند^(٥) .

(١) د. حماد مصطفى عزب، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية: دراسة في القانونين الكويتي والمصري ، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية - ملحق خاص - العدد ٤ الجزء الأول، ٢٠١٩ ، ص٢٤٤.

(٢) د. ماهر محمد حامد، المرجع في أحكام قانون الشركات الكويتي، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٧، ص٦٩٦.

(٣) نصت المادة (٨) من اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية المصرية رقم (١٣٨) لسنة ٢٠٢١ على أن " لمالكي لصكوك السيادية، خلال مدة الإصدار، جميع الحقوق والالتزامات، المقررة شرعا للمنتفع بالأصول المتخذة أساسا لإصدار الصكوك السيادية، وذلك وفقا لما تحدده نشرة الإصدار، بما في ذلك التي : الحق في الارباح أو العوائد الدورية بما يتناسب ومقدار مساهمة الصك.. "،

(٤) د. احمد بدران ، مصدر سابق ، ص١٥٢. وينظر المادة (٢٩) من لائحة اصدار الصكوك و السندات في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٥) أسامة الجوزية، مصدر سابق ، ص ٣٦ وما بعدها.

المبحث الثاني

إصدار سندات التنمية المستدامة

أن عملية إصدار سندات التنمية المستدامة تتطلب المرور بمجموعة من المراحل ، و لا يمكن لسندات التنمية المستدامة ان تحقق نجاحها مالم يتم توفير مجموعة من المستلزمات التنظيمية و هذه المستلزمات تشمل بشكل أساسي تأسيس الإطار القانوني الذي يُحدد معايير الاستدامة، وينتهي بضمان قبوله في أسواق المال الذي يتجسد في شرط الإدراج كما يشمل وضع الشروط .

أما الشكلية بمجرد استكمال المستلزمات الجوهرية، تنتقل عملية الإصدار إلى مرحلة الشكليات التنظيمية والإجرائية التي تتعلق بطرح السند في السوق لجمع الأموال و هذا الجانب القانوني ينظّم كيفية وصول السند إلى المستثمرين ويحدد نوع الطرح وهذه الشكلية لا تختلف كثيرًا عن شكلية إصدار السندات التقليدية، ولكنها تتضمن عناصر إضافية تتعلق بطبيعتها المستدامة.

و لبيان المستلزمات و الشكلية نقسم هذا المبحث إلى مطلبين ، نتناول في المطلب الأول: مستلزمات إصدار سندات التنمية المستدامة ، أما المطلب الثاني: نتناول فيه الشكلية في إصدار سندات التنمية المستدامة .

المطلب الأول

مستلزمات إصدار سندات التنمية المستدامة

يعد أدراج سندات التنمية المستدامة نقطة البداية لجميع العمليات التي تتم في الأسواق المالية وكذلك وسيلة من الوسائل التي من خلالها يستطيع كل من السوق أو هيئات الأوراق المالية فرض رقابته على الشركات التي تطرح سنداتها للتعامل داخل السوق ، كما أن هذه السندات تحكمها مجموعة من الشروط التي يجب توافرها عند الإصدار ، لذلك نقسم هذا المطلب إلى فرعين حيث خصصنا الفرع الأول : أدراج سندات التنمية المستدامة ، أما الفرع الثاني : شروط إصدار سندات التنمية المستدامة .

الفرع الأول

أدراج سندات التنمية المستدامة

عملية الأدرّاج^(١) استلزمها القانون في الدول المقارنة، لكي يتمكن صاحب السندات من عملية البيع و الشراء لهذه السندات.^(٢)

تعد عملية الأدرّاج في سوق الأوراق المالية ، عملية مهمة ، لأنها تساهم في ضمان سلامة و نزاهة العمليات التي تجري على سندات التنمية المستدامة ، لكونها تخضع لرقابة مالية و قانونية ، كما أن عملية الأدرّاج تقلل من حجم المخاطر في التعامل بها ، لكون أن عملية الأدرّاج تساعد على تنفيذ أوامر البيع و الشراء^(٣).

وعرف المشرع المصري القيد بانه " قيد الأوراق المالية بجداول البورصة المصرية "^(٤)

يتضح من التعريف بأن القيد هي العملية الأساسية من اجل القيام بعملية التداول و تشمل الأوراق المالية جميعها السندات والصكوك و صكوك التمويل بالإضافة إلى الأسهم وغيرها من الأوراق المالية ، و أن ذكر عبارة (بجداول البورصة) هذا يدل على ان القيد في مصر ينقسم إلى أكثر من جدول في البورصة (رسمية و غير رسمية) ولكن يعاب على هذا التعريف انه لم يبين الشروط للقيد أو الأثر المترتب عليه.

أما المشرع العماني فلم يعرف أدراج الأوراق المالية .

(١) استخدم المشرع العراقي مصطلح أدرّاج" تقدم الشركة طلب إدراج إلى سوق الأوراق المالية موقع من قبل رئيس مجلس الإدارة...المادة(١) للاتحة التنظيمية رقم (٦) للأدرّاج في السوق النظامي ، العماني كذلك نفس المصطلح بينما المشرع المصري استخدم مصطلح القيد.

(٢) نصت المادة الأولى من القسم الثالث من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ على ان ، " لا تتم اية تعاملات في السندات في أسواق الأوراق المالية مالم يكن صنف السندات مقبولا للتعامل التجاري في أسواق الأوراق المالية ... "

(٣) د. حماد مصطفى عذب ، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية و أهميته في تفعيل دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية "دراسة مقارنة في القانونين المصري و الكويتي " ، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ملحق خاص ، العدد٤،الجزء الأول ، مايو ٢٠١٩، ص٢٧٤.

(٤) مادة. (١) مكرر من الإجراءات التنفيذية لقواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤ و تعديلاته.

وكذلك الحال بالنسبة للمشرع العراقي ، فقد خلا القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية من تعريف لمصطلح الأدرج .

أما على صعيد الدراسات الفقهية قد عرف الأدرج أو القيد بأنه " عملية قانونية من خلالها يتم قيد الأوراق المالية داخل البورصة " (١)

نلاحظ من تعريف الفقه وصف الأدرج بأنه عملية قانونية و بهذا يعني أنها ترتب حقوق و التزامات على الشركة لكن يشوبه النقص ولم يوضح عملية الأدرج لذاتها و ما يهمننا من هذه العملية الأثر المترتب ، وهو إمكانية التعامل في سندات التنمية المستدامة بين المستثمرين بصورة عامة من خلال الأدرج في جداول خاصة في سوق الأوراق المالية بناء على طلب الشركات .

بعد ان تعرفنا على معنى الأدرج او القيد لا بد من معرفة متطلبات أدرج سندات التنمية المستدامة، وبما ان لا توجد في القانون و اللوائح للدول المقارنة إجراءات خاصة لأدرج سندات التنمية المستدامة فيتم تطبيق القواعد العامة ، بأدرج الأوراق المالية المتمثلة بالسندات في سوق الأوراق المالية ، و عليه يتم تناول متطلبات الأدرج حسب القوانين المقارنة كالآتي :

١_أدرج سندات التنمية المستدامة حسب القانون المصري :

الشركة التي ترغب بأدرج أوراقها المالية حسب القانون المصري " يتم بناء على طلب الجهة المصدرة بقرار من لجنة قيد الأوراق المالية التي تتشكل بقرار من مجلس إدارة البورصة. وتقوم إدارة البورصة بإخطار الهيئة بجميع القرارات الصادرة عن اللجنة خلال ثلاثة أيام عمل من تاريخ صدورها. " (٢)

تبين أن الشرط أو الأجراء الأول لقيد السندات في سوق الأوراق المالية في مصر يتم بتقديم طلب من قبل الشركة الراغبة بقيد أوراقها المالية في جداول السوق إلى لجنة قيد و شطب الأوراق المالية .

ويلزم توفر متطلبات عامة بالإضافة إلى وجود متطلبات خاصة حسب نوع الورقة المالية ، للأدرج في سوق الأوراق المالية نوضحها كالآتي :

(١) .عصام احمد البهجي ، الموسوعة القانونية لبورصة الاوراق المالية في التشريعات العربية ، ط١، دار الجامعة الجديدة ، ٢٠٠٩ ، ص٣٢٦.

(٢) المادة (٥) من قواعد قيد و شطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤، وتعديلاته بناء على قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٦ لسنة ٢٠٢٥

اولاً: **المتطلبات العامة** يلزم توفر متطلبات عامة للأدراج في سوق الأوراق المالية نوضحها كالآتي^(١):

١_ أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيود المركزي.

١(مكرر) ألا يزيد رأس المال المرخص به للشركة الراغبة في قيد أوراقها المالية على خمسة أمثال رأس المال المصدر.

٢_ ألا يتضمن النظام الأساسي للجهة المصدرة أو شروط الإصدار إيه قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها مع عدم الإخلال بالقيود الواردة بالتشريعات المنظمة لبعض الأنشطة أو مناطق جغرافية معينة.

٣_ أن يتم القيد لجميع الأوراق المالية المصدرة من ذات النوع، وكذا قيد الإصدارات التالية وحق الأولوية^(٢) في الاكتتاب وفقاً للأحكام الواردة بهذه القواعد.

٤_ أن تلتزم الشركة طالبة القيد بإنشاء موقعاً إلكترونياً على شبكة المعلومات الدولية فور قيد أي من أوراقها المالية بالبورصة وقبل بدء التداول عليها لنشر القوائم المالية السنوية والدورية والإيضاحات المتممة لها وتقرير مراقبي الحسابات وغيرها من البيانات والمعلومات التي تحددها إدارة البورصة من بين ما يجب على الشركات إخطارها بها وفقاً لهذه القواعد، وذلك دون الإخلال بمتطلبات الإفصاح الواردة بهذه القواعد وبديلاً عن ذلك يجوز أن تنشر البيانات المشار إليها على موقع تخصصه البورصة لهذا الغرض.

٥_ أن يتم تقديم طلب القيد ومرفقاته من خلال الممثل القانوني للجهة طالبة القيد أو من خلال وكيل قيد معتمد لدى البورصة وفقاً للضوابط التي تحددها إجراءات التنفيذية لهذه القواعد.

٦_ أن تبرم الجهة طالبة قيد أوراقها المالية عقداً مع البورصة ينظم حقوق والتزامات كل منهما بما في ذلك التزامات الجهة طالبة القيد المترتبة على مخالفة قواعد وإجراءات القيد أو نصوص العقد.

(١) المادة (٦) من قواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤، وتعديلاته بناء على قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٨١ لسنة ٢٠٢٤.

(٢) حق الأولوية: تلك الأوراق المالية القابلة للتداول، و التي تعطي لحاملها أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي يتم طرحها حال إقرار الزيادة في رأس المال لأي شركة . ينظر :د. مها محسن علي السقا ، الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في اسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة ، المجلة القانونية ، العدد ٢، ٢٠٢٣، ص ٣٣٦.

٧_ وجوب استخدام أسلوب التصويت التراكمي^(١) في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة بما يسمح بالتمثيل النسبي^(٢) في عضوية مجلس الإدارة كلما أمكن ذلك.

٨_ ألا يقل نسبة تمثيل المرأة في مجلس إدارة الشركة عن ٢٥% أو عضويتين على الأقل.

٩_ حظر الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي للشركة، وللهيئة الاستثناء المؤقت من هذا الشرط في ضوء المبررات التي تقدمها الشركة وتقبلها الهيئة .

١٠- الانضمام لعضوية صندوق حماية المستثمر^(٣) من المخاطر غير التجارية^(٤).

نلاحظ من شروط المشرع المصري لا يوجد تحديد مباشر للحد الأدنى لرأس المال المصدر كشرط عام لإدراج الأوراق المالية ومع ذلك، يشير البند رقم (١) مكرر من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية) إلى حد أقصى لرأس المال المرخص به للشركة الراغبة في القيد، حيث يجب ألا يزيد على خمسة أمثال رأس المال المصدر هذا يعني ضمناً أن هناك حاجة إلى وجود رأس مال مصدر حتى يمكن مقارنته بالرأس المال المرخص به، لكن النص لا يحدد مبلغاً أدنى له.

كما ان المشرع المصري اشترط عدم وجود أية قيود على تداول الأوراق المالية محل الأدرج سواء كان مصدر هذه القيود النظام الأساسي للشركة أو شروط إصدار هذه الأوراق، وقد أجازت هذه المادة

(١) التصويت التراكمي : يقصد به منح كل مساهم عدداً من الأصوات مساوياً لعدد الأسهم التي يملكها للتصويت بها في اختيار أعضاء مجلس إدارة الشركة، وللمساهم أن يمنح كل الأصوات التي يملكها لمرشح واحد أو أكثر من مرشح وذلك بما يسمح بالتمثيل النسبي في عضوية مجلس الإدارة كلما أمكن ذلك. ينظر المادة (٤) من قواعد قيد و شطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤، وتعديلاته بناء على قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٨١ لسنة ٢٠٢٤.

(٢) التمثيل النسبي : لرأس المال في مجلس إدارة الشركة يقصد به ضمان تمثيل حد أدنى من نسبة رأس المال في عضوية مجلس إدارة الشركة بما لا يجاوز مقعداً بمجلس الإدارة لكل (١٠%) من أسهم الشركة. ينظر : المادة (٤) من قواعد قيد و شطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤، وتعديلاته بناء على قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٨١ لسنة ٢٠٢٤.

(٣) صندوق حماية المستثمر هو كيان قانوني خاص وليس شركة مساهمة وله شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة ويمكن القول بأنه شخص اعتباري أنشئ لغرض خاص ومحدد وهو تعويض عملاء شركات الوساطة عن الأضرار التي تصيبهم نتيجة ممارسة شركات الوساطة لنشاطها في مجال تنفيذ أوامر عملاءها بعد إتمام تسوية عملياتهم. ينظر البورصة المصرية على الموقع <https://www.egx.com> تاريخ اخر زيارة ١٠/٣/٢٠٢٥ الساعة ٨:٤٥ م.

(٤) المخاطر غير التجارية : تلك المخاطر التي تنتج عادة عن الإجراءات التي تتخذها الدولة المضيفة للاستثمار و تتصل بالأوضاع السياسية و الاقتصادية و الأمنية العامة و تخرج في طبيعتها عن إرادة المستثمر الذي لا يمكنه في الغالب التأثير عليها او تجنب أثارها و انعكاسها على مشروعه الاستثماري . ينظر : محمود علي الشرقاوي، النمو الاقتصادي و تحديات الواقع ، ط١، دار المنهل، ٢٠١٦، ص٢٣٣.

التداول بحق الاكتتاب بشرط أن يدرج هذا الحق في جداول سوق الأوراق المالية ، كذلك وجوب أبرام عقد ما بين الجهة المصدرة للأوراق المالية المراد إدراج سندات وإدارة سوق الأوراق المالية ، لكي ينظم حقوق والتزامات كل منهما وان كانت النصوص المعروضة لا تتضمن شرطاً محدداً بشأن الحد الأدنى لعدد المساهمين كشرط عام للإدراج إلا أن النصوص تشير إلى بعض الجوانب المتعلقة بحقوقهم بشكل غير مباشر مثل (حق الأولوية في الاكتتاب ، التصويت التراكمي في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ، الانضمام لعضوية صندوق حماية المستثمر من المخاطر غير التجارية).

ثانياً: **المتطلبات الخاصة** أن المشرع المصري ، قد نص على متطلبات خاصة بأدراج السندات التي تصدر عن طريق الأشخاص الاعتبارية وهذه الشروط كالآتي^(١) :

(أ_ أن تكون قد طرحت للاكتتاب العام أو الخاص بناء على نشرة اكتتاب أو مذكرة معلومات معتمدة من الهيئة أيا كان القانون الخاضع له الجهة التي أصدرتها.

ب_ تقديم شهادة توضح درجة التصنيف الائتماني الممنوح للإصدار.

ج_ تقديم طلب القيد مرفقا به كافة البيانات والمستندات الآتية:

١_ تعهد الجهة المصدرة بموافاة الهيئة والبورصة خلال ٩٠ يوم من نهاية السنة المالية بشهادة تصنيف ائتماني حديثة سنويا للإصدار تجدد سنويا.

٢- تعهد بالإفصاح الفوري للهيئة والبورصة عن الأحداث الجوهرية، وبتقديم شهادة تصنيف ائتماني جديدة خلال ١٥ يوما من تاريخ الإفصاح.

٣- تعهد بموافاة البورصة بمحضر اجتماع جماعة حملة السندات وما يفيد تعيين الممثل القانوني لها معتمداً من الجهة الإدارية المختصة وذلك في موعد أقصاه ثلاثة أشهر من تاريخ غلق باب الاكتتاب في تلك السندات، وتعهد بموافاة الهيئة والبورصة ببيان العوائد المستحقة لحملة السندات أو الصكوك وما يتم سداده منها وذلك قبل الصرف بخمسة عشر يوماً على الأقل وفي جميع الأحوال يجب اعتماد كافة الأوراق والمستندات المقدمة للقيد من السلطة المختصة بالشخص الاعتباري).

ومن خلال نص هذه المادة يبدو ان المشرع المصري ، قد وضع متطلبات تعمل على تحقيق التوازن بين مصلحة المستثمرين و تعزيز الشفافية ، مما يؤدي الى تعزيز الثقة في السوق ، وكذلك خلق فرص

(١) المادة (١٢) قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية رقم (١٨١) لسنة ٢٠٢٤.

استثمارية، و قد يكون من المهم على الشركات ان تدرك هذه الشروط بشكل دقيق و تطبيقها لضمان أدرج سنداتها وتحقيق الفوائد وبنفس الشروط يتم مراعاتها في سندات التنمية المستدامة .

أما بالنسبة لأدرج السندات المصدرة من الشركات الأجنبية يتم قيدها بذات شروط أدرج السندات المصرية، ويجوز أدرج السندات المصدرة من المؤسسات المالية الدولية وصناديق التنمية الإقليمية والدولية بشرط صدور موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية بإمكانية ادراجها بالبورصة ولا يشترط تشكيل جماعة لحملة السندات^(١).

يجب على لجنة القيد والشطب بعد ان يتم نشر طلب القيد لمدة خمسة أيام^(٢) ، فيجب على اللجنة أن تبت بقرارها خلال (٥) خمسة أيام من تاريخ تقديم البيانات اللازمة بالموافقة على قبول طلب القيد^(٣) و للشركة أو الجهة الطالبة تقديم طلب إعادة نظر في قرار اللجنة الصادر برفض القيد أمام مجلس إدارة البورصة وذلك خلال خمسة عشر يوما من تاريخ الإخطار بالقرار وعلى المجلس البت في طلب إعادة النظر في أول جلسة تالية له وفي حالة تأييد مجلس إدارة البورصة لقرار لجنة القيد يجوز للشركة أو الجهة تقديم التماس للهيئة خلال خمسة عشر يوما من تاريخ الإخطار بقرار مجلس إدارة البورصة.^(٤)

٢- أدرج سندات التنمية المستدامة حسب القانون العماني:

ان المشرع العماني، نص على أدرج سندات التنمية المستدامة في المادة (٣) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك ، رقم(خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ بقولها " يجب إدراج جميع السندات والصكوك المصدرة داخل سلطنة عمان لدى البورصة، وفقا للإجراءات المقررة قانونا، ووفقا للتعليمات الصادرة من البورصة " يتبين لنا أن أدرج سندات التنمية المستدامة في القانون العماني بنفس الإجراءات المتبعة في أدرج السندات التقليدية في سوق الأوراق المالية ، وبالرجوع إلى قانون الأوراق المالية المادة (٣٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم(١) لسنة ٢٠٠٩ نصت على ان " يجب ان تتقدم الجهة بطلب إدراج السندات التي تصدرها خلال الموعد الذي تحدده نشرة الإصدار وذلك وفقا للنموذج الذي تعده السوق "

- (١) المادة (١٦) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية ، رقم (١٨١) لسنة ٢٠٢٤ .
- (٢) المادة (٢٠) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية ، رقم (١٨١) لسنة ٢٠٢٤ .
- (٣) المادة (٢١) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية ، رقم (١٨١) لسنة ٢٠٢٤ .
- (٤) المادة (٢٢) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية ، رقم (١٨١) لسنة ٢٠٢٤ .

كما ذكر المشرع العماني شروط في نصوص متفرقة وهذه الشروط هي :

١_ يجب إدراج كل ورقة مالية يتم طرحها في اكتتاب عام في بورصة الأوراق المالية في سلطنة عمان، ما لم تكن مستثناة من الهيئة، وتبين اللائحة قواعد الاستثناء وفي حالة رغبة الجهة المصدرة في إصدار أوراق مالية إضافية من فئة الأوراق المالية المدرجة في بورصة أوراق مالية داخل سلطنة عمان، فيجب عليها في هذه الحالة إدراجها في البورصة نفسها التي أدرجت بها ذات الفئة قبل إدراجها في أي بورصة أخرى داخل سلطنة عمان، أو خارجها^(١).

٢_ مع عدم الإخلال بحكم المادة (٢٨)^(٢) من هذا القانون، يجب على من يرغب في القيام بإصدار عام لأي ورقة مالية الحصول على الموافقة المسبقة من قبل بورصة الأوراق المالية التي يرغب في الإدراج فيها، وعليه الالتزام بمتطلبات الحوكمة والإفصاح، وأي متطلبات أخرى تبينها اللائحة^(٣).

٣- ألا يقل رأس المال المدفوع عن (٥,٠٠٠,٠٠٠) خمسة ملايين ريال عماني .

٤- ألا تقل حقوق المساهمين عن (١٢٠%) من رأس المال المدفوع .^(٤)

يتبين لنا من الشروط هناك التزاماً قانونياً بإدراج جميع الأوراق المالية التي تطرح في اكتتاب عام في سوق الأوراق المالية، ما لم يكن هناك استثناء مُحدد، كما توجد قواعد واضحة للاستثناء من الإدراج يساهم في تحقيق التوازن بين حماية المستثمرين و الجهة المصدرة ، مما يتيح ذلك للجهات المُصدرة إمكانية الوصول إلى التمويل دون التعقيدات الإضافية للإدراج في البورصات، ولكن ضمن حدود معينة ، كما اشترط المشرع العماني الحصول على الموافقة المسبقة من البورصة والالتزام بمبادئ الحوكمة والإفصاح اذ يتطلب هذا من الجهة المصدرة ، أن تكون شفافة بشأن المعلومات المالية والتشغيلية، مما يحسن من مستوى إدارة الشركات بشكل عام، و تمثل هذه الشروط خطوات نحو تعزيز الشفافية، حماية حقوق المستثمرين، وتحسين كفاءة السوق في سلطنة عمان ، وحدد المشرع العماني الحد الأدنى لرأس

(١) المادة (٣١) ، من قانون الأوراق المالية سلطنة عمان رقم (٤٦) لسنة ٢٠٢٢ .

(٢) المادة (٢٨) من قانون الأوراق المالية سلطنة عمان رقم (٤٦) لسنة ٢٠٢٢ " لا يجوز إصدار أوراق مالية أو التحضير لإصدارها أو طرحها في اكتتاب عام أو خاص داخل سلطنة عمان إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة وفقاً للاشتراطات التي تبينها اللائحة وتستنثى من ذلك الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز مدتها العام الواحد الصادرة عن البنك المركزي العماني لأغراض تنفيذ السياسة النقدية وإدارة السيولة "

(٣) المادة (٣٢) ، من قانون الأوراق المالية سلطنة عمان رقم (٤٦) لسنة ٢٠٢٢ .

(٤) المادة (٣٩) من قرار خ/٥/٢٠١٦ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩ .

المال المدفوع وحقوق المساهمين، هي شروط عامة قد تنطبق على إدراج أدوات الدين بشكل عام ومع ذلك، قد يكون من الضروري التفكير في إضافة شروط محددة لسندات التنمية المستدامة تتعلق بمعايير الاستدامة والشفافية في استخدام المتحصلات لتمويل مشاريع ذات أثر إيجابي واضح على البيئة والمجتمع .

أما بالنسبة للشركات الأجنبية غير العمانية ، التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في السوق فيجب عليها تقديم طلب بذلك وفق النموذج الذي تعده السوق .^(١)

و يجوز للسوق إبرام اتفاقيات إدراج متبادل مع الأسواق المالية الأخرى على أن تتضمن الاتفاقية شروط وأحكام هذا الإدراج...^(٢)

٣- أدراج سندات التنمية المستدامة حسب القانون العراقي:

بالنسبة للمشرع العراقي لم ينظم سندات التنمية المستدامة بقانون خاص ، وباعتبار سندات التنمية ورقة مالية فيتم الرجوع إلى قواعد أدراج الأوراق المالية بصورة عامة و تطبق عليها ، و نلاحظ أن القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية ، لم يحدد الإجراءات الواجب اتباعها من أجل أدراج السندات اذ لا نجد أية إشارة إلى إجراءات أدراج الأوراق المالية باستثناء نصت المادة السابعة، من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) ، لسنة ٢٠٠٤ القسم الثالث بأن ” يجوز لمجلس الإدارة تبني قواعد منفصلة تخص عملية أدراج تداول الأوراق المالية في السوق الثانية^(٣) والسوق خارج البورصة الثالثة“

نلاحظ أن نص هذه المادة هي الإشارة الوحيدة في القانون فيما يخص إجراءات أدراج الأوراق المالية حيث أجاز القانون لمجلس الإدارة بوضع تعليمات للأدراج في سوق الأوراق المالية لكل من الأسواق التي

(١)المادة (٤١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٢)المادة (٤٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٣)عرفت المادة (١) من تعليمات السوق الثاني رقم (١٥) لسنة ٢٠٢٢ ، السوق الثاني ، انه (هو ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله التداول بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج ولوائح تنظيمية للتداول خاصة بها)

تم ذكرها في النص حيث اصدر مجلس الإدارة تعليمات الأدرج للسوق النظامي^(١) رقم (٦) لسنة ٢٠٢٢، وكذلك تعليمات الأدرج في السوق الثاني رقم (١٥) لسنة ٢٠٢٢.

بالرجوع إلى هذه الأسواق أوجب المشرع العراقي مجموعة من المتطلبات لكي يتم أدرج سندات الشركة في سوق الأوراق المالية وهي كالآتي :

١_ متطلبات متعلقة بطلب الأدرج :

لكي تعبر الشركة عن أرائها الحقيقية للأدرج في سوق الأوراق المالية، لا بد من :

أ- تقديم طلب الأدرج، و لكي يكتسب الطلب صيغته القانونية الصحيحة وبصورة لا تقبل الطعن من جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة، يستلزم ذلك موافقة الهيئة العامة أولاً ورئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض ثانياً وكما يأتي :-

أولاً _ الهيئة العامة : أوجب المشرع العراقي موافقة الهيئة العامة للشركة لإدرج سندات في سوق الأوراق المالية، ولا يوجد ما يتعلق بأدرج السندات لذا يطبق على هذا الشرط النص الخاص على كل الأوراق المالية ، حيث يشترط إن تكون الشركة قد حصلت على موافقة الهيئة العامة على إدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية^(٢) بناء عليه فاذا كانت الشركة قد عقدت اجتماعها الدوري السنوي الذي تطلبه قانون الشركات ثم بعد ذلك ارتأت الإدراج في السوق فيجب عليها القيام بعقد اجتماع اخر لأخذ موافقة الهيئة العامة على الإدراج في السوق^(٣).

ثانياً : رئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض، لقد أشار المشرع العراقي إلى موافقة رئيس مجلس الإدارة و المدير المفوض اذا ما تم استحصال موافقة الهيئة العامة بالموافقة على الأدرج اذ تقدم الشركة طلب إدراج الى سوق الأوراق المالية موقع من قبل رئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض^(٤) .

(١) عرفت المادة (١) من. تعليمات السوق الثاني رقم (١٥) لسنة ٢٠٢٢ ، السوق النظامي: هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية المصدرة وفقا لأحكام القوانين والأنظمة و اللائحة التنظيمية رقم (٦) متطلبات إدراج الشركات في سوق العراق للأوراق المالية .

(٢) المادة (٢) ، اللائحة التنظيمية رقم (٦) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية السوق النظامي سنة ٢٠٢٢.

(٣) لؤي قاسم فاضل ، النظام القانوني للقيود في سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير ، كلية القانون ، جامعة البصرة ، ٢٠١٣، ص٦٦.

(٤) المادة (١) ، اللائحة التنظيمية رقم (٦) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية السوق النظامي سنة ٢٠٢٢.

يتبين ان أدرج الشركة في سوق الأوراق المالية تصرف قانوني يفرض عليها التزامات جديدة، ويمنحها في المقابل امتيازات ، لهذا السبب، أحاط المشرع عملية التعبير عن إرادة الشركة بالانضمام للسوق بمجموعة من الضمانات الشكلية والموضوعية بالضمانات منها ضرورة الحصول على موافقة الهيئة العامة، كما ورد في النص موافقة صريحة ومباشرة ، كما اشترط موافقة طلب الإدراج من قبل رئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض.

٢_ متطلبات متعلقة بالمساهمين :

حدد المشرع العراقي عدد مساهمي الشركة بما لا يقل عن (١٠٠) مئة مساهم^(١) بالنسبة للسوق النظامي و هذا هو الحد الأدنى للمساهمين، في حين لم تشير تعليمات إدراج الشركات في السوق الثاني رقم (١٥) لسنة ٢٠٢٢ للعدد المطلوب من مساهمي الشركة لإدراجها.

لم يضع القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية النافذ وتعليمات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية (السوق النظامي) رقم (٦) وتعليمات أدرج الشركات في السوق الثاني رقم (١٥) لسنة ٢٠٢٢، تعريفاً يوضح مصطلح حقوق المساهمين .

وحدد السوق النظامي ان لا تقل حقوق المساهمين عن (١٠٠%) من رأس مالها المدفوع^(٢).

أما تعليمات إدراج الشركات في السوق الثاني بان حقوق ملكية المساهمين بالشركة بما لا تقل عن (٥٠%) من رأس المال^(٣).

نلاحظ ان المشرع العراقي ، حدد عدد المساهمين و حقوقهم في السوق النظامي بما لا يقل عن (١٠٠%) و ان هذ التحديد لزيادة ثقة المستثمرين وتشجيعهم ، بينما لم يشر في تعليمات السوق الثاني إلى عدد المساهمين وحسناً فعل لكونه يعد تسهياً مقصوداً للشركات الصغيرة التي لا تمتلك أعداد كبيرة من المساهمين و حدد حقوقهم بنسبة (٥٠%) بما يتلائم مع أعداد المساهمين.

(١)المادة (٤) ، اللائحة التنظيمية رقم (٦) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية السوق النظامي سنة ٢٠٢٢.

(٢)المادة (٧) ، اللائحة التنظيمية رقم (٦) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية السوق النظامي سنة ٢٠٢٢.

(٣)المادة (٢/ثالثاً) من تعليمات السوق الثاني رقم (١٥) لسنة ٢٠٢٢

٣- مضمون طلب الأدرج:

أولاً : على الشركة عند تقديمها لطلب الأدرج في سوق الأوراق المالية تقديم تقرير من مجلس الإدارة وهو لأخر وثيقة تصدر عن مجلس إدارة الشركة وفقاً (لمتطلبات قانون الشركات العراقي) تحتوي في جوهرها على النقاط التي تركز عليها أعمال الشركة الاقتصادية والاجتماعية، والغرض الأساسي منها هو بيان نوع من الشفافية تجاه الجهات الرقابية ومساهمي الشركة^(١)

ثانياً : يشترط أيضاً أن تقدم الشركة الراغبة في الأدرج البيانات المالية للشركة وهي سجلات مالية تبين الأنشطة التجارية والأداء المالي للشركة يتم إعدادها من قبل شركات محاسبة خاصة وتقدم الى الجهات الرقابية لبيان مدى التزام الشركة بالقوانين النافذة والتي يعتمد من خلالها المحللون والمستثمرون لبيان أداء الشركة ووضع توقعات حول أسعار أسهمها وتجاهها المستقبلي^(٢).

نلاحظ ان القانون يفرض على الشركات الراغبة بالإدرج تقديم تقرير مجلس الإدارة كإقرار رسمي يرتب مسؤولية قانونية مباشرة على أعضائه، وهو أساس مبدأ الشفافية لحماية المستثمر من أي تضليل، أما البيانات المالية المدققة من طرف ثالث محايد، فهي تمثل الحجة الرقمية والموضوعية التي تضي المصدقية على المركز المالي للشركة، ويعمل هذان المتطلبان معاً كنظام حماية قانوني متكامل يهدف إلى بناء الثقة في السوق فمن خلال هذا الإفصاح الموثق، يتمكن المستثمرون من اتخاذ قراراتهم بناءً على معلومات دقيقة ومسؤولة.

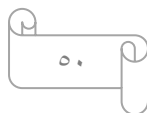
٤- نتيجة طلب الأدرج :

يقدم طلب الأدرج ابتداءً إلى سوق الأوراق المالية ومن خلاله يرفع تقرير إلى هيئة الأوراق المالية والتي بدورها تصدر قرار الموافقة أو الرفض على طلب الإدرج وكما يأتي :

أولاً : سوق الأوراق المالية

(١) المادة (٥) ، اللائحة التنظيمية رقم (٦) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية السوق النظامي سنة ٢٠٢٢

(٢) المادة (٦) من ، اللائحة التنظيمية رقم (٦) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية/ السوق النظامي ، سنة ٢٠٢٢



ينظر طلب الأدرج في سوق الأوراق المالية من خلال مجلس المحافظين^(١)، حيث يدار السوق من قبل تسعة أعضاء مجلس المحافظين من المؤهلين لهذا العمل من ذوي الخبرة والاختصاص^(٢) والتي أعطى له صلاحية النظر في طلبات إدراج الشركات، حيث نص المادة (٦) في القسم ٦ من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ (يجوز لمجلس الإدارة ان يؤدي بنفسه أو يخول مدراء أو إداريين أو مسؤولي إدارة السوق للقيام بالمراجعة والمصادقة أو عدم المصادقة على طلبات قبول الأوراق المالية لغرض التداول في السوق ومنها اتخاذ إجراءات رفض قبول الأوراق المالية في عملية التداول داخل السوق، على ان تلك المصادقة خاضعة لاستيفاء الشروط المقررة).

بعدها يرفع المجلس تقييمه التحريري عن الإداء المالي للشركة ومدى استحقاق إدراجها في السوق لغرض المصادقة على الإدراج^(٣).

ثانياً : هيئة الأوراق المالية تنظر هيئة الأوراق المالية من خلال مجلسها في طلب إدراج الشركة مرفقا بمصادقة وتقرير مجلس محافظين السوق فضلاً عن بيان رأي كل من دائرة نظم الأسواق والافصاح في الهيئة، ويصدر مجلسها احد القرارين :

أما الموافقة على طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية ويرتب على قرار الموافقة بإكمال إجراءات الإدراج في السوق خلال شهرين من تاريخ إخطارها بموافقة الهيئة على إدراجها في السوق بما في ذلك تسديد بدل الانتماءات والاشتراكات السنوية المقررة وتعتبر هذه الموافقة ملغاة في حال عدم التقيد بهذه المدة.^(٤)

أو رفض طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع بيان المبررات لهذا القرار والتي غالباً تكون نقصاً في إكمال بعض المتطلبات والشروط و أي قرار برفض طلب الأدرج لا يمنع من تقديم طلب اخر.^(٥)

(١) مجلس المحافظين : تعني المحافظين لسوق الأوراق المالية أو المحافظين الذين يشغلون مقاعد في المجلس . ينظر

المادة (٥) من القسم ١، الخاص بالتعاريف من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

(٢) ينظر المادة (١) من القسم السادس من النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨.

(٣) المادة (١٧) من اللائحة التنظيمية رقم (٦) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية/ السوق النظامي ، سنة ٢٠٢٢.

(٤) المادة (١٩) من اللائحة التنظيمية رقم (٦) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية/ السوق النظامي ، سنة ٢٠٢٢.

(٥) ديار حمود علي ، تنفيذ شركات الاتصالات التزاماتها بالأدرج في سوق الأوراق المالية (شركة اساسيل انموذجا) ، مجلة كلية القانون و العلوم السياسية، العدد (١٢)، ٢٠٢١، ص ٩٢.

أما بالنسبة إلى شروط أدراج السندات التي تصدرها الشركات الأجنبية يمكن الاستدلال بمفهوم المخالفة والشرط من نص المادة (١٥/ب) من تعليمات تداول الأوراق المالية رقم (١) لسنة ٢٠١٥ " يجوز لمجلس المحافظين الموافقة على تسعير الأوراق المالية بأي عمله أخرى غير الدينار العراقي اذا رأى ذلك مناسباً شريطة ان تكون هذه الأوراق المالية مصدرة بعملة غير الدينار العراقي وضمن العملات المعتمدة لدى البنك المركزي العراقي وبموافقة الهيئة "

في النص المذكور بأن تكون الأوراق المالية "مُصدرة بعملة غير الدينار العراقي" يُمثل اعترافاً ضمناً ومسبقاً بجواز تداول أوراق مالية لشركات أو جهات أجنبية داخل العراق. فالأوراق المُصدرة بغير العملة الوطنية هي بالضرورة أوراق مالية أجنبية.

الفرع الثاني

شروط إصدار سندات التنمية المستدامة

يتطلب لإصدار سندات التنمية المستدامة توفر مجموعة من الشروط طبقاً للقانون المصري يجب توفر شروط لإصدار السندات نوضحها كالآتي :

١_ صدور قرار من الجمعية العامة للمساهمين^(١).

٢_ يلزم على الشركة التي ترغب في إصدار سندات قد استوفت رأسمالها المصدر بالكامل من المساهمين^(٢) ، لان من غير الممكن أن تلجأ الشركة إلى الغير لتزويدها بالمال في حين أن جزء من رأس المال مازال ديناً في ذمة مساهمها^(٣). و استثناء على ذلك الشرط أجازت المادة (٥٠) من قانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ للشركة إصدار سندات قبل أداء رأس المال المصدر بالكامل في الحالات الآتية :

(أ) اذا كانت السندات مضمونة بكامل قيمتها برهن له الأولوية على ممتلكات الشركة .

(١) المادة (١٢) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، و المادة (٤٩) من قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١.

(٢) المادة (٣٤ مكرر) من قرار وزير الاستثمار و التعاون الدولي رقم (٢٢) لسنة ٢٠١٤ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣.

(٣) د. شحاته عبد المطلب حسن ، مدى مشروعية التعامل بالأسهم و السندات من منظور الفقه الإسلامي، مجلة كلية الدراسات الإسلامية و العربية للبنات ، العدد الثاني ، ٢٠١٨، ص ٣٦٧.

(ب) السندات المضمونة من الدولة.

(ج) السندات المكتتب فيها بالكامل من البنوك أو الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية وان أعادت بيعها .

(د) الشركات العقارية وشركات الائتمان العقاري والشركات التي يرخص لها بذلك بقرار من الوزير المختص .

٣_ يجب ان تكون قيمة هذه السندات لا تزيد عن صافي أصول الشركة حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقاً لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة باعتبار أن صافي أموال الشركة يمثل الضمان العام لدائني الشركة ، الأمر الذي يجب معه حماية حملة السندات من خطر ضياع أموالهم في حالة عدم سداد قيمتها في الموعد المحدد .^(١)

نستنتج من هذه الشروط أن المشرع المصري لا ينظر إلى إصدار السندات كعملية تمويلية عادية، بل كإجراء استثنائي له أبعاد خطيرة يتطلب رقابة عالية ، ومن خلال هذه الشروط يهدف الى حماية المساهمين و حماية حملة السندات ، حيث وضع ضمانات قوية تكفل لهم استرداد أموالهم .

اما بالنسبة للمشرع العماني، يتطلب مجموعة من الشروط بغض النظر عما اذا كانت متعلقة بالجهة المصدرة او متعلقة بالسندات ذاتها و هي كالآتي :

١_ لا يجوز إصدار أوراق مالية أو التحضير لإصدارها أو طرحها في اكتتاب عام أو خاص داخل سلطنة عمان إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة وفقاً للاشتراطات التي تبينها اللائحة.^(٢)

٢_ أن تصدر السندات بنفس عملة البلد الذي اصدر أو بأي عملة أجنبية قابلة للتحويل بنفس عملة البلد الذي أصدرها^(٣).

(١) احمد محمد لطفي ، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية دراسة فقهية مقارنة ، دار الفكر و القانون ، المنصورة، ٢٠١٣، ص٦٥.

(٢) المادة (٢٨) من قانون الأوراق المالية العماني رقم (٤٦) لسنة ٢٠٢٢.

(٣) المادة (٦) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

٣_ يشترط أن تكون السندات من ذات الإصدار و الشروط والقيمة الاسمية وتاريخ الاستحقاق أن وجد ، ويجب أن تدفع قيمة السند في تاريخ الاكتتاب ، مالم يتفق على خلاف ذلك في نشرة الإصدار^(١) ، كما يمكن الاتفاق على عدم سداد العائد الدوري ، وذلك مقابل السماح للمكتتبين بعدم سداد كامل القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاكتتاب أو أي شروط أخرى في نشرة الإصدار^(٢).

٤_ يشترط في الشركة المساهمة و المحدودة او الجهة المستفيدة الإفصاح الفوري للهيئة و للوكيل عن أي معلومات جوهرية من شأنها أن تؤثر في السندات المصدرة طول مدة إصدارها^(٣).

٥_ أن تكون العقود و المستندات المتعلقة بإصدار السندات متفقة مع الأحكام و الشروط الواردة في اللائحة و نشرة الإصدار^(٤).

٦_ أن تدفع العوائد المستحقة على السندات للمستثمرين ، وذلك حسب المواعيد و الشروط الواردة في نشرة الإصدار^(٥).

٧- يجب توزيع حجم السندات المعروضة بين المكتتبين بعد انتهاء فترة الاكتتاب في حال تجاوزها طلبات الاكتتاب طبقا لطريقة التخصيص المبينة في نشرة الإصدار ، ويجوز للشركة او الجهة المستفيدة في حال تجاوز نسبة الاكتتاب مقدار السندات المطروحة للاكتتاب تخصيص سندات إضافية للمكتتبين على ان يذكر ذلك في نشرة الإصدار ونسبته في حالة الرغبة بممارسته^(٦) .

نلاحظ من خلال شروط إصدار سندات التنمية المستدامة في عمان، ان تكون هنالك موافقة من الهيئة العامة لسوق راس المال في سلطنة عمان و ان كان هذا النص عام يطبق على جميع الأوراق المالية ألا أن يمكن الأخذ به لكون السندات احد انواع الاوراق المالية، كما اشترط ان تكون السندات إما بالعملة المحلية أو بعملات أجنبية قابلة للتحويل، مما يتيح مرونة التعامل للمستثمرين الدوليين والمحليين، ، كما يتطلب إصدار هذه السندات أن تكون متطابقة في الإصدار والشروط، بشأن سداد العائد أو القيمة

(١) نشرة الإصدار هي عبارة عن وثيقة مكتوبة تتضمن كافة البيانات و الشروط و المواصفات و الأحكام المتعلقة بأصدر السندات . ينظر المادة (٢٠/١) من لائحة تنظيم السندات والصكوك رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٢) المادة (٥) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٣) المادة (٨) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٤) المادة (٩) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٥) المادة (٣٢) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٦) المادة (٢٤) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

الاسمية، مما يسهل على الشركات جذب المكتتبين، بالإضافة الى ذلك يشترط توزيع السندات في حالة تجاوز الطلبات على السندات المطروحة، يجب توزيعها وفقاً لتعليمات نشرة الإصدار وإذا كان هناك فائض في الطلب، يمكن تخصيص سندات إضافية، مما يعزز الثقة في إمكانية زيادة التفاعل مع المستثمرين. هذا التحليل يُظهر كيف تسعى الشروط المحددة لضمان سلامة عمليات إصدار السندات وتعزيز الثقة لدى المستثمرين، مما يسهل التوجه نحو تمويل مشاريع التنمية المستدامة.

أما المشرع العراقي نص على شروط لإصدار سندات القرض يمكن تطبيقها على سندات التنمية المستدامة ، حيث لا يجوز إصدار السندات قبل استكمال الشروط الآتية^(١) :

أولاً - أن يكون راس مال الشركة مدفوعاً بكامله .

ثانياً - يجب أن لا يتجاوز مجموع مبلغ القرض الصادر راس مال الشركة.

ثالثاً - موافقة الهيئة العامة للشركة على إصدارها بناء على توصية مجلس الإدارة.

نلاحظ أن شروط المشرع العراقي موجزة تركز على المتطلبات المالية الأساسية للشركة المصدرة تقترب من النهج المصري ألا أنها اقل تفصيلاً.

ومن خلال الشروط السابقة يتبين لنا يمكن تطبيق الشروط التقليدية للسندات على سندات التنمية المستدامة ، مع إضافة متطلبات خاصة بالاستدامة.

(١) المادة (٧٨) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل .



المطلب الثاني

الشكلية في إصدار سندات التنمية المستدامة

أن سندات التنمية المستدامة عند إصدارها تتطلب مجموعة من الإجراءات الواجب اتباعها وفقا لما جاءت به القوانين و اللوائح التنفيذية ، حيث تصدر سندات التنمية المستدامة بطريقتين الاكتتاب العام و الاكتتاب الخاص ، وعليه نقسم هذا المطلب الى فرعين نتناول في الفرع الأول إجراءات إصدار سندات التنمية المستدامة ، أما الفرع الثاني نتكلم فيه عن طرق إصدار سندات التنمية المستدامة .

الفرع الاول

إجراءات إصدار سندات التنمية المستدامة

أن عملية إصدار سندات التنمية المستدامة لا تتم إلا اذا سبقت ببعض الإجراءات التي تقوم بها الجهة المصدرة ، وعليه نتناول الإجراءات حسب قوانين دول المقارنة كالتالي :

أولاً- إجراءات إصدار سندات التنمية المستدامة وفقا للقانون المصري

نص المشرع المصري في على إجراءات إصدار سندات التنمية المستدامة كالآتي: (١)

١_ الحصول على موافقة الهيئة

٢_ اختيار احد بنوك الاستثمار^(٢) المرخص له من الهيئة و المروجين .

٣_ الحصول على تصنيف ائتماني بمراعاة أحكام المادة (٣٤) من هذه اللائحة .

٤_ إصدار تقرير من احد مراقبي الحسابات المستقلين المقيدين لدى الهيئة بشأن توافق المشروعات المستهدفة مع الغرض من الإصدار ، وكذلك تقرير من إحدى المؤسسات الاستشارية المستقلة حال كون السندات المصدرة متعلقة بالبيئة .

٥_ تسعير السندات وتحديد العائد عليها

(١) المادة (٣٥ مكرر ٥) من تعديل احكام اللائحة التنفيذية لسوق راس المال رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ .

(٢) بنوك الاستثمار في تلك البنوك التي تمارس خدمات الصيرفة الاستثمارية لزيادة رأس المال للشركات، فالشركات تحتاج إلى سيولة من أجل النمو والتوسع في نشاطها. والبنوك الاستثمارية تقوم ببيع الأوراق المالية الجمهور المستثمرين من أجل رفع هذه السيولة، وهذه الأوراق يمكن أن تكون في شكل أسهم أو سندات . ينظر : بصيري محفوظ، أثر تحديث بنوك الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر، ٢٠١٨، ص ٩٢.

اذ ان وظيفة بنوك الاستثمار هو المشاركة في عملية إصدار الأوراق المالية وتسويقها، عندما تحتاج الشركات إلى أموال لتمويل مشاريعها الاستثمارية، فإنها تلجأ إلى بنوك الاستثمار لكي تصدر لها أوراقا مالية تلائم الشركة والمشروع سواء سندات او أية أدوات مالية أخرى^(١).

يتبين لنا من الإجراءات ان المشرع المصري يهدف إلى دمج الأهداف البيئية و الاجتماعية لتحقيق التنمية المستدامة اذ تبدأ هذه العملية بالحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية على إصدار سندات التنمية المستدامة وهذا لا يعد إجراء شكليا فقط بل بمثابة فحص و تدقيق للجهة المصدرة ، و بعدها لابد من الحصول على تصنيف ائتماني بمراعاة أحكام المادة (١/٣٤) من اللائحة التنفيذية لسوق راس المال ، وبعد الاطلاع على المادة(٣٤) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال التي تنص على أن " تقدم الشركة للهيئة شهادة بالتصنيف الائتماني المنصوص عليها في المادة (٧) - ثالثاً - بند (١١) من هذه اللائحة على ألا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات التي ترتبها السندات أو الصكوك، وذلك وفقاً للقواعد التي يحددها مجلس إدارة الهيئة "

يجب ان تقدم الشركة للهيئة العامة للرقابة المالية شهادة تصنيف ائتماني وبالرجوع الى المادة (٧) من اللائحة التنفيذية لسوق راس المال والتي تلزم كل شخص اعتباري مصري أو غير مصري لا يتخذ شكل شركة يرغب في إصدار أوراق مالية بخلاف الأسهم أن يخطر الهيئة بذلك، ويجب أن يتضمن الإخطار البيانات وأن ترفق به المستندات، بالإضافة إلى شهادة التصنيف الائتماني لمصدر الورقة المالية ، او للجهة الضامنة للورقة المالية (ان وجد) على ان يتم موافاة الهيئة بشهادة التصنيف الائتماني للورقة ان ذلك النص يشدد على أهمية إرفاق شهادة التصنيف الائتماني عند تقديم المشروع النهائي لنشرة الاكتتاب العام، هذا يعتبر خطوة مهمة ،لأنها تؤكد أن الجهة المصدرة تعتمد على بيانات موثوقة ومدعومة بمعلومات موثوقة قبل عرض السندات على المستثمرين ، يتضح من هذه النصوص ، أن الحصول على تصنيف ائتماني هو شرط لإصدار السندات في سوق رأس المال بغرض حماية المستثمرين ، وضمان وفاء الشركة بالالتزامات التي تقع عليها ، ثم تأتي السمة الأكثر تميزاً لهذه السندات في ضرورة إصدار تقارير مستقلة للتحقق من الغرض المخصص للإصدار و هذه الخطوة تمثل جوهر مصداقية "الاستدامة" في هذه السندات.

(١) أ. الهام بوجعدار خالد ، أنشطة بنك الاستثمار وعلاقتها بالأزمة المالية لسنة ٢٠٠٨ ، مجلة العلوم الإنسانية ، عدد ٣٧ ، الجزائر ، ٢٠١٢ ، ص ٣٠١ .

وأخيراً، تصل العملية إلى مرحلة تسعير السندات وتحديد العائد عليها، وهي خطوة تخضع لآليات السوق ولكن في إطار من الشفافية الكاملة التي يفرضها القانون و يجب الإفصاح بشفافية تامة في نشرة الاكتتاب عن كيفية تحديد السعر والعائد، لتمكين المستثمر من تقييم الجدوى الاقتصادية للاستثمار بشكل كامل.

ثانياً إجراءات إصدار سندات التنمية المستدامة وفق للقانون العماني :

المشرع العماني جاء بنصوص متفرقة تنظم إجراءات إصدار سندات التنمية المستدامة وطبقاً للقانون العماني، لا يجوز للجهة المصدرة أو المستفيدة استخدام أو تبني مصطلح سندات الاستدامة أو أن تعرف نفسها للأخرين على أنها مصدرة لهذا النوع من السندات إلا بعد الحصول على موافقة مسبقة من الهيئة.^(١)

وكذلك من الإجراءات لإصدار سندات التنمية المستدامة هو تقديم شهادة تصنيف ائتماني، حيث أوجب المشرع العماني على الجهة المصدرة تقديم شهادة تصنيف ائتماني للسندات التي ترغب في إصدارها أو تمديد فترة استحقاقها في الحالات الآتية :

- ١_ حالة السندات و الصكوك المطروحة للاكتتاب العام وحق الأفضلية .
 - ٢_ حالة اذا خسرت الجهة المصدرة أو المستفيدة جزءاً من رأس مالها .
 - ٣_ أي حالات أخرى ترى الهيئة ضرورة تقديم شهادة تصنيف ائتماني لها .
- وللهيئة رفض الموافقة على الإصدار أو التمديد اذا كانت درجة التصنيف الائتماني تثبت عدم قدرة الجهة المصدرة أو المستفيدة على الوفاء بالتزاماتها قبل حملة السندات أو ملاك الصكوك في موعد استحقاق قيمة السند أو الصك .

ويجوز للهيئة الاكتفاء بالتصنيف الائتماني الخاص بالجهة المصدرة أو المستفيدة للحالات المذكورة للهيئة في الفقرة السابقة من هذه المادة ، كما يجوز للهيئة طلب إعادة إجراء التصنيف الائتماني من مؤسسة أخرى على نفقة الجهة المصدرة أو المستفيدة^(٢).

نلاحظ أن المشرع العماني قد حدد الحالات التي يشترط فيها تصنيف ائتماني وهي ثلاث حالات تمثل الحالة الأولى التي تعد من اهم الحالات هي الاكتتاب العام ، اذ يجب الإفصاح عن كافة

(١) المادة (٩٦) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ .

(٢) المادة (٢٧) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ .

المخاطر، وحق الأفضلية^(١) أما الحالة الثاني التي تعبر عن وضع الشركة عندما تتدهور أوضاعها وتصبح عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها ، أما الحالة الأخيرة تحدها الهيئة لسوق راس المال لمعالجة بعض الأوضاع التي تعترض الشركة مثل الأزمات الاقتصادية و تقلبات الأسعار .

وطبقا للقانون العماني ، على الجهة المصدرة التي تقدم شهادة التصنيف الائتماني إبرام عقد مع ذات مؤسسة التصنيف الائتماني أو أي مؤسسة تصنيف أخرى لإجراء تصنيف ائتماني مستمر للجهة المصدرة أو المستفيدة، أو للسندات والصكوك المصدرة، بحسب الأحوال حتى موعد استحقاقها، ويجب أن يتضمن العقد حقوق والتزامات كل طرف.^(٢) “

وأخيرا نلاحظ لا يوجد اختلاف بين الإجراءات المتخذة من قبل المشرع المصري و العماني ، بشأن إصدار سندات التنمية المستدامة بصورة عامة وان كان هنالك اختلاف في بعض الجزئيات . أما المشرع العراقي لم ينظم الإجراءات لإصدار سندات التنمية المستدامة كما فعل المشرع المصري و العماني أما جاء بنصوص متفرقة فقد ذكرت الفقرة الثالثة من المادة (٧٨) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ " موافقة الهيئة العامة للشركة على إصدارها بناء على توصية مجلس الإدارة " و بعد موافقة الهيئة على الإصدار تقديم الطلب إلى مسجل الشركات بموجب القرار الذي اتخذته الجمعية العمومية بخصوص إصدار السندات و يجب أن يُرفق بالقرار دراسة اقتصادية وفنية تُوضح الأسباب التي دعت الشركة لإصدار السندات، وكيف سيتم استغلال الأموال التي ستُجمع من هذا القرض.^(٣)

يتضح أن الإجراءات التي ذكرها المشرع العراقي موجزة وغير واضحة لكن النقطة الأهم في هذه الإجراءات هو إرفاق الدراسة الاقتصادية والفنية و هذه النقطة هي جوهر النص اذ لا يكفي مجرد اتخاذ قرار بالإصدار، بل يجب أن يكون هذا القرار مدعوماً بدراسة شاملة كما لا نجد نص قانوني يشترط تقديم تصنيف ائتماني كشرط الزامي عند إصدار الأوراق المالية بصورة عامة كالتشريعات المقارنة التي اشترطت تقديم شهادة تصنيف ائتماني و على الرغم من أن المشرع العراقي لم يصدر بعد تشريعاً خاصاً يفرض التصنيف الائتماني فإن التطبيق العملي والالتزام بالمعايير الدولية يتطلب الحصول على تصنيف ائتماني لتقييم المخاطر المالية، بالإضافة إلى تقييم للاستدامة لتقييم الأثر البيئي والاجتماعي.

(١) حق الأفضلية: هو حق المساهم في الاككتاب بعدد من السندات او الصكوك بنسبة تعادل عدد الأسهم او الوحدات او الحصص التي يملكها في الجهة المصدرة أو المستفيدة بتاريخ اكتساب الحق. المادة (١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك عماني رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

(٢) المادة (٢٨) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

(٣) المادة (٧٩) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧.

الفرع الثاني

طرق إصدار سندات التنمية المستدامة

لعب الاكتتاب دوراً بارزاً في جذب التمويل لاستثمارات الشركة، وكذلك في تقييمها، وتبرز الفائدة منه بالنسبة للشركات من خلال جمع مبالغ كبيرة من المال عن طريق بيع نسبة من سندات الشركة لأشخاص آخرين، وبالتالي تستخدم الشركات هذه الأموال في استثمارات أخرى، حيث تساعد الشركة على تحقق المزيد من الأرباح^(١) ، لذلك ظهر نوعان من الاكتتاب النوع الأول هو الاكتتاب العام والنوع الثاني الاكتتاب الخاص.^(٢) وعليه نقسم هذا الفرع إلى أولاً: الاكتتاب العام ، و ثانياً : الاكتتاب الخاص .

أولاً _ الاكتتاب العام في سندات التنمية المستدامة :

يكون الاكتتاب عاماً حين يتم طرحه للجمهور دون تقييده بجماعة معينة^(٣) وإذا طرح جانب من السندات التي تصدرها الشركة للاكتتاب العام ، فيشترط ان يتم ذلك عادة عن طريق إحدى البنوك وتقوم المصارف في بنفس الدور الذي تقوم به في إصدار الأسهم فيكون المصرف مجرد وسيط يعرض السندات على الجمهور مقابل عمولة، وان يتعهد بالاكتتاب في السندات التي لم يكتب فيها الجمهور^(٤)، وهذا ما اكد عليه المشرع المصري^(٥) و العراقي^(٦) أما المشرع العماني لم ينص على ذلك ويتم الاكتتاب بالسندات عن طريق احد المصارف المرخصة لها و بعد الأخذ بموافقة الهيئة العامة للرقابة المالية و

(١) محمد فريد العريني ، الشركات التجارية ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، ٢٠٠٩ ، ص ١٧٥ .

(٢) رسول شاكر محمود ، النظام القانوني للشركات القابضة ، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون في جامعة بابل ، ٢٠٠٤ ، ص ٧٦ .

(٣) عباس مرزوق فليح العبيدي، الاكتتاب في راس مال الشركة المساهمة، دراسة قانونية مقارنة، ط١ دار الثقافة ، ٢٠١٢، ص ٩٨ .

(٤) السيد عبد الله أبو الفتوح ، أحكام التعامل في سندات و وثائق الاستثمار ، أطروحة دكتوراه ، جامعة عين الشمس ، كلية الحقوق ، ٢٠١٦ ، ص ٤٨ .

(٥) نصت المادة (٣٦) من قانون الشركات المساهمة المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ . و المادة (٢٠) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (٩٦) لسنة ١٩٨٢ . " ذا طرح جانب من أسهم الشركة للاكتتاب العام ، فيجب أن يتم ذلك عن طريق أحد البنوك المرخص لها بقرار من الوزير المختص بتدني الاكتتابات أو عن طريق الشركات التي تنشأ لهذا الغرض ، أو الشركات التي يرخص لها بالتعامل في الأوراق المالية وبعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال " .

(٦) نصت المادة (٤١/أولاً) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ ، " يتم الاكتتاب في احد المصارف العراقية المخول لممارسة العمليات المصرفية في العراق بموجب استمارة مطبوعة تحمل اسم الشركة ...".

بتلقي الاككتابات ، ومن الشروط أيضا التي تطلبها المشرع المصري لكي نكون أمام اكتابة صحيح يجب على كل شركة ترغب في ان تطرح سنداتنا للاكتتاب ان تخطر الهيئة بذلك ، مع توفير كافة البيانات والمستندات التي ترفق بها^(١) ، و تحدد المادة (٧ / ثالثا) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم (٤٥) لسنة ٢٠١٥ على البيانات الواجب توفرها و هي:

- ١_ نسخة من النظام الأساسي للشركة وفقا لآخر تعديل.
 - ٢_ قرار الجمعية العامة غير العادية بإصدار الأوراق المالية والمستندات والتقارير التي عرضت عليها في هذا الشأن.
 - ٣_ بيان أعضاء مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال.
 - ٤_ موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاثة السابقة أو عن المدة من تاريخ التأسيس أيهما أقل .
 - ٥_ نوع الأوراق المالية المزمع إصدارها وبيانات وافية عنها وما إذا كان يتم طرحها للاكتتاب العام من عدمه وما إذا كان الإصدار دفعة واحدة أم دفعات متعددة.
 - ٦_ الإيصال الدال على سداد الرسوم المقررة للهيئة.
 - ٧_ شروط ومواعيد استرداد الأوراق المالية.
 - ٨_ بيان المساهمات في رأس المال وتوزيعاته، وما إذا كانت الشركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية.
 - ٩_ مصاريف الإصدار وكيفية حسابها
- وفي جميع الأحوال يجب على الشركة إخطار الهيئة بتمام إجراءات الإصدار خلال خمسة عشر يوما من تاريخ تمامها أو من تاريخ القيد في السجل التجاري في الحالات التي يلزم فيها هذا القيد، كما يجب على المسجل المختص خلال ذات المدة إبلاغ الهيئة بذلك القيد.
- يتضح لنا من النص أعلاه أن عملية طرح السندات للاكتتاب العام تتطلب الالتزام بمجموعة من الإجراءات القانونية من قبل الشركات، حيث ، يعتبر إخطار الهيئة خطوة أساسية ومهمة، إذ يمنح الهيئة فرصة لمراجعة الإصدار والتأكد من استيفاء جميع المعايير القانونية والتنظيمية و تكون فترة الاعتراض التي تمتد لسبعة أيام تعكس رغبة المشرع في تحقيق التوازن بين سرعة الإجراءات وحماية السوق كما يتطلب القانون مجموعة من المستندات القانونية والبيانات التي يجب على الشركة تقديمها .

(١) د. طاهر شوقي مؤمن ، عقد البيع الاوراق المالية في البورصة ، دار النهضة العربية، ٢٠٠٧، ص٨٢.

و بالإضافة إلى ذلك يجوز ان تطرح السندات للاكتتاب العام مع مراعاة الشروط الآتية^(١) :

١_ أن تقدم الشركة للهيئة شهادة بالتصنيف الائتماني المنصوص عليها في المادة (٧) ثالثاً بند (١١) (٣) من هذه اللائحة، على ألا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات التي ترتبها السندات أو الصكوك، وذلك وفقاً للقواعد التي يحددها مجلس إدارة الهيئة.

٢_ أن تفصح الشركة في نشرة الاكتتاب أو الدعوة إليه بحسب الأحوال عن كامل البيانات التي تشتمل عليها شهادة التصنيف الائتماني.

٣_ أن تقدم الشركة للهيئة شهادة تصنيف جديدة خلال شهر من انتهاء كل سنة مالية طوال فترة سريان السندات أو صكوك التمويل.

٤_ أن تنشر الشركة كامل بيانات التصنيف في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار خلال خمسة عشر يوماً من صدور شهادته الأصلية ومن صدور كل شهادة تكون قد اشتملت على تغيير في درجة التصنيف.

وإذا لم يتم تغطية جميع السندات وصكوك التمويل المطروحة للاكتتاب خلال المدة المقررة يجوز لمجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال أن يقرر الاكتفاء بما تم تغطيته مع إخطار الهيئة بذلك خلال أسبوع من قرار المجلس^(٢) "

يتضح من الشروط ان المشرع المصري يضع اهتماماً بالغاً بمسألة التصنيف الائتماني ، حيث أن التصنيف الائتماني يُقدم للمستثمرين مؤشراً واضحاً وموضوعياً على مستوى المخاطر المرتبطة بالاستثمار كما أن إلزامية الإفصاح الدوري ونشر البيانات له أهمية للمستثمرين ومع ذلك، يمكن طرح بعض التساؤلات حول بعض الجوانب منها النص لا يحدد بشكل صريح ما هي المعايير التي يجب أن يلتزم بها مجلس إدارة الهيئة عند تحديد القواعد التفصيلية للتصنيف الائتماني .

ولا يجوز لأي شخص اعتباري مصري أو غير مصري ، أيّاً كانت طبيعته و نظامه الخاضع له ، طرح أوراق مالية في اكتتاب عام للجمهور ألا بناء على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة و على النماذج التي تعدها الهيئة ، و وفقاً للشروط و الإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال و يجب نشر ملخص نشرة الاكتتاب و فقا لوسائل النشر التي يحددها مجلس إدارة الهيئة.^(٣)

(١) المادة (٣٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال مضافة بقرار وزير الاقتصاد رقم (٥٨٦) لسنة ٢٠٠٠.

(٢) المادة (٣٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة (٤) من قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

ويجب على المؤسسين أن يقدموا - قبل البدء في عملية الاكتتاب - إلى الهيئة أصل نشرة الاكتتاب موقعا عليها من جميع المؤسسين أو من ينوب عنهم قانونا، كما يجب أن يرفق بالنشرة تقرير من مراقب الحسابات بصحة البيانات ومطابقتها لمتطلبات القانون واللائحة، وكذلك عقد الشركة الابتدائي ومشروع نظامها الأساسي موقعا عليه من المؤسسين أو من ينوب عنهم قانونا^(١)، ويجب أن تشمل نشرة الاكتتاب - على الأقل - على جميع البيانات ، كما بيننا المادة (٥) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

وللهيئة حق الاعتراض خلال أسبوعين من تاريخ تقديم نشرة الاكتتاب إليها على عدم كفاية أو دقة البيانات الواردة بها، وللهيئة أن تكلف المؤسسين باستكمال البيانات المشار إليها أو بتصحيحها أو تقديم أية بيانات أو توضيحات تكميلية أو أوراق أو مستندات إضافية، ويتم توجيه الاعتراض أو طلب استكمال البيانات وغير ذلك من الأوراق إلى المؤسسين أو من ينوب عنهم قانونا، وتخطر الجهة التي يجرى عن طريقها الاكتتاب^(٢)، وإذا مضت مدة الأسبوعين من تاريخ تقديم نشرة الاكتتاب أو من تاريخ تقديم آخر ورقة أو إيضاح طلبته الهيئة دون اعتراض منها جاز للمؤسسين البدء في إجراءات الدعوة إلى الاكتتاب العام ويظل الاكتتاب مفتوحا للمدة المحددة بالنشرة بحيث لا تقل عن عشرة أيام ولا تجاوز شهرين، وإذا لم يكتب في جميع السندات المطروحة خلال تلك المدة جاز بإذن من رئيس الهيئة مد فترة الاكتتاب مدة لا تزيد على شهرين آخرين.

وإذا طرأ بعد اعتماد الهيئة لنشرة الاكتتاب ما يؤثر على سلامة عملية الاكتتاب أو صحة بيانات النشرة أو تغيرت الظروف أو العناصر المادية أو القانونية التي اعتمدت بناء عليها النشرة كان لرئيس الهيئة إيقاف إجراءات الاكتتاب إلى أن يتم اتخاذ الإجراء المناسب على الوجه الصحيح خلال المدة التي يحددها بناء على طلب يقدمه المؤسسين إلى الهيئة وذلك خلال أسبوع على الأكثر من تاريخ حصول التغيير المشار إليه، وفي هذه الحالة يجب على المؤسسين أن يخطروا المكتتبين وكل من حصل على نشرة الاكتتاب بما حدث من تعديل في النشرة خلال تلك المدة بعد اعتمادها من الهيئة وإلا وجب على الجهة التي تلقت الاكتتاب رد المبالغ التي اكتتب فيها إلى المكتتبين، كما يتم إيقاف إجراءات الاكتتاب

(١) المادة (٤٦) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (٤٧) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

ورد المبالغ المكتتب فيها إذا كان الاكتتاب تم بالمخالفة الأحكام القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له أو ثبت أن اعتماد النشرة تم على أساس بيانات غير صحيحة^(١).

ويتم نشر موجز لنشرة الاكتتاب وتعديلاتها بعد اعتمادها من الهيئة متضمنا البيانات الرئيسية، وذلك على النموذج الذي تضعه الهيئة في هذا الشأن، ووفقا لوسائل النشر التي يحددها مجلس إدارة الهيئة ، ولا يجوز اعتماد نشرة الاكتتاب من الهيئة قبل إجراء نشر من أي نوع من بيانات النشرة يتضمن الترويج للأوراق المالية، ومع ذلك يجوز بعد تقديم النشرة إلى الهيئة توزيع إعلانات أو نشرات أو خطابات أو غير ذلك من البيانات الأساسية الخاصة بنشاط المشروع المقدمة عنه النشرة، على أن يشار في جميع الأحوال وبطريقة ظاهرة إلى أن نشرة الاكتتاب لم تعتمد بعد من الهيئة^(٢).

وعند الانتهاء من إجراءات الاكتتاب العام وقفله، يجب على كل من المؤسسين والجهة التي تلقت مبالغ من المكتتبين إخطار الهيئة خلال خمسة أيام عمل التالية لقفل باب الاكتتاب، بأسماء المكتتبين وجنسياتهم ومحال إقامتهم وقيمة ما دفعه كل منهم وعدد الأسهم التي اكتتب فيها ومقدار الأسهم التي خصصت له^(٣).

من خلال ما تقدم يتبين ان التنظيم الذي يحكم عمليات طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام في مصر، يمنح "الهيئة العامة للرقابة المالية" دوراً محورياً ورقابياً فجوهر التنظيم هنا هو حماية المستثمرين من خلال ضمان الشفافية الكاملة والإفصاح الدقيق عن كافة البيانات الجوهرية المتعلقة بالشركة المصدرة للأوراق المالية، وذلك عبر إلزام المؤسسين بتقديم نشرة اكتتاب معتمدة ومفصلة، كما يوضح النص الآليات الإجرائية الدقيقة، بدءاً من تقديم النشرة ومراجعتها من قبل الهيئة، مروراً بحقها في الاعتراض وطلب التصحيحات، وصولاً إلى تحديد مدد زمنية واضحة للاكتتاب وإمكانية تمديدتها ويبرز النص أيضاً سلطة الهيئة في إيقاف الاكتتاب حال ظهور أي مستجدات تؤثر على سلامة العملية أو صحة البيانات،

(١)المادة (٤٩) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢)المادة (٥١) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢

(٣)المادة (٤٦) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٣)المادة (٥٦) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

مما يعكس الطبيعة للرقابة لحماية حقوق المكتتبين وأخيراً، يفرض النص التزامات لاحقة على المؤسسين بعد إغلاق باب الاكتتاب، تتمثل في إخطار الهيئة بتفاصيل المكتتبين وتخصيص الأسهم، لاستكمال حلقة الرقابة وضمان سلامة الإجراءات بالكامل.

أما بالنسبة للمشرع العماني أوجب على الشركة المساهمة العامة التي ترغب في إصدار أو طرح لأي سندات في اكتتاب عام الحصول على موافقة الهيئة والالتزام بمتطلبات لائحة تنظيم السندات^(١)... بالإضافة إلى ذلك أوجب على الشركة المساهمة أو الجهة المستفيدة عند الإعلان عن طرح السندات للاكتتاب العام مراعاة الأمور الأتية^(٢):

- ١_ ضمان اطلاع المستثمر على نشرة الإصدار .
- ٢_ تنبيه المستثمرين المحتملين بعوائد و مخاطر الاستثمار في السند محل الإعلان .
وكذلك ان تتضمن نشرة الإصدار كافة المعلومات الضرورية التي تتعلق بالإصدار ، والتي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره^(٣) ، ويتم تقديم طلب قبول هذه النشرة أي نشرة الإصدار أو وثيقة الإصدار من قبل المصارف إلى الهيئة العامة لسوق رأس المال بعد ان يتم دفع الرسم مرفقا به الاتي^(٤):
- ١ - نسخة معتمدة من وثائق تأسيس الجهة المصدرة أو المستفيدة.
- ٢ - قرار السلطة المختصة^(٥) بالموافقة على إصدار السندات أو الصكوك، بعد أخذ موافقة الجهات الحكومية التي تخضع لها الجهة المصدرة أو المستفيدة (إن وجدت).
- ٣_ نسخة من قرار تعيين الوكيل، ونسخة من العقد المبرم معه بعد انتهاء الاكتتاب.
- ٤- نسخة من إعلان الإصدار باللغة العربية للاكتتابات العامة وحق الأفضلية وفق النموذج الذي تعده الهيئة وترجمته إلى اللغة الإنجليزية، وتعفى الاكتتابات الخاصة من شرط الإعلان

(١) المادة (٤) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم(خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ .
(٢) المادة (٢٠) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ .
(٣) المادة (١٤) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ .
(٤) المادة (١٥) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ .
(٥) يقصد السلطة المختصة هي الجهة المخولة قانونا بالموافقة على إصدار السندات أو الصكوك ويكون مجلس الإدارة بالنسبة للشركات المساهمة، وجمعية الشركاء بالنسبة للشركات محدودة المسؤولية، وإدارة الصندوق بالنسبة لصناديق الاستثمار، والجمعية العامة للشركات المساهمة إذا كانت السندات أو الصكوك قابلة للتحويل إلى أسهم أو أي جهة أخرى لديها صلاحية الموافقة على إصدار السندات أو الصكوك. ينظر المادة(١ ف١٧) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم ٢١/خ/٢٠٢٤ .

٥_ نسخة معتمدة من وثائق تأسيس وترخيص شركة الغرض الخاص^(١)، واسم الجهة المدبرة لشؤونها (إن وجدت).

٦_ نسخة معتمدة من سند إنشاء العهدة المالية (إن وجدت).

٧_ شهادة التصنيف الائتماني للحالات المنصوص عليها في المادة (٢٧)^(٢) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك.

٨_ أي بيانات أو معلومات أو مستندات أخرى ترى الهيئة ضرورة تقديمها.

وللهيئة العامة لسوق راس المال خلال فترة إجراءات اعتماد نشرة الإصدار ، ان يسمح للمصارف بعرض مسودة نشرة إصدار أولية لاطلاع بعض المستثمرين عليها لأخذ مرئياتهم على هيكلية وشروط الإصدار و العائد المتوقع للمساعدة في تحديد نسبة الأقبال المتوقعة و نوعية المستثمرين المهتمين ، كما يجوز للهيئة ان تقوم بنشر او اطلاق الجمهور على نشرة الإصدار من تلقاء نفسها^(٣) .

وبعد ذلك يجب ان تصدر الهيئة قرارها باعتماد نشرة الإصدار خلال (٥) خمسة ايام عمل بعد التحقق من استيفاء جميع المعلومات والبيانات و المستندات التي اشرنا اليها في المادة (١٥) من هذه اللائحة.

وفي جميع الأحوال ، لا يعد اعتماد نشرة الإصدار من الهيئة مصادقتها على صحة تلك المعلومات و المستندات.^(٤)

(١) شركة الغرض الخاص تعرف بانها " عبارة عن كيان قانوني يتم أنشائه بواسطة الجهة المستفيدة للقيام بعمل معين و تحقيق غرض محدد " . ينظر نهى خالد عيسى، دور شركة الغرض الخاص في إصدار صكوك التمويل(دراسة مقارنة) ، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية و السياسية، العدد لثاني، ٢٠٢٣، ص ٤٢٠.

(٢) تنص المادة (٢٧) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم ٢١/خ/٢٠٢٤ على انه ، " يجب على الجهة المصدرة أو المستفيدة تقديم شهادة تصنيف ائتماني للصكوك أو السندات التي ترغب في إصدارها أو تمديد فترة استحقاقها في الحالات الآتية:

١ - حالة السندات والصكوك المطروحة للاكتتاب العام وحق الأفضلية.

٢ - حالة إذا خسرت الجهة المصدرة أو المستفيدة جزءا من رأس مالها.

٣_ أي حالات أخرى ترى الهيئة ضرورة تقديم شهادة تصنيف ائتماني لها... "

(٣) المادة (١٦) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٤) المادة (١٧) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

ويجوز للمصارف وللشركات العاملة في مجال الأوراق المالية و شركة الإيداع، تلقي طلبات الاكتتاب بالوسائل التقليدية أو الإلكترونية من خلال الربط مع نظام الاكتتاب الإلكتروني لشركة الإيداع^(١).

كما يجب توزيع حجم السندات والصكوك المعروضة بين المكتتبين بعد انتهاء فترة الاكتتاب في حال تجاوزها طلبات الاكتتاب طبقا لطريقة التخصيص المبينة في نشرة الإصدار، ويجوز للجهة المصدرة أو المستفيدة في حالة تجاوز نسبة الاكتتاب مقدار السندات المطروحة للاكتتاب تخصيص سندات أو صكوك إضافية للمكتتبين على أن يذكر ذلك في نشرة الإصدار ونسبته في حالة الرغبة بممارسته^(٢).

وأخيرا يجب على الجهة المصدرة أو المستفيدة، ومدير الإصدار الاحتفاظ بجميع المستندات المتعلقة بالإصدار لمدة لا تقل عن (١٠) عشر سنوات من تاريخ إغلاق الاكتتاب ويجب عليهم في حال وجود دعوى قضائية أو مطالبة أو أي إجراءات تحقيق قائمة تتعلق بهذه المستندات الاحتفاظ بها - فضلا عن المدة المشار إليها - لحين انتهاء تلك الدعوى القضائية أو المطالبة أو الإجراءات، وفي جميع الأحوال، يجب تقديم المستندات عند طلبها من الهيئة أو الجهات ذات الاختصاص^(٣).

يتضح من النصوص السابقة بشكل واضح مجموعة الشروط والإجراءات المنصوص عليها لإصدار السندات، إذ يُشترط على الشركة الحصول على موافقة الهيئة قبل طرح السندات للجمهور، مع الالتزام بمتطلبات لائحة تنظيم السندات التي تشمل تقديم نشرة إصدار كاملة وواضحة، تتيح للمستثمرين فهم العوائد والمخاطر المتعلقة بالإصدار كما تتطلب الإجراءات تقديم مستندات متعددة، مثل قرار الموافقة، وثائق التأسيس، وقرار تعيين الوكيل، مع الالتزام بالإعلان باللغة العربية وترجمتها للإنجليزية، إضافة إلى تقييم الجهة المصدرة من خلال التصنيف الائتماني، كما تسمح الهيئة بعرض مسودات النشرة على بعض المستثمرين قبل الاعتماد النهائي، واختصاصها في اتخاذ قرار اعتماد النشرة خلال خمسة أيام عمل وأخيراً، يجب على الشركات والمصارف الاحتفاظ بجميع المستندات المتعلقة بالطرح لعشرة سنوات على الأقل، لضمان التتبع القانوني في عمليات إصدار السندات.

وعند المقارنة مع المشرع المصري نلاحظ كلا القانونين يقدمان اجراءات تنظيمية حديثة متقاربة مع وجود اختلافات طفيفة في آليات التنفيذ والأطر الزمنية.

(١) المادة (٢١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

(٢) المادة (٢٤) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

(٣) المادة (١٠) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

أما المشرع العراقي، كما أوضحنا سابقا انه لم ينظم سندات التنمية المستدامة بتنظيم خاص ، لذا يتم تطبيق أحكام الاكتتاب التقليدية الخاصة بالسندات وبالرجوع للقانون العراقي، و يتم الاكتتاب من قبل احد المصارف العراقية المخولة لممارسة العمليات المصرفية في العراق^(١) ، و يعد المؤسسون بيان يتضمن جملة من المعلومات و هذا البيان عبارة عن وثيقة ينظمها المؤسسون تتضمن معلومات عن الشركة المراد تأسيسها^(٢) بدعوة ينشر فيها بيان في النشرة وصحيفتين يوميتين وتدرج هذه البيانات في سند التنمية المستدامة عند الإصدار^(٣) وهي:

أولاً: اسم الشركة ورأس مالها.

ثانياً : تاريخ قرار الهيئة العامة بالموافقة على إصدار سندات القرض .

ثالثاً: معلومات عن الوضع المالي للشركة وعن نتائج عملياتها، بما في ذلك إيراداتها.

رابعاً: سعر الفائدة وتواريخ استحقاقها.

خامساً: قيمة الإصدار ومدته والقيمة الاسمية للسندات.

سادساً: طريقة الاكتتاب ومدته وطريقة الدفع.

سابعاً: مواعيد الوفاء بالقيمة الاسمية للسند.

ثامناً الغرض من القرض.

تاسعاً: ضمانات الوفاء.

عاشراً: سندات القرض التي أصدرتها الشركة سابقاً.

حادي عشر: أية بيانات ومعلومات ضرورية.

يتبين أن المشرع العراقي حدد الجهة المكتتب لديها وهي المصارف و من ثم لا يجوز للمؤسسين القيام بعملية الاكتتاب من قبلهم و يثار سؤال هنا هل يجوز ان يتم الاكتتاب بأكثر من مصرف ؟ و بالرجوع إلى القانون العراقي ذكر في نص المادة (٤١) السالفة الذكر عبارة (احد المصارف) واضحة ان يتم الاكتتاب عن طريق مصرف واحد، كما حرص المشرع العراقي على توفير قدر كبير من الشفافية والإفصاح للمستثمرين المحتملين في هذه السندات من خلال اشتراط تضمين النشرة وبيانات السند نفسه

(١) المادة (٤١/ اولاً) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

(٢) نوفل رحمن مليغط و علي عبد الحسين الياسري ، الاكتتاب العام برأسمال الشركة المساهمة في ظل قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل ، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية و السياسية ، العدد الثالث ، ٢٠١٩، ص ٥٧٤.

(٣) المادة (٨٠) من قانون الشركات المعدل رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

لهذه المعلومات الهامة هذه البيانات تغطي جوانب أساسية يحتاجها المستثمر لتقييم المخاطر والعوائد المحتملة، بدءًا من الوضع المالي للشركة والغرض من القرض، وصولًا إلى تفاصيل الإصدار وشروط السداد والضمانات ، كما ألزم المصرف الموكل اليه تولي عملية الاكتتاب بسندات القرض، غلقه عند انتهاء مدته التي حددها المشرع ألا تقل عن (٣٠) يوما و ألا تزيد عن (٦٠) يوما أو الاكتتاب بكامل السندات المطروحة والإعلان عن ذلك في صحيفتين يوميتين وتزويد المسجل فوراً بجميع المعلومات عن عملية الاكتتاب بما في ذلك أسماء المكتتبين بها وعدد السندات التي اكتتب بها كل منهم ومهنتهم وجنسياتهم والمبالغ المدفوعة وقيمة السند^(١). و الى جانب، هذه الإجراءات الوقائية، منح كل مكتتب بالسندات حق الطعن أمام المحكمة المختصة في صحة عمليات الاكتتاب أمام المحكمة المختصة في صحة عمليات الاكتتاب وأثبت ذلك وطلب الغاء الدفعة عند عدم مراعاة الشركة إجراءات إصدار السندات أو الاكتتاب بها أو الدعوة إليها، وذلك خلال السبعة أيام التالية لآخر اعلان بغلق الاكتتاب ، مع تحويل المحكمة الفصل في الطعن على وجه الاستعجال و اعتبار قرارها قابلا للتمييز لدى محكمة الاستئناف بصفتها التمييزية، وعدم خضوع قرارها للطعن بطريق تصحيح القرار التمييزي^(٢). وفي حالة الحكم بإلغاء الاكتتاب الزم المصرف الذي تولى عملية الاكتتاب (حال عمله بالإلغاء) إعادة المبالغ المدفوعة من المكتتبين إليهم كاملة خلال مدة لا تزيد على ثلاثين يوما^(٣).

كما أجاز المشرع العراقي للشركة ،بيع السندات غير المكتتب بها بسعر تداولها في سوق العراق للأوراق المالية، بما لا يقل عن قيمتها الاسمية^(٤) ، وان كان المفروض أن يكون بما لا يقل عن قيمة الإصدار، ومن جهة أخرى، إلزام الشركة بالوفاء بقيمة سندات القرض وفق الشروط التي صدرت بها، دون تأخير ميعاد الوفاء بها^(٥).

(١) ينظر المادة (٨١) من قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

(٢) المادة (٨٢ ف اولاً) من قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

(٣) المادة (٨٢ ف ثانياً) من قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

(٤) المادة (٨٣) من قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

(٥) ينظر المادة (٨٤) من قانون الشركات المعدل رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

٢_ الاكتتاب الخاص في سندات التنمية المستدامة

الاكتتاب الخاص يقتصر على مؤسسي الشركة فقط^(١)، و لا يتطلب هذا النوع من الاكتتاب إجراءات معقدة لأن طريقة التأسيس الفوري قد تكون محصورة بالمؤسسين، أو مع بعض الأشخاص الذين لا يتوفر بهم وصف الاكتتاب العام^(٢)، اعتماد نظام الاكتتاب الخاص فالمشرع المصري اعتمد الاكتتاب الخاص في اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ونص عليه كوسيلة لجمع رأس المال في الشركة المساهمة واضعا معيارا للتفريق بين الاكتتاب الخاص والاكتتاب العام مفاده انه نكون أمام اكتتاب عام في حالة دعوة أشخاص غير محددين مسبقا الى الاكتتاب في الأسهم أو اذا زاد عدد المكتتبين في الشركة عن مائة أما في غير ذلك فالاكتتاب يكون خاص^(٣)، إذ أجاز اقتصار الاكتتاب بالأسهم على المؤسسين فقط أو عليهم وعلى غيرهم من الأشخاص الذين لا يتوفر فيهم وصف الاكتتاب العام.^(٤)

أما من ناحية الإجراءات ويسري في شأنه شأن شركة المساهمة ذات الاكتتاب العام والتي سبق ذكرها، وقد نظمت اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، تأسيس شركة المساهمة ذات الاكتتاب الخاص بأحكام خاصة في الفرع الرابع من الفصل الأول في تأسيس شركات المساهمة والتوصية بالأسهم من الباب الأول في تأسيس الشركات، وذلك في المواد من (٣٧) إلى (٤٣) منها، و تتلخص هذه الأحكام في أن يتم تقدير الحصص العينية التي تدخل في تكوين رأس مال الشركة ذات الاكتتاب الخاص لذات الأحكام السابق بيانها بمناسبة تقدير الحصة العينية بالنسبة الشركة المساهمة ذات الاكتتاب العام، و أعداد قائمة بنفقات التأسيس و كذلك توضح ايداع مبالغ التأسيس لدى احد البنوك المرخص لها بذلك و ثم التوقيع على نظام الشركة و اخيرا تعيين واحد او اكثر من المؤسسين للقيام بأعمال لصالح الشركة تحت التأسيس.^(٥)

(١) سمير عبد الحميد رضوان ، مصدر سابق ،ص٣٧.

(٢) زينة غانم عبد الجبار و اخرون ، الاكتتاب المغلق باسم الشركة المساهمة ، مجلة جامعة تكريت للعلوم القانونية و السياسية ، العدد السادس ، ٢٠١٠، ص١٣٨.

(٣) المادة (١٠) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١.

(٤) المادة (٣٧) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١.

(٥) د. محمد كمال سالم ، الأخطار في الشركات المساهمة وفقا لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ و قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مجلة البحوث القانونية و الاقتصادية، مصر ، العدد ٧٦، ٢٠٢١، ص١٣٠٥.

من خلال ما تقدم يتضح ان المشرع المصري يُقدم تعريفاً للاكتتاب الخاص، لكنه اعتمد معيار غير دقيق المعيار، فالمعيار الأساسي الذي اعتمده اللائحة التنفيذية هو عدم دعوة الجمهور أو الأشخاص غير المحددين، وليس عدد المكتتبين. فالمادة (١٠) والمادة (٣٧) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ تُشير بوضوح إلى أن تأسيس الشركة يمكن أن يكون "دون اللجوء إلى الاكتتاب العام". أما من ناحية الإجراءات أن هذا النوع من الاكتتاب لا يتطلب إجراءات معقدة لأن طريقة التأسيس الفوري قد تكون محصورة بالمؤسسين أو مع بعض الأشخاص الذين لا يتوفر بهم وصف الاكتتاب العام^(١).

أما من ناحية الإجراءات في حالة الاكتتاب الخاص فانه وفقا للقانون العماني ، " تسري في شأن إصدار السندات في اكتتاب خاص إجراءات الإصدار المنصوص عليها في هذه اللائحة دون التقيد بتعيين (٣) ثلاث جهات وطنية على الأقل لتلقي طلبات الاكتتاب على النحو الوارد في المادة (٢٢)^(٢) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك "^(٣).

ويجب على الجهة المصدرة أو المستفيدة عند إصدار السندات في اكتتاب خاص الالتزام بالآتي^(٤):

١ - موافاة الهيئة بقائمة أسماء وجنسيات الأشخاص الذين تم تخصيص السندات أو الصكوك لهم، وعددها، وذلك إن لم يكن قد تم تحديدهم في نشرة الإصدار .

٢- الإفصاح عن الطرف ذي العلاقة بالجهة المصدرة أو المستفيدة ممن تم تخصيص السند أو الصك له.

(١) نص المادة (٣٧) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١: والمقصود بالأشخاص الذين لا يتوفر فيهم الاكتتاب العام ((لا يتوافر صفة الاكتتاب في حالة دعوة أشخاص محددين سلفاً إلى الاكتتاب في الأسهم أو إذا لم يزد عدد المكتتبين في الشركة عن مائة))

(٢) حيث نصت هذه المادة (٢٢) على انه، " يجب على مدير الإصدار بالنسبة للاكتتاب العامة تعيين (٣) ثلاث جهات وطنية على الأقل من الجهات المنصوص عليها في المادة (٢١) من هذه اللائحة بالتشاور مع الجهة المصدرة أو المستفيدة، وإبرام اتفاقيات مع هذه الجهات تحدد واجباتها ومسؤولياتها ويتعين على هذه الجهات تلقي طلبات الاكتتاب المحددة في نشرة الإصدار، كما يتعين عليها التنسيق مع مدير الإصدار وتوفير البيانات اللازمة عن التغطية، وعليها التنسيق مع شركة الإيداع بشأن سجل المكتتبين وإعادة المبالغ الزائدة على الاكتتاب خلال (٣) ثلاثة أيام على الأكثر بعد التخصيص "

(٣) المادة (٢٥) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم(خ/ ٢١) لسنة ٢٠٢٤

(٤) المادة (٢٦) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم(خ/ ٢١) لسنة ٢٠٢٤

يتبين النقطة الأهم بالتشريع العماني هي الاستثناء الواضح والصريح الذي يمنحه القانون العماني للاكتتاب الخاص فيما يتعلق بتعيين ثلاث جهات وطنية على الأقل لتلقي طلبات الاكتتاب، وهو الشرط المنصوص عليه في المادة (٢٢) من لائحة تنظيم السندات هذا الاستثناء يعكس طبيعة الاكتتاب الخاص الذي يميزه عن الاكتتاب العام وعلى الرغم من التخفيف في بعض الإجراءات، فإن القانون العماني يفرض التزامات محددة على الجهة المصدرة أو المستفيدة عند إصدار السندات أو الصكوك في اكتتاب خاص، وذلك لضمان الشفافية وحماية المستثمرين.

أما بالنسبة لموقف المشرع العراقي من الاكتتاب الخاص ، نلاحظ لم يعالج الموضوع ،اذ اقتصر الأمر على الاكتتاب العام كوسيلة وحيدة في تكوين رأس المال^(١). بينما ذهب البعض إلى أنه بالرغم من عدم الإشارة الصريحة إلى الاكتتاب الخاص في النصوص القانونية هذا لا يعني أنها تؤكد على الاكتتاب العام فقط لأنه القانون سمح للمؤسسين بالاكتتاب بكامل رأس المال الشركة دون عرض رأس المال عل الجمهور للاكتتاب العام^(٢) ، ومن خلال بيان موقف القوانين المقارنة من الاكتتاب الخاص نتفق مع المشرع العماني من ناحية التنظيم لكونه اكثر دقة و تفصيلا من القوانين الأخرى .

(١) دعاء عناد حسين، الاكتتاب المغلق بأسهم الشركة المساهمة (دراسة في التشريعات العراقية و العربية المقارنة)، مجلة كلية الأمام الكاظم ، العدد (٣) ، ٢٠٢٣، ص٢٣٧.

(٢) ديلمان صالح عبدالله ، الاكتتاب المغلق في الشركة المساهمة الخاصة دراسة مقارنة ، رسالة ماجستير، جامعة السليمانية ، كلية القانون و السياسة، ٢٠١٦، ص٤٥.

الفصل الثاني

الأحكام القانونية لعملية إصدار

سندات التنمية المستدامة

الفصل الثاني

الأحكام القانونية لعملية إصدار سندات التنمية المستدامة

تمهيد و تقسيم:

أن عملية إصدار سندات التنمية المستدامة لا تكون إلا بتوافر عدة أطراف و تأكد الأنظمة القانونية و الاقتصادية على ضرورة توافر هذه الأطراف لإتمام عملية إصدار السندات.

أذ أن كل طرف له دور خاص به بحيث لا يمكن الاستغناء عنه ، فجميع هذه الأطراف دورها مهم في عملية إصدار السندات لكن هناك اطراف رئيسية و لا يقتصر دورها عند الإصدار بل يتعداه إلى بعد الإصدار ، و اطراف أخرى يقتصر دورها بعد عملية الإصدار فقط ، و لفهم عملية إصدار سندات التنمية المستدامة لابد من التعريف بهذه الأطراف وتوضيح دور كل طرف ، و كيفية القيام بعملية تداول تلك السندات ، وصولاً إلى الحقوق والمسؤوليات القانونية التي تترتب على المصدرين والمستثمرين اذ أن عملية الإصدار تنثير جملة من الآثار القانونية الجوهرية التي تختلف عن السندات التقليدية.

وعلى ضوء ما تقدم، يهدف هذا الفصل تحليل الأحكام القانونية الخاصة التي تحكم سندات التنمية المستدامة ، من خلال بيان الأطراف المشاركة في عملية إصدار السندات ثم يتم فيه البحث عن الآثار القانونية المترتبة على إصدار سندات التنمية المستدامة.

ولتحقيق ذلك، تم تقسيم الفصل إلى مبحثين نتناول في المبحث الأول: اطراف عملية إصدار سندات التنمية المستدامة، أما المبحث الثاني: الآثار القانونية المترتبة على إصدار سندات التنمية المستدامة.

المبحث الأول

اطراف عملية إصدار سندات التنمية المستدامة

أن عملية إصدار سندات التنمية المستدامة ، بوصفها احد أدوات سوق الأوراق المالية ، أجراء قانوني لا يقتصر على الأطراف الرئيسية ، بل أن نجاح الإصدار و تحقيقه لأهدافه التمويلية يعتمد على وجود اطراف متعددة ، يبرم كل منهما عقودا أو اتفاقيات لتنظيم العلاقة بينهما.

و يساهم كل طرف في عملية إصدار السندات، وضمان توافقها مع المبادئ و المعايير الدولية للتنمية المستدامة و أن هذا التفاعل المنظم بين الأطراف هو الذي يمنح عملية الإصدار المصدقية و جذب المستثمرين و يضمن توجيه العائدات نحو المشاريع المستدامة .

وعليه نتكلم في هذا المبحث عن الطرف الرئيسي في عملية إصدار سندات التنمية المستدامة هم جماعة حملة السندات و وكيلها ، ثم نتكلم عن الأطراف المصدرة و الرقابية في عملية الإصدار التي تضم اطراف متعددة قد تكون بعضها ملزمة و البعض الآخر اختيارية ، لذلك نقسم المبحث إلى مطلبين نتناول في المطلب الأول : جماعة حملة السندات ، بينما نتناول في المطلب الثاني : الأطراف المصدرة و الرقابية في عملية إصدار السندات .

المطلب الأول

جماعة حملة سندات التنمية المستدامة

بعد اكتمال عملية الاكتتاب في سندات التنمية المستدامة من جانب المستثمرين، تتطلق مرحلة جديدة تمنح المكتتبين مجموعة من الحقوق من بين هذه الحقوق، يبرز حقهم في تشكيل كيان جماعي يسمى بجماعة حملة السندات " و تتكون هذه المجموعة بقوة القانون ، الغرض منها هو الدفاع عن حقوق حملة السندات و تمثيلهم أمام الشركة و أمام الغير، كما أعطى القانون الحق في تعيين وكيل لحملة السندات الذي يعد الكيان المسؤول عن تمثيل مصالح حاملي السندات ، وعليه نقسم هذا المطلب إلى فرعين، نتناول في الفرع الأول: تشكيل جماعة حملة سندات التنمية المستدامة، بينما يتناول الفرع الثاني : وكيل حملة السندات .

الفرع الأول

تشكيل جماعة حملة سندات التنمية المستدامة

أن حملة السندات هم المستثمرون في السندات ، ويعدون احد اهم الأطراف في عملية إصدار سندات التنمية المستدامة ، وأن اهم ما يجب مراعاته هو تأمين هذا الطرف وضمان حقوقهم ، فهم الممولين المباشرين لتلك السندات^(١) .

و أعطى القانون للمكتتبين في سندات التنمية المستدامة الحق في تكوين جماعة تمثلهم في مواجهة الكافة ، وتكون لتلك الجماعة وكيل أو ممثل قانوني.

وقد نظم القانون المصري جماعة حملة السندات بشكل واضح و مفصل ، اذ تعد هذه الجماعة كيانا قانونيا يهدف لحماية المصالح المشتركة لحملة السندات و هذا ما أكده في المادة(٧٠) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ اذ نصت على، ” يجوز لحملة السندات... .. ، تكوين جماعة تهدف إلى حماية المصالح المشتركة لأعضائها ومتابعة الإصدار حتى انتهائه ” ، وأن وجود مثل هذه الجماعة يعكس حرص المشرع المصري على توفير اطار قانوني يضمن حقوق المستثمرين في السندات ، خاصة في ظل التطورات المتسارعة في أسواق المال و ظهور أدوات مالية جديدة مثل سندات التنمية المستدامة و يمثل هذا النص أيضا احد الشروط الموضوعية لجماعة حملة السندات، ويوضح أن تكوين جماعة حملة السندات هو امر جوازي وليس وجوبي وهذا يظهر في صدر المادة(٧٠).

كما استحدث قانون الشركات حكما في هذا الخصوص، حيث نظم لأول مرة جماعة حملة السندات لرعاية المصالح المشتركة لهؤلاء، أذ أجاز تشكيل جماعة لحملة السندات تضم جميع حملة السندات ذات الإصدار الواحد في الشركة ويكون غرض هذه الجماعة هو حماية المصالح المشتركة لأعضائها.^(٢)

(١) د. عمر ناطق يحيى، النظام القانوني للصكوك السيادية، "دراسة في قانون الصكوك السيادية رقم(١٣٨) لسنة ٢٠٢١

ولائحته التنفيذية رقم(١٥٤٧) لسنة ٢٠٢٢"، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٢٣، ص٨٦.

(٢) المادة (٥٢) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

ومن الضوابط الموضوعية أيضا يلزم أن يكون تكوين جماعة حملة السندات ذات الإصدار الواحد فقط^(١) .

يتبين أن كل إصدار من إصدارات سندات التنمية المستدامة يلزم له جماعة مستقلة ، فلم يشاء المشرع أن يجعل جماعة حملة السندات واحدة على مستوى الجهة الإدارية المصدرة بل تستقل كل جماعة بالإصدار الخاص بها .

أما بالنسبة للمشرع العماني يظهر الإطار القانوني المتعلق بتشكيل جماعة حملة السندات نهجا أكثر تنظيما ووضوحًا ، ويقترّب في بعض جوانبه من النهج المصري، حيث يعد قانون الشركات التجارية الصادر بالمرسوم السلطاني رقم (١٨) لسنة ٢٠١٩ بالإضافة إلى لائحة تنظيم السندات والصكوك الصادرة بقرار رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤، المصادر الرئيسية التي تحدد كيفية تشكيل جماعة حملة السندات.

نص قانون الشركات التجارية العماني على أن ، " تشكل بحكم القانون جمعية عامة لحملة سندات أو ملاك صكوك الإصدار الواحد يكون غرضها حماية مصالحهم المشتركة ، وتحدد اللائحة اختصاصات هذه الجمعية وكيفية الدعوة إليها ومواعيد انعقادها ، وتحمل الشركة المصاريف الخاصة بذلك"^(٢)

يتضح من هذا النص ذكر عبارة " تشكل بحكم القانون " تدل على وجوب تشكيل جماعة لحملة السندات بمجرد إصدار السندات نلاحظ أن المشرع العماني يماثل إلى حد كبير المادة (٥٢) من قانون الشركات المصري، حيث يؤكد على التشكيل التلقائي لجماعة حملة السندات بمجرد إصدار السندات ويهدف إلى حماية المصالح الجماعية لحملة السندات، هذا يضمن أن يكون لحملة سندات التنمية المستدامة، كيان قانوني يمثلهم.

بالإضافة إلى ذلك، تشير لائحة تنظيم السندات والصكوك لسلطنة عمان إلى وجود وكيل لحملة السندات من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المرخص لها بممارسة نشاط وكيل حملة السندات.^(٣)

(١) المادة (٧١) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ .

(٢) المادة (١٥٤) من قانون الشركات التجارية العماني رقم (١٨) لسنة ٢٠١٩ .

(٣) المادة (٧٥) من لائحة تنظيم السندات والصكوك رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ .

أما المشرع العراقي لم ينظم سندات التنمية المستدامة و عندما تكلم عن السندات التي تصدرها الشركات الخاصة أو السندات الحكومية لم يتطرق إلى تشكيل حملة السندات ، اذ أن القانون العراقي يختلف الوضع إلى حد ما عن القانون المصري و العماني ، فبينما ينص القانون المصري و العماني صراحة على تشكيل جماعة لحملة السندات ذات الإصدار الواحد فأن القوانين القانون العراقي يركز بشكل أكبر على الجوانب الإجرائية والتنظيمية لإصدار وتداول السندات، مع إشارة إلى تسجيل حملة السندات دون تفصيل الاليه تشكيل جماعة تمثلهم.

تشير تعليمات تنظيم إدراج وإيداع وتداول السندات الحكومية في العراق إلى أن البنك المركزي العراقي يتلقى تأييداً بأسماء حملة السندات المودعة لديه حسب آخر جلسة تداول في السوق قبل يوم من تاريخ الإطفاء^(١).

هذا يعني أن هناك سجلاً رسمياً لحملة السندات، مما يضمن معرفة الجهات المعنية بهوية مالكي السندات، ومع ذلك، فأن مجرد وجود سجل لحملة السندات لا يعني بالضرورة وجود جماعة منظمة ووجود شخص يمثلهم قانوناً و يعتبر وكيل عنهم كما هو الحال في مصر .

الفرع الثاني

وكيل حملة سندات التنمية المستدامة

ابتداءً أن المشرع المصري و العراقي لم يعرفا الوكيل لحملة السندات ، أما المشرع العماني فقد عرفه بأنه ، " الشخص المرخص من قبل الهيئة والذي تقوم الشركة المساهمة أو الشركة المحدودة أو أي صندوق استثماري بتعيينه."^(٢)

يتضح من خلال تعريف المشرع العماني عرف الوكيل بأنه شخص ولم يقيد بكونه شخص طبيعي أو اعتباري ، لكن اشترط أن يكون له ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال وبهذا يعني أن من يتولى دور الوكيل يجب أن يتمتع بالكفاءة المهنية و النزاهة.

(١) المادة (٢ رابعاً) من اللائحة التنظيمية لأدراج وإيداع و تداول السندات الحكومية في العراق رقم (٣١) .

(٢) مادة (١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ .

طبقا للقانون المصري فإنه ، يتم اختيار وكيل حملة السندات عن طريق حملة السندات ويمثلهم في المفاوضات مع الشركة المقترضة ، بعد اتخاذ قرار بأغلبية أصوات حملة السندات خلال الاجتماع، و يتم إبلاغ الهيئة والجهات المرتبطة بالإصدار باسم ممثل الجماعة فور تعيينه، ويجري هذا الإبلاغ عبر قنوات النشر التي تحددها ضوابط مجلس إدارة الهيئة وإذا لم يتم اختيار الوكيل للجماعة خلال مدة ثلاثة اشهر من الاجتماع الذي دعي اليه لاختياره يجوز لكل من أعضاء الجماعة أن يطلب من الهيئة تعيين وكيل وعلى رئيس الهيئة أن يصدر قرار بتعيين الممثل خلال شهر من تاريخ وصول الطلب اليه^(١).

ويشرف الوكيل على قيام الشركة بتنفيذ التزاماتها، كما أن له حق اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة للحفاظ على حقوق حملة السندات، إذا أخلت الشركة بشروط الإصدار مثل امتناعها عن الوفاء بالفوائد في مواعيدها المقررة ويتم تعيين الوكيل أو الممثل القانوني ، بعد اتخاذ قرار بأغلبية أصوات حملة السندات خلال الاجتماع^(٢).

ويشترط لتعيين الوكيل مجموعة من الشروط التي يمكن تلخيصها بالاتي :

١_ يجب أن يكون الوكيل من بين أعضاء حملة السندات يتم اختياره في اجتماع للجماعة بقرار من أغلبية حملة السندات ، ويتم أخطار الهيئة والجهات المرتبطة بالإصدار باسم ممثل الجماعة فور اختياره ، ويتم الأخطار وفقا لوسائل النشر المحددة بالضوابط الصادرة من مجلس إدارة الهيئة^(٣).

يلاحظ من الفقرة أعلاه أن المشرع المصري يشترط في الوكيل أن يكون شخص طبيعي و يوجب أن يكون الوكيل عضواً يُنتخب بأغلبية الجماعة، مع التركيز على التمثيل الداخلي و لا يشترط على الشخص الذي يقوم بدور الوكيل الخبرة .

(١) ينظر المادة (٧١) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣.

(٢) شاكر نبيل عبد السلام، الادارة الفعالة للأموال و المشروعات ، دار كتب عربية ، ٢٠٠٧، ص٨٧.

(٣) المادة (٧١) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣.

أما المشرع العماني، اشترط تعيين وكيل لحملة السندات من بين الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والمرخص لها بممارسة نشاط وكيل حملة السندات^(١) .

يلاحظ على المشرع العماني يشترط في يكون الوكيل شركة أي شخص معنوي من بين الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وهذا يعني اشترط الخبرة و الدراية فيمن يمارس دور الوكيل و بهذا يختلف عن النهج المصري الذي يركز على مبدأ التمثيل الذاتي من داخل الجماعة نفسها، وحسناً فعل فمن وجهة نظرنا أن كأن عامل الخبرة والدراية يجب توافره في ممثل حملة السندات ، إلا أنه يجب أن يكون الممثل القانوني من أحرص الناس على مصلحة الجماعة، وذلك لا يتأتى إلا من خلال توافر مصلحة أساسية ورئيسية له، ويتجلى ذلك عندما يكون هو أحد أعضائها.

٢_ أن يكون الوكيل شخصاً طبيعياً كامل الأهلية ، سواء بصفته الشخصية أو بصفته ممثلاً عن شخص اعتباري.^(٢)

٣_ ألا يكون للوكيل علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة المصدرة المتمثلة بالشركة المساهمة أو المحدودة أو أي صندوق استثماري وذلك لضمان حياده ونزاهته و رغبته في تحقيق مصالح حملة السندات .^(٣)

يعكس هذا الشرط حرص التشريعات على تجنب أي تضارب مصالح قد يؤثر سلباً على استقلال الوكيل وقدرته على أداء مهامه بموضوعية.

(١) ينظر المادة (٧٥) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ .
(٢) المادة (٧٢) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ .
(٣) نصت المادة (٧٢) من قرار رئيس مجلس الوزراء المصري رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ . بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ " ... ، ويجب ألا يكون للممثل القانوني أو نائبه علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة مصدرة الأوراق المالية... " من قرار رئيس مجلس الوزراء المصري رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ .
تقابلها المادة (٧٦) " يجب أن لا يكون الوكيل طرفاً ذا علاقة بالجهة المصدرة أو المستفيدة أو له مصلحة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة المصدرة أو المستفيدة"

٤_ أن لا تتعارض مصلحة الوكيل مع مصالح أخرى ، وهذا ما أكده المشرع المصري^(١) و المشرع العماني^(٢) "... ، يتضح لنا أن الغرض من هذا الشرط حتى لا يفضل الوكيل مصلحته الشخصية على مصلحة حملة السندات و يعتبر هذا الشرط ضرورياً لضمان نزاهة الوكيل، ويعزز من سعي السلطات التشريعية لتوفير بيئة قانونية آمنة للمستثمرين.

بصفة عامة، هذه الشروط تحدد إطاراً قانونياً منضبطاً لتعيين وكيل حملة السندات، مما يعكس أهمية الحماية القانونية للمستثمرين ويعزز من الثقة في الأسواق المالية.

و اكد المشرع المصري أن لا يحق لوكيل جماعة حملة السندات التدخل في إدارة الشركة على أنه من جانب آخر يكون للوكيل حق حضور اجتماعات الجمعية العامة للشركة وإبداء ملاحظاته دون أن يكون له صوت محدود في المداولات ويلزم المشرع إخطار الوكيل القانوني لجماعة حملة السندات بموعد جلسات الجمعية العامة وموافاته بكافة الأوراق المرفقة بالإخطار على الوجه الذي يتم به إخطار المساهمين^(٣)، و كذلك بالنسبة للمشرع العماني سار على نهج المشرع المصري حيث نص على يجوز للوكيل حضور اجتماع الجمعيات العامة للجهة المصدرة أو المستفيدة أو شركة الغرض الخاص، بدعوة من الجهة المصدرة أو المستفيدة أو شركة الغرض الخاص، على أن تتم موافاته بجدول أعمالها وجميع التقارير المقدمة للمستثمرين ويجوز له الاشتراك في المناقشات دون أن يكون له صوت محدود^(٤).

(١) المادة (٧٢) من قرار رئيس مجلس الوزراء المصري رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ . بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣. " يجب أن يكون ممثل الجماعة أو نائبه شخصا طبيعيا، سواء كان ذلك بصفته الشخصية أو بصفته ممثلا عن شخص اعتباري ، ويجب الا يكون للممثل القانوني أو نائبه علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة مصدرة الأوراق المالية ..، أو مصلحة تتعارض مع مصلحة حاملي تلك الأوراق ، أو أن يكون عضوا بمجلس إدارة أو من الشركاء المديرين أو من أعضاء مجلس المراقبة أو من العاملين لدى شركة تملك أكثر من (١٠) من رأس مال الجهة مصدرة الأوراق المالية أو ضامنة لكل لو بعض ديون هذه الجهة "

(٢) المادة (٧٦) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ . " يجب ألا يكون الوكيل طرفا ذا علاقة بالجهة المصدرة أو المستفيدة أو له مصلحة مباشرة أو غير مباشرة بالجهة المصدرة أو المستفيدة، وألا تكون له مصلحة تتعارض مع مصلحة حاملي السندات أو ملاك الصكوك وفقا للمبادئ المنظمة للحوكمة التي تضعها الهيئة. وفي حالة تحقق أي من ذلك جاز فسخ العقد فوراً "

(٣) المادة (١٧٨) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٤) المادة (٨١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

نلاحظ من خلال الشروط السابقة التي تخص الوكيل لحملة سندات التنمية المستدامة لا يوجد اختلاف بين الشروط التي وضعها المشرع المصري و الشروط التي وضعها المشرع العماني .

أما بالنسبة للمشرع العراقي ، لا يوجد نص صريح ، يشير إلى تعيين وكيل مستقل لحملة السندات وعليه نأمل من المشرع العراقي أن يسير ما سار عليه النهج المصري و العماني بتعيين وكيل لحملة السندات و بيان الشروط لتعيينه.

المطلب الثاني

الأطراف المصدرة و الرقابية في سندات التنمية المستدامة

تقوم عملية إصدار سندات التنمية المستدامة على مجموعة من الأطراف المصدرة و الرقابية بالإضافة إلى الأطراف الرئيسية و التي تشكل العمود الفقري لنجاح هذا الإصدار .

وهذه الأدوار، في حقيقتها تشكل الأساس في بناء الثقة وتعزيز الشفافية وضمان استقرار المنظومة بأكملها من خلال توفير الخبرة الفنية والرقابة المستقلة وآليات الحماية القانونية، حيث تساهم هذه الأطراف في تحويل السندات من مجرد أداة تمويل إلى عقد متكامل يحقق مصالح جميع الأطراف ويضمن توجيه الأموال نحو أهدافها التنموية المنشودة . هذا ما نتناوله في هذا المطلب و الذي نقسمه إلى فرعين ، نتناول في الفرع الأول الأطراف المصدرة في سندات التنمية المستدامة ، بينما نتناول في الفرع الثاني الأطراف الرقابية في إصدار السندات .

الفرع الأول

الأطراف المصدرة في سندات التنمية المستدامة

في هذا الفرع نوضح اهم الأطراف الإلزامية التي لها دور مهم وفعال في عملية إصدار سندات التنمية المستدامة كالآتي :

أولاً: جهة الإصدار في سندات التنمية المستدامة

يقصد بجهة الإصدار هي الكيان القانوني الذي يقوم بإصدار السندات في السوق لجمع الأموال^(١) .

وقد تتنوع الجهات التي تصدر سندات التنمية المستدامة لتشمل كيانات مختلفة تسعى لتمويل مشاريع ذات اثر بيئي و اجتماعي ، و يمكن تصنيف تلك الجهات حسب المشرع المصري حيث حدد جهات

(١) الجهة المصدرة : الشركة المساهمة، أو الشركة محدودة المسؤولية، أو صندوق استثماري، أو شركة الغرض الخاص أو أي جهة أخرى مصدرة للسندات توافق عليها الهيئة. ينظر : المادة (١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ العماني.

الإصدار المسموح لها بإصدار سندات التنمية المستدامة ، في نص المادة (٣٥ مكرر ٥) من تعديل أحكام اللائحة التنفيذية لسوق راس المال رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢، يجوز للجهات التالية إصدار السندات... (١_الشركات و الجهات و الهيئات المصرية . ٢_ الشركات و المؤسسات الدولية الإقليمية اذا كان إصدار السندات لتمويل مشروعات داخل مصر) مع مراعاة أحكام المادة (٤) من القانون (١) .

يتبين لنا، أن سندات التنمية المستدامة تصدر عن طريق الحكومات لتمويل مشاريع وطنية كبرى في مجالات عدة مثل البنية التحتية المستدامة، التعليم، الرعاية الصحية، والطاقة المتجددة و تعتبر هذه الإصدارات غالباً جزءاً من استراتيجية أوسع لتحقيق أهداف التنمية المستدامة على المستوى الوطني.

وكذلك تلعب مؤسسات مثل مجموعة البنك الدولي دوراً رائداً في إصدار سندات التنمية المستدامة تستخدم هذه المؤسسات الأموال المجمعّة لتقديم قروض وتمويل لمشاريع التنمية في البلدان النامية، مع التركيز على الأثر الإيجابي على المناخ والتنمية الاجتماعية بالإضافة إلى ذلك تقوم الشركات الخاصة بإصدار سندات التنمية المستدامة لتمويل مشاريعها التي تتوافق مع معايير الاستدامة، مثل تطوير منتجات صديقة للبيئة، تحسين ظروف العمل، ويمكن للجهات المحلية إصدار هذه السندات لتمويل مشاريع على مستوى المدن أو المناطق، مثل تطوير النقل العام المستدام، إدارة النفايات طريق الشركات الخاصة بغض النظر عن نوعها أو أي صندوق استثماري.(٢)

(١) تنص المادة(٤) من قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على (لا يجوز طرح أوراق مالبه لأية شركة بما في ذلك شركات قطاع الأعمال العام وشركات القطاع العام في اكتوبر عام للجمهور الا بناء على نشرة اكتوبر معتمدة من الهيئة يتم نشرها في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار ، أحدهما على الأقل باللغة العربية) .
(٢) نور نبيل عبد الأمير ، التمويل الاخضر و دوره في تحسين المصارف العراقية ، المجلة العراقية للعلوم الادارية ، العدد(٦٠)، ص١٥٢. و ينظر مجموعة البنك الدولي / سندات التنمية المستدامة متاح على <https://www.albankaldawli.org/> اخر زيارة ٢٠٢٥/٥/٤ الساعة ٦:٠٠م.

أما في سلطنة عمان، حددت المادة (١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ " الجهة التي تصدر سندات التنمية بالشركة المساهمة^(١) أو الشركة محدودة المسؤولية^(٢) أو صندوق استثماري أو شركة الغرض الخاص أو أي جهة أخرى مصدرة للسندات توافق عليها الهيئة " وكذلك أشار قانون الدين العام في سلطنة عمان رقم (٦٨) لسنة ٢٠٢٣، في الماد (٢) إلى أساس قانوني عام يمنح الحكومة صلاحية إصدار أي نوع من أنواع الدين، وبما أن سندات التنمية المستدامة تعد احد أنواع الدين العام لذلك يمكن إصداره عن طريق الحكومة ، و بالإضافة إلى ذلك ويقوم البنك المركزي العماني بإصدار هذه السندات نيابة عن الحكومة و هذه السندات هي أدوات مالية تهدف إلى توفير فرص استثمارية وتمويل المشاريع التنموية في البلاد.^(٣)

يتضح لنا يتميز القانون العماني بتنظيم مزدوج ومتكامل يضمن تغطية جميع الاحتمالات و هذا التباين يضمن أن تكون سندات التنمية المستدامة أداة تمويل متاحة للقطاعين العام والخاص، مما يعزز قدرة البلاد على جمع الموارد لتحقيق أهداف التنمية المستدامة ؛ ومع ذلك نجد أن النهج المصري أفضل في جذب وتوجيه التمويل الأجنبي عبر منحه حق الإصدار للكيانات الدولية بشروط، بينما النظام العماني أفضل في تنظيم الإطار السيادي للإصدار عبر فصل السلطات بين الحكومة والبنك المركزي بوضوح.

أما في القانون العراقي، فقد أجاز ، " للشركة المساهمة أن تقترض بطريق إصدار سندات اسمية " ^(٤) نلاحظ من خلال النص أن المشرع العراقي أعطى للشركة المساهمة الحق في إصدار السندات دون غيرها.

(١) الشركة المساهمة : شركة تتألف من عدد من الاشخاص لا يقل عن خمسة يكتب فيها المساهمون باسمهم في اكتاب عام ويكونون مسؤولين عن ديون الشركة بمقدار القيمة الاسمية للاسهم التي اكتتبوا بها.المادة (٦) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل. تقابلها المادة (٢) من قانون الشركات ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المصري و المادة (٨٠) من قانون الشركات العماني رقم (١٨) لسنة ٢٠١٩.

(٢) الشركة محدودة المسؤولية : هي شركة تتألف من شخصين على الاقل و تكون مسؤولية الشريك فيها محددة بمقدار حصصه التي يملكها في رأس مال الشركة .ينظر: محمد دأنيش ، القانون التجاري ، بلا دار نشر ، ٢٠٢٤، ص ١٨٤.المادة (٦/ ثانيا) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل. تقابلها المادة (٣) من قانون الشركات ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المصري و المادة (٢٩٣) من قانون الشركات العماني رقم (١٨) لسنة ٢٠١٩.

(٣) سندات التنمية الحكومية <https://cbo.gov.omx> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/٧/٧ الساعة ١١:١١.

(٤) المادة (٧٧) من قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل سنة ٢٠٠٤.

ومن خلال هذا النص نفهم بأن عملية إصدار سندات التنمية المستدامة تكون في الأصل من ضمن اختصاص وزارة المالية وأجاز هذا النص أن يوكل وزير المالية هذا الاختصاص أو غيره في هذا القانون إلى البنك المركزي العراقي أو أي مصرف آخر.

بالإضافة إلى الجهات التي ذكرتها القوانين المقارنة في تحديد الجهات التي تقوم بإصدار السندات هنالك جهات دولية أخرى متمثلة بمجموعة البنك الدولي تصدر سندات لدعم التنمية في الأسواق الصاعدة، ويُعد البنك الدولي للأنشاء والتعمير من أوائل المؤسسات التي أصدرت السندات.^(١) وكذلك مؤسسة التمويل الدولية وغيرها من الجهات^(٢).

ثانيا: مدير الإصدار في سندات التنمية المستدامة

يسمى مدير الإصدار في قانون سوق راس المال المصري منظم الإصدار وعرف بأنه، " بنك أو شركة أوراق ماليه أو أي مؤسسة ماليه أخرى ترخص لها الهيئة بإدارة وتنظيم الإصدار والترويج له نيابة عن الجهة المستفيدة أو المصدرة"^(٣)

يتضح من خلال التعريف أن المشرع المصري يبين الجهات التي يحق لها أن تمارس دور مدير الإصدار أما بنك أو شركة أو مؤسسة ماليه مرخصة وهذا التحديد يؤكد على الأهمية القانونية لتلك الجهات لما تتمتع به من كفاءة و خبرة ، كما بين التعريف أيضا مهام مدير الإصدار الإدارة و التنظيم و الترويج ، وذكر عبارة "نيابة عن الجهة المستفيدة أو المصدرة " حدد المشرع الطبيعة القانونية لمدير الإصدار ، حيث تنطبق عليه أحكام النيابة المذكورة في القانون المدني و تتفق مع المشرع المصري بالتعريف لكونه يتسم بالشمولية في تحديد الجهات و المهام .

أما في سلطنة عمان عرف مدير الإصدار هو " احد المصارف المرخصة أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المرخص لها من الهيئة بممارسة نشاط إدارة الإصدارات ."^(٤)

(١) مجموعة البنك الدولي <https://share.google/z> تاريخ اخر زيارة ١/١٠/٢٠٢٥ الساعة ١١:٥ م.

(٢) حسين احمد حسين ، مصدر سابق ، ص ١٨٨.

(٣) المادة (١٤ مكررا) من قانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام قانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) المادة (٩/١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

نلاحظ أن المشرع العماني في التعريف فقط يحدد الجهات التي تقوم بدور مدير الإصدار وهي المصارف و الشركات المرخص لها من هيئة سوق راس المال ، وأن ذكر عبارة " نشاط إدارة الإصدارات" تدل على العمومية في المهام التي يقوم بها مدير الإصدار فلم يذكر المهام كما فعل المشرع المصري مما يؤدي إلى الخلط و صعوبة التحديد.

بالإضافة إلى ذلك عرفت المادة (١) من لائحة الشركات المساهمة في سلطنة عمان مير الإصدار بأنه ، " شركة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والمرخص لها من الهيئة بممارسة نشاط إدارة الإصدارات".

نلاحظ من خلال التعريف هنالك فرق جوهري بين التعريف الذي عرفته لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان و تعريف قانون الشركات وهو الجهة التي تمارس النشاط ، في حين أن تعريف لائحة الشركات المساهمة يقتصر على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، فأن تعريف لائحة تنظيم السندات و الصكوك يضيف إليها " احد المصارف المرخصة في سلطنة عمان " وهذا ما يميز التعريف ويجعله اكثر شمولية .

و بعد بيان تعريف مدير الإصدار يثار تساؤل من هي الجهة المسؤولة عن تعيين مدير الإصدار؟ أن الجهة المسؤولة عن تعيين مدير الإصدار هي الجهة المصدرة المتمثلة بالشركة المساهمة أو الشركة المحدودة المسؤولية أو أي صندوق استثماري أو الجهة المستفيدة التي ترغب في إصدار السندات و يجوز للجهة المصدرة أو الجهة المستفيدة أن تكون مديرا لذات الإصدار اذ كأن مرخصا لها بذلك من الهيئة .

وتحدد في نشرة الإصدار حقوق و التزامات مدير الإصدار و يكون دون غيره المخول بالتعامل مع الهيئة في هذا الشأن .^(١)

ويقوم مدير الإصدار بالتزامه بالإشراف على إعداد جميع المستندات والإجراءات والتعاقدات الخاصة بالإصدار، والتعامل مع الهيئة فيما يخص الإصدار حتى غلق باب الاكتتاب وتنظيم الإصدار والترويج له نيابة عن الشركة المصدرة والحصول على كافة البيانات والمعلومات اللازمة في شأن الإصدار، على

(١) المادة (١١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

أن تقوم بعملها وفق عناية الرجل الحريص للتأكد من صحة المعلومات والبيانات المقدمة للهيئة.^(١) وكذلك يتولى مدير الإصدار إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار، كما يساهم في إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع، ويختار الطريقة التي بها سوف تدار الأموال المحصلة من الاكتتاب في السندات.^(٢)

ويطرح تساؤل هل يجوز أسناد صلاحيات مدير الإصدار أو بعض من صلاحياته إلى جهة أخرى؟ يمكن لمدير الإصدار، بعد الحصول على موافقة الجهة المصدرة، تفويض بعض مهام إدارة الإصدارات إلى جهات أخرى مرخصة في سلطنة عمان ومع ذلك، يظل المصرف أو الشركة مسؤولاً مسؤولية كاملة عن هذه المهام أمام الجهة المصدرة أو المستفيدة أو الهيئة أو حملة السندات.^(٣)

و أن مدير الإصدار لا يعمل بمفرده؛ بل يجب عليه تعيين ثلاث جهات وطنية على الأقل (مثل البنوك أو شركات الوساطة المالية المرخص لها بممارسة نشاط الوساطة و شركة الإيداع) للمساعدة في استقبال طلبات الاكتتاب من الجمهور.

ويجب على هذه الجهات التنسيق بشكل مستمر مع مدير الإصدار وإبلاغه بحجم التغطية (كمية الأموال التي تم جمعها). وبعد إغلاق الاكتتاب وتخصيص السندات، تكون هذه الجهات مسؤولة عن إعادة أي مبالغ زائدة للمكتتبين خلال ثلاثة أيام على الأكثر.^(٤)

أما بالنسبة للمشرع العراقي بما أنه لم ينظم سندات التنمية المستدامة بقانون خاص فإنه لا يوجد شيء بهذا الخصوص و بالرجوع لقانون الشركات العراقي و القوانين المرتبطة بموضوع البحث لا يوجد مايسمى بمدير الإصدار .

(١) د. الهام عبد الحليم محمد، الصكوك الإسلامية بين القانون و التطبيق (دراسة مقارنة)، مجلة القانون و الاقتصاد، العدد السادس و التسعون، ٢٠٢٣، ص ٥٧٤ وما بعدها.

(٢) د. عبد الستار أبو غده، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المنعقد تحت عنوان المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المنعقد في ٧_٩ ربيع الآخر ١٤٢٦ هـ ١٥_١٧ مايو ٢٠٠٥، ص ٦١٤.

(٣) ينظر المادة (١٢) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

(٤) نصت المادة (٢٢) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

الفرع الثاني

الأطراف الرقابية في عملية إصدار السندات

بالإضافة إلى الجهات المصدرة توجد جهات رقابية لإصدار السندات نتناولها كالاتي :

أولاً: مراقب الحسابات

نهدف في هذا التقسيم إلى تعريف مراقب الحسابات ، دون إبراز دوره الفعلي في إصدار سندات التنمية المستدامة، حيث يُستفاد من هذا الدور ضمناً من خلال الالتزامات القانونية الملقاة على عاتقه.

يسمى الشخص الذي يقوم بالتدقيق و المسؤول عن نتائج التدقيق باسم مراقب الحسابات و هو شخص لديه تفويض من أجل التدقيق و عملية التحقق من دقة السجلات المالية ومدى امتثال الشركات للقوانين و التشريعات. (١)

أما بالنسبة لموقف التشريعات المقارنة لتعريف مراقب الحسابات لم يوضح القانون المصري و العراقي المقصود بمراقب الحسابات أما في القانون العماني عرفه بأنه " مكتب تدقيق الحسابات المرخص له من قبل الوزارة و المعتمد من قبل الهيئة، وفقاً لأحكام لائحة ضوابط اعتماد مراقبي الحسابات لمراقبة حسابات الشركات و المؤسسات الخاضعة لرقابة الهيئة " (٢)

يتضح من خلال التعريف اشترط في مراقب الحسابات أن يكون مرخص له من قبل الوزارة ومعتمد من قبل الهيئة ، كما وضح التعريف جزء من مهام مراقب الحسابات وهو مراقبة حسابات الشركات ولكن لم يترك ذلك الأمر اختياري وإنما اشترط فيه أن يكون من ضمن الشركات أو المؤسسات الخاضعة لرقابة الهيئة .

و من جانبنا يمكن تعريف مراقب الحسابات " بأنه شخص طبيعي أو معنوي مستقل مهني يتمتع بالخبرة و الكفاءة و مقيد في جدول الخبراء المحاسبين مكلف بالقيام بعملية تدقيق و فحص الحسابات التابعة للشركات و تقديم تقريره عنها ."

(١) همام مناف رحيم ، مدى إمكانية مراقب الحسابات من تعزيز دعم و اجراءات المحاسبة القضائية و فقا للقوانين العراقية_ دراسة تحليلية مجلة الريادة و الاعمال ، العدد (١) ، ٢٠٢٢ ، ص ٥٨.

(٢) المادة (١) من لائحة ضوابط اعتماد مراقبي الحسابات في سلطنة عمان قرار رقم (٨) لسنة ٢٠١٨.

ويعد مراقب الحسابات جهاز رقابي لحماية الشركة والمساهمين ، يتم تعيينه لتدقيق عمل الشركة عن طريق مراجعة حساباتها، و تكون مسالة تعيينه وجوبية وفق القانون الذي ينظم عمل الشركة (١) و يمتلك مراقب الحسابات دورا مهما داخل الشركات التي يشرف عليها، وهذا ما أكدته محكمة النقض المصرية في حكمها حيث أوضحت " وجود مراقب الحسابات Statutory auditor في الشركات المساهمة له حكمة ظاهرة لأن الإشراف على أعمال الشركة ورقابة إدارتها يحتاج إلى خبرة فنية خاصة لا تتاح لجمهور المساهمين" (٢)

ويكون مراقب الحسابات أما شخص طبيعي أو معنوي ، بشرط أن يكون من بين المقيدين في جدول الخبراء المحاسبين ، و أن يكون مكلف من طرف المساهمين بمراقبة دائمة للحسابات ثم تقديم تقارير تبين مختلف الجوانب التي تهتم حياة الشركة.(٣)

وأن هذا الشرط نراه ضروري لأنه يضمن تواجد الخبرة و الكفاءة التي قد تحمي الشركة و المساهمين و الغير .

أما الجهة المختصة بتعيين مراقب الحسابات في القانون المصري فهي الجمعية العامة في الشركة ،واكد ذلك بنص صريح ، وأن كانت تلك القاعدة العامة بتعيين مراقب الحسابات ألا أن المشرع المصري وضع استثناء لجهات أخرى لتعيين مراقب الحسابات ، فقد أجاز لمؤسسي الشركة مهمة التعيين في حال تعدد المراقبين و يمارس المراقب مهامه لحين انعقاد أول جمعية عامة للمساهمين.(٤)

(١) فؤاد معلال ، شرح القانون التجاري الشركات التجارية ، ج٢، ط٤، دار الافاق المغربية للنشر، ٢٠١٢، ص ٢٩٠ وما بعدها .

(٢) طعن رقم ٢٠١٧٢ لسنة ٧٧ بتاريخ ٢٠١٨/٥/٨ متاح على الرابط <https://laalaws.com/> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/٨/٩ الساعة ١٢:٣٣ .

(٣) عبيدة عامر مرعي واخرون ، المسؤولية المدنية لمراقب الحسابات في الشركة المساهمة " دراسة تحليلية مقارنة " مجلة الحقوق للبحوث القانونية و الاقتصادية بكلية الحقوق ، العدد الثاني ، ٢٠١٧، ص٦٤٨. المادة (١) من نظام رقم (٣) لسنة ١٩٩٩ الخاص بممارسة مهنة مراقبة و تدقيق الحسابات العراقي المعدل .

(٤) المادة (١٠٣) من قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ .

أما في القانون العماني فالجهة المختصة بتعيين مراقب الحسابات فلم يختلف عن المشرع المصري حيث نص " ...، يصدر بتعيينه وتحديد مكافآته قرار من الجمعية العامة العادية السنوية ، ويباشر مهامه من تاريخ تعيينه حتى انعقاد الجمعية العامة العادية السنوية التالية ."^(١)

و كذلك بالنسبة للمشرع العراقي فأن الجهة المختصة بتعيين مراقب الحسابات هي الجمعية العامة حيث نص بأنه " ..، أما حسابات الشركة الخاصة فتخضع للرقابة والتدقيق من قبل مراقبي حسابات تعيينهم الجمعية العمومية للشركة ."^(٢)

يبدو أن نص المشرع المصري كأن الأكثر تفصيلا من المشرع العماني و العراقي لأنه لم يكتف بذكر القاعدة العامة في تعيين مراقب الحسابات بل وضع استثناء عند تأسيس الشركة بمنح الحق للمؤسسين تعيين المراقب الاول في حال تعدد المراقبون وحسناً فعل .

ثانيا: الخبراء والمؤسسات الاستشارية المستقلة

يتضح دور الخبراء و المؤسسات الاستشارية في عملية إصدار سندات التنمية المستدامة من خلال الدور المحوري الذي تلعبه هذه الجهات التي تتمثل بجملة من الإجراءات و المهام أثناء مراجعة القوائم المالية للشركة و التي تهدف إلى تقديم تقرير تبدي فيه رأي فني محايد حول مدى صدق و موثوقية المعلومات الواردة في القوائم المالية .^(٣)

و التقييم الذي يقدمه الخبير أو هيئة استشارية متخصصة تقييم مستقل قبل طرح السندات للاكتتاب و أثناء طرحها و هذا التقييم لا يركز على الأرقام المالية، بل على "الإطار" الذي تضعه الشركة المصدرة للسندات ومدى توافقها مع المعايير الدولية^(٤) و هذا ما يميزه عن دور مراقب الحسابات الذي يأتي بعد إصدار السندات الذي يقوم بدوره بتدقيق البيانات المالية و تقارير الاستدامة .^(٥)

(١) المادة (٢١٩) من قانون الشركات العماني رقم (١٨) لسنة ٢٠١٩ .

(٢) المادة (١٣٣) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل .

(٣) سعيدة سليمان و آخرون ، علاقة المراجع الخارجي بممارسات ادارة الارباح في الشركات الجزائرية _ دراسة ميدانية لعينة من محافظي الحسابات و الخبراء المحاسبين في الجزائر، مجلة اقتصاد المال و الاعمال، العدد(٢) ٢٠٢٤، ص٣٦٣ .

(٤) رأي الطرف الثاني متاح على الرابط : <https://www.sustainablefitch.com> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٦/١/٢٢ الساعة ١٢:٣٠ .

(٥) مروة محمد حسين ، دور مراقب الحسابات في تقويم الإفصاح والشفافية في ظل الإبلاغ عن معيار الاستدامة الإفصاح عن التأثيرات البيئية: دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (٢٠١٦-٢٠٢٣)، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، ٢٠٢٤، ص٤٢ .

حيث نص المشرع المصري في المادة (٣٥ مكرر ٥/ثامنا) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ " يتولى الخبراء والمؤسسات الاستشارية المستقلة إعداد تقارير دورية لتقييم واختبار المشروعات المستهدفة لتحقيق أهداف الاستدامة البيئية، وتحديد مدى توافق المشروعات الممولة بحصيلة السندات مع المعايير والمبادئ الدولية الخاصة بها بحسب كل نوع من هذه السندات ويتم اختيار الخبراء والمؤسسات الاستشارية من بين المقيدین بسجل مراقبي البيئة^(١) المستقلين - مراقبي الاستدامة."

يتضح من نص المشرع المصري أن دور الخبراء لا يقتصر على الرقابة ، و إنما يمتد ليشمل التحقق من مدى توافق هذه المشروعات مع المعايير والمبادئ الدولية المعترف بها في مجال السندات المستدامة، هذا التوافق الدولي ضروري لتعزيز ثقة المستثمرين العالميين في السوق المصرية ، كما اشترط المشرع أن يتم اختيار هؤلاء الخبراء والمؤسسات من بين المسجلين في سجل رسمي يُعرف بـ "سجل مراقبي البيئة المستقلين" أو "مراقبي الاستدامة" وهذا القيد يضمن أن من يقوم بعملية التقييم هو جهة معتمدة ومؤهلة، وتتمتع بالاستقلالية التامة التي تمنع أي تضارب في المصالح، مما يضيف على تقاريرها قوة وموثوقية.

وكذلك بالنسبة للمشرع العماني في المادة (٩٩) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤ " أوجب على الجهة المصدرة أو المستفيدة تعيين مراجع خارجي مستقل ومعتمد من قبل الهيئة أو الجهة التي تحددها الهيئة لتقييم وتقديم تقرير عن مدى التزام وتوافق المشاريع الممولة من خلال السندات المستدامة مع المبادئ والمعايير الدولية المعتمدة من قبل الهيئة ويجب على الجهة المصدرة والمستفيدة نشر تقرير المراجع الخارجي على موقع نظام النشر الإلكتروني المعتمد من الهيئة."

من خلال النص المتقدم يؤكد المشرع العماني على تعيين مراجع خارجي أن يكون معتمد من الهيئة العامة و يقوم بتقديم تقرير و لا يكتفي بذلك بل يلزم عليه نشره إلكترونياً، و نلاحظ يتفق المشرعان المصري والعماني على ضرورة وجود طرف ثالث مستقل لتقييم المشاريع الممولة، لكن النهج المصري يركز على "خبراء" من سجل معتمد ويشدد على دورية التقارير في المقابل، يتبنى المشرع العماني نهجاً

(١) المراقب البيئي : الموظف المسمى بموجب أحكام القانون لمراقبة تنفيذ التشريعات المتعلقة بالبيئة. ينظر المادة (٢) من قانون حماية و تحسين البيئة رقم ٢٧ لسنة ٢٠٠٩ العراقي.

أكثر صرامة عبر "مراجع" معتمد من الهيئة، ويفرض شفافية مطلقة بإلزامية نشر التقرير للجميع. وبذلك، يعتبر المشرع العماني ركز على مسألة الشفافية، بينما يتميز المصري بوضوح المتابعة الدورية.

ولا يوجد نص قانوني صريح في القانون العراقي يشير بوضوح إلى إلزامية وجود مؤسسات استشارية مستقلة متخصصة أو "خبرة" خارجية كشرط لإصدار السندات، على النحو المفصل والمؤسس الذي نجده في التشريعات المقارنة .

المبحث الثاني

الأثار القانونية المترتبة على إصدار سندات التنمية المستدامة

أن عملية إصدار سندات التنمية المستدامة يتطلب الالتزام بالضوابط التي تحكم تداول هذه السندات ، ففقدرة هذه السندات على التداول واسترداد حاملها لقيمتها تُعدّ وسيلة مهمة لتشجيع الاكتتاب و إذا علم المكتتب أن بإمكانه بيع سندات في أي وقت دون قيود، سيزداد إقباله على الاكتتاب فيها، كما أن عملية الإصدار لا تمثل مجرد عملية مالية بل ترتب سلسلة من الأثار القانونية التي تحتاج إلى تحليل لتحديد حقوق و التزامات أطراف عملية إصدار سندات التنمية المستدامة، و أن قبول و تطوير أي ورقة مالية ، مثل سندات التنمية المستدامة ، يتطلب البحث عن مدى جواز تداولها في سوق الأوراق المالية ، وعليه نقسم هذا المبحث على مطلبين نتناول في المطلب الأول ، يكون الأول لتداول سندات التنمية المستدامة ، و يخصص الثاني لبيان حقوق و التزامات اطراف عملية اصدار سندات التنمية المستدامة .

المطلب الأول

تداول سندات التنمية المستدامة

يُعتبر التداول عنصراً أساسياً في سوق الأوراق المالية ، و أن السند كلما كان قابل للتداول يكون عليه أقبال أكثر من المستثمرين، فالمستثمر يبحث عن بيئة آمنة لاستثمار أمواله، لأن الهدف من عملية التداول تحقيق أرباح من خلال شراء الأصول بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار أعلى، و يشترط لتداول سندات التنمية المستدامة في سوق الأوراق المالية أن تكون مودعة لدى مركز الإيداع و أن تكون مدرجة في السوق ، و لبيان كيفية تداول سندات التنمية المستدامة نقسم هذا المطلب إلى فرعين نتناول في الفرع الأول : إيداع سندات التنمية المستدامة لدى مركز الإيداع ، أما الفرع الثاني : اليه تداول سندات التنمية المستدامة.

الفرع الأول

إيداع سندات التنمية المستدامة لدى مركز الإيداع

ويقصد بالإيداع المركزي للأوراق المالية هي عملية تقوم بها جهات متعددة الأطراف من خلالها يودع مالك الورقة المالية أو من ينوب عنه أوراقه المالية مركزياً اختيارياً أو إلزامياً لدى جهة الإيداع المركزي والتي تتولى إجراء العمليات القانونية عليها أهمها إجراء المقاصة والتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية وتأشير قيود الملكية الواردة عليها، وكل ذلك بعد فقدها دعامتها المادية وتحولها إلى قيود حسابية يتم اقتضاء الحقوق من خلالها^(١).

وقد أوجبت اغلب القوانين على ملاك الأوراق المالية الراغبين بتداول أوراقهم في سوق الأوراق المالية أن يودعوا أوراقهم لدى جهة الإيداع المركزي ويفتحوا حساب خاص بأوراقهم المالية ، فالقوانين تمنع أي شخص يتداول أوراقه المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية ما لم يتم إيداعها في حسابه ويتم إيداع الأوراق المالية من قبل جهة الإيداع المركزي^(٢) ، و أن الجهة المختصة بعملية الإيداع تختلف في شكلها و تنظيمها من دولة إلى أخرى ، فالمشرع المصري أوكل هذه المهمة إلى شركة متخصصة لهذا الغرض بحيث تمارس نشاطها بصورة مستقلة عن سوق الأوراق المالية^(٣).

ولا يختلف المشرع العماني عن المشرع المصري كذلك أوكل مهمة ايداع الأوراق المالية لجهة متخصصة بإيداع الأوراق المالية هي شركة مسقط للمقاصة و الإيداع^(٤)

اما بالنسبة للمشرع العراقي استحداث مركز تابع للسوق للقيام بعملية الإيداع اذ نصت المادة (١) ب/ من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧ على " أن

(١) إبراهيم إسماعيل إبراهيم، الإيداع المركزي للأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية و السياسية ، كلية القانون، جامعة بابل، المجلد (٨)، العدد الأول ، ٢٠١٦، ص ١٤١.

(٢) إبراهيم إسماعيل إبراهيم ، المصدر نفسه ، ص ١٦٠.

(٣) نصت المادة ٣٥ من قانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على (الشركة التي تطلب الترخيص لها بمزاولة نشاطي الإيداع و القيد المركزي في مصر أن ترفق بطلب الترخيص نسخة من القواعد و الاجراءات الداخلية التي سنتبعاها في مزاولة النشاط بالإضافة إلى متطلبات الهيئة من مستندات و بيانات إضافية)

(٤) المادة (١) من المرسوم السلطاني بتأسيس شركة مسقط للإيداع و تسجيل الأوراق المالية رقم (٨٢) لسنة ١٩٩٨.

يكون مركز الإيداع تابعاً لسوق العراق للأوراق المالية ومستقل إدارياً ومالياً عن المدير التنفيذي للسوق ويكون مدير مركز الإيداع مرتبطاً بمجلس المحافظين مباشرة ويرفع تقاريره إلى المجلس مباشرة "

نلاحظ أن النهج الذي اتبعه المشرع المصري و المشرع العماني هو الأفضل في جعل الجهة المختصة بالإيداع شركة مستقلة عن سوق الأوراق المالية ، لأن يتماشى مع المعايير الدولية و يعزز ثقة المستثمرين.

و الجدير بالذكر أيضاً أن عمليات نقل ملكية الأوراق المالية بشكل عام سواء أكانت مدرجة في سوق الأوراق المالية أم غير مدرجة بها، فأنها لا تصح قانوناً ما لم تتم عن طريق سوق الأوراق المالية، أما إذا كانت تلك الأوراق غير مودعة لدى شركة الإيداع والقيود المركزي، فتنقل ملكيتها بأن تدرج في سوق الأوراق المالية وتسوية عمليات التداول التي تمت عليها^(١).

أما اختصاصات مركز الإيداع و شركة الإيداع للأوراق المالية ، فالمشرع المصري وضحاها على النحو الآتي^(٢):

- ١- حفظ الأوراق المالية لدى الشركة أو لدى إحدى الجهات المرخص لها بذلك.
- ٢- نقل ملكية الأوراق المالية التي تم التعامل عليها عن طريق أعضاء الإيداع المركزي وذلك بالقيود الدفترية.
- ٤- قيد حقوق الرهن على الأوراق المالية.
- ٥- إجراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية.
- ٦- حفظ وتسوية الأوراق والأدوات المالية الحكومية وفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة بعد أخذ رأي البنك المركزي المصري ووزارة المالية.

(١) جبر غازي سلامة ، النظام القانوني لوديعة الأوراق المالية (الصكوك) ، اطروحة دكتوراه ، كلية الحقوق ، جامعة عين شمس ، مصر ، ٢٠١٩، ص٢٩٦ وما بعدها.

(٢) المادة (٢) من قانون رقم (١٤٣) لسنة ٢٠٢٠ بتعديل قانون الإيداع و القيد المركزي للأوراق المالية المصري رقم (٩٣) لسنة ٢٠٠٠.

تؤكد هذه الاختصاصات أن مركز الإيداع يمثل الجهة المركزية للتوثيق والضمان في مصر، حيث يقوم بحفظ الأصول إلكترونياً ومنح القيد الدفترى الحجية القانونية للملكية. كما أنه يضطلع بدور حيوي لتأمين الصفقات عبر المقاصة والتسوية الفورية، ويساهم استراتيجياً في إدارة وحفظ الأوراق المالية الحكومية بالتنسيق مع السلطات السيادية.

بينما حدد المشرع العماني تلك الاختصاصات (١) حيث نص على أن تتمثل أغراض الشركة في تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية في سوق مسقط للأوراق المالية، ولها في سبيل ذلك :

أ- حفظ سجلات المساهمين في شركات المساهمة المسجلة وصناديق الاستثمار وحملة السندات والأوراق المالية الأخرى الصادرة عن تلك الشركات أو التي تصدرها الحكومة والهيئات العامة والمدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية .

ب - إيداع وتسجيل وحفظ عقود بيع وشراء الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى فيما بين المساهمين وحملة الأوراق المالية وإصدار شهادات الملكية فيما بين المساهمين وإجراءات توقيع الحجز والرهن على الأوراق المالية ورفعهما .

ج - تزويد الجهات المعنية بالبيانات المطلوبة عن المساهمين وحملة الأوراق المالية

د - كل ما يتعلق بشؤون المساهمين وحملة الأوراق المالية .

هـ - أية أنشطة أخرى يوافق عليها مجلس إدارة الهيئة.

نلاحظ يتشابه الدور العماني مع المصري في الوظائف الأساسية مثل حفظ الأوراق المالية وقيد الرهن، لكن يمنح المشرع المصري صلاحيات أوسع لشركة مصر للمقاصة، حيث لا يقتصر دورها على تسجيل الملكية بل يمتد ليشمل المقاصة وتسوية المراكز المالية، وهو ما يضيف بعداً مالياً هاماً لوظائفها.

أما بالنسبة للمشرع العراقي حدد مهام مركز الإيداع بالآتي (٢) :

١_ قبول أدرج وتسجيل وإيداع سجلات المساهمين للشركات المدرجة على نظام الإيداع المركزي .

(١) المادة (١) من الملحق بتأسيس شركة مسقط للإيداع و تسجيل الأوراق المالية رقم (٨٢) لسنة ١٩٩٨.
(٢) متاحة على الموقع الرسمي لمركز الإيداع العراقي <https://csd.gov.iqr> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/٨/٣٠ الساعة ٣٠:٣٠م.

- ٢_ فتح حسابات المساهمين والمستثمرين على نظام الإيداع المركزي.
- ٣_ تحديث سجل المساهمين باستخدام نظام المساهمين للشركات المساهمة المدرجة اعتماداً على مؤشرات التداول المتحققة.
- ٤_ تحديث زيادات رؤوس الأموال وإضافة الأسهم للمساهمين وفقاً لقرارات هيئاتها العامة (الرسمة والاكنتاب).
- ٥_ تنفيذ أوامر الحجز والرهن.
- ٦_ تحديث زيادات رؤوس الأموال.
- ٧_ تنفيذ أوامر التنازل العائلي والإرث.
- ٨_ نشر التقارير والجدول الإحصائية.

نلاحظ أن المشرع العراقي يركز على المهام اليومية التي تشمل إدارة سجلات المساهمين (قبول، تحديث)، وتنفيذ الأوامر الإجرائية (حجز، رهن، تنازل، إرث)، لكن يشوبها النقص إذ لا يوجد ذكر للمقاصة أو التسوية، مما يشير إلى أن دوره قد يكون أقل شمولية مقارنة بالتشريعات المقارنة حيث يظهر أن صلاحيات المركز العراقي مقيدة في إدارة سجلات الشركات المدرجة وتنفيذ الإجراءات الروتينية. المهام المذكورة هي مهام تنفيذية لا تتجاوز حدود التعامل مع المساهمين والشركات.

أما إجراءات الإيداع بما أن السندات تعد احد الأوراق المالية لذلك يتم اتباع نفس الإجراءات المتبعة في إيداع الأوراق المالية لدى مركز الإيداع فحسب القانون المصري تتمثل الإجراءات بالاتي^(١) :

يكون إيداع الأوراق المالية التي تم تسليمها لمالكها عن طريق أحد أعضاء الإيداع المركزي بتقديم طلب بذلك على النموذج الذي تعده الشركة مرفقاً به ما يفيد ملكيتهم بالنسبة للأوراق المالية الاسمية.

وعلى الشركة إصدار بيان للعضو المودع بما تم إيداعه خلال ثلاثة أيام من تاريخ تقديم الأوراق مستوفاة، على أن يتضمن نوع الورقة المالية والكمية المودعة وتاريخ الإيداع، وما إذا كانت الأوراق المالية مرهونة أو محجوزاً عليها وعلى العضو تسليم العميل بياناً برصيده متضمناً البيانات المذكورة،

(١) المادة (٢) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع و القيد المركزي للأوراق المالية رقم (٩٣) لسنة ٢٠٠٠.

ويقوم هذا البيان مقام صكوك الأوراق المالية والشهادات المؤقتة في جميع التعاملات بما في ذلك حضور الجمعيات وصرف الأرباح والرهن وغير ذلك من الحقوق. ويمتنع التعامل على الأوراق المالية المودعة أو اقتضاء أي حقوق ناشئة عنها إلا عن طريق القيد الدفترى لدى الشركة.

يتضح من نص القانون المصري أن عملية الإيداع المركزي هي عملية إجبارية وليست اختيارية كما يتبنى نظام القيود الدفترية الإلكترونية بالكامل و هذا النظام يهدف إلى تعزيز سرعة وكفاءة التداول وحماية المستثمرين عبر إحلال البيانات الصادرة عن مركز الإيداع وأعضائه محل السندات المادية، مما يحد من مخاطر التداول المادي و أن الإجراءات المتبعة تؤكد على إلزامية التسجيل لدى مركز الإيداع وتمنع التعامل على الورقة المالية إلا من خلال القيد الدفترى، ما يعد ركيزة أساسية في حوكمة سوق رأس المال.

أما بالنسبة للمشرع العماني تعد شركة مسقط للمقاصة و الإيداع الجهة المسؤولة تسجيل و تحويل ملكية الأوراق المالية التي تحتفظ بها إلى اسم المحول اليه عند تسلم المعلومات المناسبة ، وفقا للنماذج و إجراءات التحقق التي تعدها المؤسسة لهذا الغرض و أن إجراءات الإيداع لديها تخضع لمنظومة إلكترونية دقيقة تضمن حقوق المستثمرين.^(١)

و تنص المادة (٣) من لائحة تنظيم المقاصة و التسوية رقم ٢٠٢٢/٧٥ على أن " اختصاص الشركة دون غيرها بنقل ملكية الأوراق المالية وإجراء المقاصة و التسوية لصفقات التداول " .

وهذا يعني قانوناً أن أي ورقة ماله (سهم أو سند) لا يمكن نقل ملكيتها أو تداولها في سوق الأوراق المالية ما لم تكن مودعة في سجلات الشركة، حيث أن "نقل الملكية" هو النتيجة القانونية لعملية الإيداع والقيد الإلكتروني وهذا يعني عملية الإيداع كذلك إجبارية في القانون العماني كما في القانون المصري.

و لإتمام عملية الإيداع لغرض إتمام التسوية الصفقات التداول، " يجب على كل عضو فتح حساب لدى المصرف يسمى حساب العضو ، ويفوض العضو الشركة بإدارة الحساب بموجب تفويض غير قابل للإلغاء أو التعديل إلا بموافقتها، وذلك وفق النموذج الذي تعتمده الشركة في هذا الشأن.."^(٢)

(١) المادة (١٧) من قانون الأوراق المالية العماني رقم (٤٦) لسنة ٢٠٢٢.

(٢) المادة (٨) من لائحة تنظيم المقاصة و التسوية رقم ٢٠٢٢/٧٥.

ويتم إتمام إيداع الأوراق المالية المتداولة وتسويتها في اليوم الثالث بعد يوم التداول هذا هو الموعد القانوني الذي يكتمل فيه إيداع الورقة المالية في حساب المستثمر الجديد ليكون له الحق في التصرف بها.^(١)

يتضح كل كلا التشريعين المصري و العماني يتبنيان الممارسات الحديثة في أسواق المال، حيث يعتمدان على الإيداع المركزي الإجباري والقيود الدفترية الإلكترونية، وهو ما يمثل تطوراً كبيراً عن التعامل بالسندات الورقية المادية و هذا التشابه الجوهرى يجعلهما فعالين في تحقيق أهداف حوكمة السوق وحماية المستثمرين.

أما بالنسبة للمشرع العراقي حدد إجراءات إيداع الأوراق المالية ويكون ذلك وفق الإجراءات الآتية^(٢):

١_ يقدم الشخص طلب إيداع الأوراق المالية إلى مركز الإيداع من خلال وسيطه الذي يتعامل معه مع كامل الوثائق المطلوبة من قبل مركز الإيداع.

٢_ يقوم الوسيط بالتحقق من صحة المعلومات المقدمة إليه.

٣_ يقوم مركز الإيداع بتدقيق الوثائق وأرسالها إلى الشركة المعينة خلال يوم عمل واحد.

٤_ تقوم الشركة المدرجة بالتأكد من ملكية الأوراق المالية المرسله وهويه الشخص وأهليته لطلب الإيداع خلال مدة يومي عمل.

٥_ تقوم الشركة المدرجة بعد التأكد من صحة وسلامة الأوراق المالية بإيداعها في حساب المستثمر لدى مركز الإيداع العراقي فورا.

٦_ تقوم الشركة المدرجة بإلغاء شهادات الأسهم الخاصة بتلك الأوراق المالية بعد إتمام الإجراءات.

يتبنى المشرع العراقي منهجاً إجرائياً تفصيلياً، و يعد الإيداع شرطاً عملياً لإجراء التداولات والتسجيل المركزي، حتى لو لم يرد نصاً قانونياً صريحاً بنفس شكل التشريع المصري و حدد مراحل إيداع الأوراق المالية بوضوح داخل نصوصه القانونية، معتمداً على آليات اللامادية والمركزية ، هذا النظام يفرض

(١) المادة (٥) من لائحة تنظيم المقاصة و التسوية في سلطنة عمان رقم ٢٠٢٢/٧٥.

(٢) المادة (١٠/ج) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧.

رقابة متعددة المستويات (الوسيط، مركز الإيداع، الشركة المُدرّجة) لضمان صحة وسلامة الملكية والأهلية قبل القيد الدفترى الفوري. هذه الإجراءات، تهدف لتعزيز أمن المعاملات وحماية المستثمرين في المراحل الأولية للانتقال إلى نظام الإيداع المركزي.

الفرع الثاني

اليه تداول سندات التنمية المستدامة

يقصد بالتداول هي عملية بيع وشراء الأوراق المالية بقصد الربح داخل السوق والخاضعة للرقابة ولا يتم التداول إلا بواسطة الوسطاء، فعملية التداول تعتبر من أهم العمليات والتي تعبر عن حركة ونشاط أي سوق مالي^(١) ، كما تعد عملية التداول هي العقد الذي يبرم بين الوسيط و العميل الذي يرغب في شراء أو بيع الأوراق المالية مقابل عمولة أو اجر محدد و متفق عليه في العقد^(٢)، وتجري عملية التداول في سوق الأوراق المالية و يجب مراعاة قواعد التعامل في سوق الأوراق المالية أثناء تنفيذ عملية التداول الواردة على الأوراق المالية المقيدة بها اذ لا يجوز بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق إلا اذا قبلت للتداول و قيدت في جداول الأسواق^(٣) و تتميز عملية التداول بمجموعة من المميزات وهي كالتالي^(٤):

١_ أن المتعاملين لا يعرفون بعضهم ويكفي أن يعطي المستثمر أمراً إلى وسيطه ليقوم هذا الأخير بتنفيذه وأجراء عملية البيع والشراء حسب القواعد المحددة في نظام السوق ..

(1) Eng. Ali Ihsan Tilly, SUPERVISION OF JOINT STOCK COMPANIES BY THE JORDAN SECURITIES COMMISSION, World Bulletin of Management and Law (WBML), Volume 20, 2023, p173.

(٢) د. عقيل فاضل حمد ، التزام الوسيط بالتبصير في عقد الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة رسالة الحقوق ، كلية القانون /جامعة البصرة، العدد٢، ٢٠١٥، ص١٢٦.

(٣) د. اشرف محمود الضبع، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٧، ص١٢٥. و ينظر المادة (١٧) من قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، تقابلها المادة (٣١) من قانون الأوراق المالية العماني رقم (٤٦) لسنة ٢٠٢٢، و المادة (١/٣) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

(٤) اكرم عبد ريسان العنزي ، الحماية القانونية لعمليات التداول عبر الحدود في سوق الأوراق المالية ، مجلة أشور للعلوم القانونية و السياسية ، العدد الثاني، ٢٠٢٥، ص٣٣١.

٢_ أن أثر العمليات التي تجري في السوق لا يتعلق بالمتعاقدين فقط بل يشمل كل من يحمل سندا من النوع الذي تجري العملية عليه ، وينتقل هذا الأثر من خلال هؤلاء إلى الحياة الاقتصادية كلها ولهذا كأن من الضروري إخضاع السوق الرقابة السلطات العامة .

٣_ تتحكم في عمليات السوق قواعد شكلية تتمثل بنظام معين للتعامل ونماذج محددة وشروط خاصة ، وتتعامل شركات الوساطة وفق قانون السوق.

وأن عملية التداول بالأوراق المالية بشكل عام تستلزم توافر مكان ملائم لتلك العملية وبالرغم من وجود التداول الإلكتروني و لكن يبقى خاضع إلى القانون الذي ينظم العملية في ذلك البلد وأيضا خاضعا إلى رقابة هيئة الأسواق المالية ، كذلك على إدارة السوق التأكد من سلامة الصفقات التي تتم داخل تلك السوق كون أن اي شائبة في عملية التداول تؤثر سلبا على سمعة السوق و أقبال المستثمرين للاستثمار داخل السوق عن طريق التداول^(١) ، وأن كل بلد لديه مكان خاص بالتداول رغم اختلاف التسمية فالبعض يطلق عليه سوق الأوراق المالية و البعض الآخر يطلق عليه البورصة^(٢) و تحرص التشريعات على تنظيم عملية التداول في أسواق الأوراق المالية وذلك لضمان سرعة التداول ولحمايته من عبث العابثين، ولتعزيز ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية، فمتى كأنت الأوراق المالية مدرجة في سوق الأوراق المالية فإنه لا يجوز تداولها خارج السوق ، وإلا وقع التداول باطلاً و هذا ما اكد عليه المشرع المصري^(٣) أما المشرع العماني لم ينص على ذلك و اما المشرع العراقي أشار إلى ذلك في المادة (٢) من اللائحة التنظيمية رقم(٢٦) لتداول الأوراق المالية في سوق العراقي للأوراق المالية على " ان يتم التداول في السوق من خلال الوسطاء .."

وتتم عملية التداول داخل سوق الأوراق المالية من خلال شركة الوساطة أو الوسيط وهذا يختلف من قانون إلى آخر ، وقد أورد القانون المصري تنظيما لشركات الوساطة (السمسرة) في الباب الثالث من قانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ، والخاص بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في

(١) د. حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الورق للنشر و التوزيع ، عمان ، ٢٠٠١، ص٢٠.
(٢) تختلف القوانين في التسمية التي تطلق على المكان الذي يتم فيه بيع و شراء الأوراق المالية ، حيث اطلق القانون العراقي سوق الأوراق المالية، وكذلك عمان، اما مصر اطلق تسمية البورصة .
(٣) المادة (١٧) من قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

المواد (٢٧) إلى (٣٥)، ويقصد بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية طبقاً لنص المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال المصري الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر وفقاً للأنشطة التالية:

أ_ ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.

ب_ الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

ج_ رأس مال المخاطر.

د_ المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

هـ_ تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

و_ الوساطة في الأوراق المالية.

يتبين لنا لقد أنتهج المشرع المصري في المادة (٢٧) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ مسلكاً تشريعياً حكيماً، إذ حدد نطاق عمل الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية عبر تعداد الأنشطة التي تباشرها، ولم يعزل المشرع نشاط الوساطة في الأوراق المالية، بل أدرجه ضمن منظومة متكاملة تبدأ من السوق الأولية (الترويج وتأسيس الشركات) وتمتد إلى السوق الثانوية (إدارة المحافظ والمقاصة والتسوية) و أن هذا التكامل التشريعي لا يهدف فقط إلى تحديد الخاضعين لأحكام القانون، بل يؤسس لرقابة شاملة للهيئة المختصة، ويضمن وجود كيانات قوية قادرة على دعم استقرار السوق وحماية حقوق المتعاملين فيه، مما يعزز من كفاءة وشفافية سوق رأس المال.

كما قد نص المشرع المصري على ضرورة أن تكون شركات الوساطة في الأوراق المالية مرخص لها بمزاولة هذا النشاط، كما أنه لا يمكن أن تتم عمليات التداول في سوق المال (بورصة) إلا بواسطة هذه الشركات وإلا وقع التعامل باطلاً^(١).

ويتم تنفيذ عملية تداول الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية من خلال شركة الوساطة عن طريق عمليتين عملية البيع والشراء، بصدور مجموعة من الأوامر منها الأوامر العادية التي تعد أوامر لا تحتوي

(١) المادة (٢٨) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.و المادة (٥٨) اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال العماني رقم (١) لسنة ٢٠٠٩. المادة (١٠/١) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

على أية شروط خاصة و مدتها تنتهي بنهاية اليوم ، و الأوامر ذات الشروط الخاصة وهي أوامر من نوع خاص، يتم تسجيلها بناء على رغبة العملاء على أن يتم تنفيذها بكيفية معينة.^(١)

وتتم عملية الشراء عندما يقوم العميل بإصدار أمر إلى شركة الوساطة سواء كان هذا الأمر كتابياً أو هاتفياً أو عن طريق الأنترنت، وتقوم شركة الوساطة بعد تأكدها من شخصية العميل، والتأكد من رصيده الحسابي بتحديد كشف الحساب مدونا فيه السجل الخاص به اسم العميل ونوع الورقة المالية التي يرغب التعامل بها والساعة مع بيان عدد الأوراق المالية التي يرغب العميل في شرائها، ثم تقوم شركة الوساطة بإرسال أمر الشراء إلى مندوب الشركة في البورصة المصرية ، ويقوم المندوب بإدخال أمر الشراء في الحاسب الآلي المتصل بالبورصة وعند إتمام تنفيذ العملية يقوم المندوب بإعداد مستخرج من الحاسب الآلي ويرسله إلى جهتين: قسم الحسابات وذلك لاستخراج فاتورة الشراء الخاصة بالأوراق المالية، وقسم المقاصة لدى شركة الوساطة التي تتولى دور تسليم الثمن واستلام الأوراق المالية شركة مصر للمقاصة والتسوية في القانون المصري، وعندئذ يتم تسليم الثمن لبائع الأوراق المالية مقابل استلام الأوراق المالية^(٢).

أما في عملية البيع ، فإن شركة مصر للمقاصة والتسوية في القانون المصري تقوم ببيع الأوراق المالية للعميل بتحديد أمر بيع هذه الأوراق، وهي عبارة عن عقد وساطة بالبيع، ويدون في أمر البيع جميع البيانات الشخصية المتعلقة بالعميل مع كتابة البيانات الموضوعية والمتعلقة بالصفقة من حيث نوع الأوراق المالية المراد بيعها، وكميتها و ثمن البيع، ومدة الأمر، وغير ذلك من البيانات، وذلك لنفي الجهالة عن موضوع الصفقة وبعد التحقق من سلامة وصحة وحفظ وإيداع الأوراق المالية يوقع العميل على تنفيذ أمر البيع، ويأخذ إيصال الاستلام وبعد ذلك يتم تسجيل الأمر في سجل الأوامر الموجودة في الشركة، ثم يتم إرساله لمندوب الشركة المنفذ في شركة البورصة المصرية لتنفيذ هذا الأمر، وفي حالة إتمام الصفقة يقوم المندوب بطبعه وتسليم هذه الأوراق إلى شركة الوساطة المصرية.

(١) الدليل الاسترشادي لإجراءات التداول في لبورصة ، الصادر عن بورصتي القاهرة و الاسكندرية ، ٢٠٠٧، ص ٩ .
(٢) عمر ناطق يحيى، الإلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دار النهضة العربية ، ٢٠١١، ص ٢٤٩ .

وبعد ذلك يتم تسليم الأوراق المالية للعميل وإعطاء ثمن البيع إلى العميل البائع بعد أربعة أيام من تنفيذ الأمر (T+4)⁽¹⁾، فإذا تمت إليه التنفيذ في البورصة المصرية يحضر كل من العميل البائع أو العميل المشتري بغرض قيام المقاصة أو التسوية لعملية البيع⁽²⁾.

نلاحظ أن المشرع المصري، حصر مزاولة مهنة الوساطة على الشركات المرخص لها دون الأشخاص الطبيعيين، ويجعل التعاملات باطلة دون تدخلها و تتم عملية التداول عبر أوامر شراء أو بيع يوجهها العميل لشركة الوساطة، التي بدورها تنفذها من خلال مندوبها في البورصة، مع التأكيد على دور شركة مصر للمقاصة والتسوية في إتمام نقل الملكية وتبادل الثمن والأوراق المالية (عادةً خلال T+4) يضمن هذا التنظيم حماية التعاملات وشفافيتها من خلال حصر النشاط بالكيانات النظامية والزامية المرور عبر جهات متخصصة للتنفيذ والمقاصة.

بعد أن بينا موقف المشرع المصري نبين موقف المشرع العماني الذي يؤكد على أن جميع الأوراق المالية المدرجة في السوق قابلة للتداول ما لم تكن مرهونة⁽³⁾ أو محجوزا عليها⁽⁴⁾ أو موقوفة⁽⁵⁾ عن

(1) " T+1 و T+2 و T+3 و T+4 مصطلحات تشير إلى فترات التسوية لمعاملات الأوراق المالية، حيث يرمز الحرف "T" إلى تاريخ المعاملة والتي يجب خلالها إتمام المقاصة ونقل الملكية القانونية للأوراق المالية المتداولة من البائع إلى المشتري، مقابل الوفاء المتزامن بالقيمة النقدية المقابلة لها عبر الجهة المختصة (مركز الإيداع العراقي والمصارف المعتمدة). ، فهم تواريخ تسوية الأوراق المالية متاح على الرابط <https://www.investopedia.com> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٦/٦/٣٠ الساعة ٣:٣٠م.

(2) مقدمة ملحق اللائحة لتنفيذية لقانون الإيداع المركزي رقم (٩٣) لسنة ٢٠٠٠، الصادرة بقرار من وزير التجارة الخارجية رقم. (٥٦) لسنة ٢٠٠١، والمتعلق بعمليات واجراءات المقاصة والتسوية.

(3) يقصد بالأوراق المالية المرهونة أو رهن الأوراق المالية : هو رهن الاسهم و السندات و يعد عقد رضائي يلزم كل من طرفيه فور انعقاده بالتزامات معينة أهمها التزام الراهن سواء كأن هو المدين أو شخصا غيره ، بتسليم الأوراق المرهونة إلى الدائن أو الشخص المتفق على أن يحوزها لحساب الدائن . ينظر محمد عزمي البكري ، قانون التجارة الجديد ، ط ٦ ، المجلد الأول ، دار محمود للنشر و التوزيع ، بلا سنة نشر ، ص ٩٧٦.

(4) الأوراق المالية المحجوزة : هو الحجز الذي يوقعه الدائن على ما يكون لمدينه من أموال منقولة في حيازة الغير أو ما يكون لمدينه بذمة الغير من مبالغ أو ديون سواء أكانت مؤجلة أو معلقة على شرط ام من أموال منقولة أخرى. ينظر د. عادل سالم اللوزي ، حجز و بيع الأوراق المالية الاسمية ، مجلة الشريعة و القانون ، العدد ٤٣، ٢٠١٠، ص ٣٠٥

(5) الأوراق المالية الموقوفة هي أدوات ماليه يتم حبس أصلها من قبل المتبرع، و تُسل منفعتها وأرباحها لوجه الله أو لأي غرض خيري محدد. يُركّز الوقف على استثمار هذه الأوراق لتحقيق أرباح تُستخدم في الأغراض المحددة، مع الحفاظ على الأصل المالي دون بيعه . ينظر <https://share.google/Wikipedia> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٥/١٠/١٩.

التداول.^(١) و يتم تداول السندات بشكل الإلكتروني فقط^(٢) ويُسمح بهذه التداولات بشرط الإفصاح الكامل والفوري عنها للسوق وللملاء.^(٣)

و قد نصت المادة (٣) من لائحة تنظيم المقاصة و التسوية رقم (٧٥) لسنة ٢٠٢٢ على أن " تختص الشركة دون غيرها بإجراء المقاصة والتسوية لصفقات التداول وتحديد صافي حقوق والتزامات الأعضاء وإتمام إجراءات تسوية المراكز المالية الناشئة عنها، ونقل ملكية الأوراق المالية وفقا لأحكام هذه اللائحة " وفي النص أعلاه يقصد شركة بورصة مسقط هي المختصة في القيام بعمليات المقاصة و التسوية دون غيرها.

و تنص المادة (٥) من القانون أعلاه تنص على أن تسوية الصفقات تتم على أساس (T+٣)، أي في اليوم الثالث بعد يوم التداول.

كما بين المشرع العماني أن تحديد أيام التداول الأسبوعية يصدر بقرار من مجلس إدارة الهيئة، بينما تحدد أوقات التداول اليومية بقرار من مجلس إدارة السوق، مع ضرورة الإعلان عن ذلك قبل أسبوع على الأقل من التطبيق^(٤) و يحق للمدير العام إيقاف التداول مؤقتاً إذا حدث عطل فني كبير يؤثر على ثلاث شركات الوساطة على الأقل، مع إمكانية تعويض الوقت المفقود أو بدء جلسة جديدة لضمان العدالة^(٥)

كما يحق للسوق إيقاف تداول ورقة ماليه مؤقتاً في حالات محددة لحماية المستثمرين وضمان سلامة السوق (مثل وجود معلومات مؤثرة، إعادة هيكلة، حل أو تصفية الشركة).^(٦)

ويتحمل الوسيط مسؤولية الحفاظ على سرية بيانات الدخول إلى أنظمة التداول وهو مسؤول عن أي عمليات تنفذ بها^(٧) و مدير العمليات مسؤول أيضا عن تنفيذ إجراءات التداول وقراراته نهائية أثناء

(١) المادة (٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٢) المادة(٢٩) من قانون الأوراق المالية العماني رقم (٤٦) لسنة ٢٠٢٢

(٣)المادة (٥٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٤)المادة (٤٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٥)المادة (٤٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٦)المادة (٥١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٧)المادة (٤٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

الجلسة.^(١) يُحظر أي تلاعب يهدف إلى إيهاام المتعاملين بنشاط تداول وهمي أو التأثير على أسعار الأوراق المالية.^(٢)

يتميز التنظيم القانوني العماني لتداول السندات بمرونة مع قيود صارمة على أماكن التداول حصراً في القاعة الرسمية، ويؤكد على إلزامية الإفصاح الفوري والكامل لحماية شفافية السوق و يُشترط لتداول الأوراق المالية خلوها من العوائق القانونية (الرهن، الحجز، الإيقاف)، مع تفويض سلطات واسعة لإدارة السوق والهيئة المنظمة لإيقاف التداول مؤقتاً لضمان سلامة التعاملات والعدالة، سواء لأسباب فنية أو لحماية المستثمرين. كما يفرض القانون مسؤولية مباشرة على الوسطاء عن سرية بيانات التداول ويُجرم صراحةً التلاعب بالأسعار.

أما بالنسبة للقانون العراقي يتم التداول في السوق من خلال الوسطاء^(٣) حصراً وتثبت عمليات التداول بموجب قيود في سجلات السوق تطابق في كل جلسة تداول و تعتبر القيود المسجلة لدى مركز الإيداع واي وثائق صادرة عن السوق قانونياً على تداول وملكية الأوراق المالية المبينة فيها بتاريخ قيد تلك السجلات والوثائق ما لم يثبت عكس ذلك^(٤)

و تقسم مراحل عملية تداول الأوراق المالية وفقاً لمجريات العمل في نظام الإيداع المركزي إلى مراحل ، هي:

١_ مرحلة ما قبل التنفيذ يصدر أمر الشراء أو أمر البيع من العميل إلى شركة الوساطة، وينبغي أن يتضمن الأمر تحديد اسم المستثمر ونوع الورقة المالية ونوع العملية بيع أو شراء وعدد الأوراق المالية والسعر وتاريخ التفويض ووقته ومدة سريانه^(٥)، وعلى الوسيط إدخال أوامر البيع والشراء إلى نظام التداول فور تلقيه التفويض الخاصة بها، على أن يتم الإدخال وفقاً لأسبقيات تلقي التفويضات على حسب ما هو

(١) المادة (٥٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٢) المادة (٥٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.

(٣) يقصد بالوسيط: الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس الممارسة اعمال الوساطة المالية في الأوراق المالية والمقيدة في سجل جمعية وسطاء المال في العراق. ينظر المادة (١) من اللائحة التنظيمية رقم (٢٦) تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية

(٤) المادة (٢) من اللائحة التنظيمية رقم (٢٦) تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٤.

(٥) المادة (٤/د) من اللائحة التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية رقم (٢٦) سنة ٢٠٠٤.

موجود في سجل أوامر الوسيط^(١)، والتأكد من كفاية رصيد المستثمر من الورقة المالية قبل إدخال أمر البيع^(٢)، وفي حالة الشراء يلتزم المستثمر المشتري بتسديد قيمة الأوراق المالية المشتراة لصالحه قبل تنفيذ عملية الشراء^(٣).

٢_ مرحلة التنفيذ: إذا صادف أمر الشراء أو البيع الصادر من المستثمر قبولاً من الطرف الآخر، يتم تنفيذ عملية التداول والتي تتم آلياً عبر نظام التعامل الإلكتروني^(٤).

٣_ مرحلة ما قبل المقاصة والتسوية للصفقات المنفذة وتعد إجراءات تكميلية تسبق عمليات المقاصة والتسوية، وتتمثل بالإخطار بعمليات التداول المنفذة، إذ يعلن سوق العراق للأوراق المالية، وفي نهاية كل يوم تداول ومن خلال النظام الإلكتروني المبالغ المستحقة لكل وسيط أو تلك التي عليه ومن ثم المطابقة بين العمليات المنفذة والأوامر المسجلة، حيث يستطيع كل وسيط الاطلاع على المعلومات الخاصة به من خلال الأجهزة الإلكترونية الخاصة في نهاية كل يوم تداول في سوق العراق للأوراق المالية، وتعد المبالغ المعلنة على النظام الآلي والتي هي إما مستحقات للوسيط أو عليه، وهي مبالغ صحيحة ومقبولة من قبل الوسيط ومطابقة للعمليات المنفذة والأوامر المسجلة شريطة ألا يعترض الوسيط عليها في موعد أقصاه الساعة الواحدة من بعد ظهر يوم التداول^(٥).

جميع هذه المراحل تتم من خلال مركز الإيداع، إذ يلتزم مركز الإيداع بإمساك سجلات بأسماء مالكي الأوراق المالية وما يرد عليها من حقوق^(٦)، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية محل المقاصة والتسوية بعد إتمام المقاصة والتسوية، بالقيود الدفترية لدى مركز الإيداع؛ إذا لم تعد عمليات بيع وشراء ونقل ملكية الورقة المالية تتم عن طريق تسليم وتسلم الصكوك المادية لها، وإنما من خلال التحويل بين الحسابات وإجراء المقاصة والتسوية من خلال مركز الإيداع، إذ يحظر تداول الأوراق المالية المودعة لديه إلا من

(١) المادة (٤/هـ) من اللائحة التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية رقم (٢٦) لسنة ٢٠٠٤.

(٢) المادة (١٠/أ) من اللائحة التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية رقم (٢٦) لسنة ٢٠٠٤.

(٣) المادة (١٠/ب) من اللائحة التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية رقم (٢٦) لسنة ٢٠٠٤.

(٤) راضي عبد الحسين منير، ضمان سلامة تداول الأوراق المالية في العراق مقارنة مع القانون اللبناني، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية في لبنان، كلية الحقوق، لبنان، ٢٠١٤، ص ٣٧.

(٥) المادة (٢٠/ب) من النظام الخاص بالإيداع والمقاصة والتسوية العراقي لسنة ٢٠٠٧.

(٦) عمر ناطق يحيى، الإلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، مصدر سابق ص ٤٤.

خلال القيد الدفترى، إذ يقوم مركز الإيداع بفتح حسابات أوراق ماله وحسابات نقدية على نظام الحاسب الآلي لكل عضو^(١).

يتضح أن المشرع العراقي نظم تداول الأوراق المالية حصراً عبر الوسطاء وخلال نظام الإيداع المركزي، حيث تُثبت الملكية والتعاملات بالقيد الدفترى في سجلات السوق ومركز الإيداع، مما يضيف عليها قوة إثبات قانونية تمر العملية بثلاث مراحل رئيسية: تبدأ ب أمر العميل وضمان كفاية الرصيد (أو التسديد المسبق) مروراً بالتنفيذ الآلي في نظام التداول، وصولاً إلى المقاصة والتسوية التي تدار من خلال مركز الإيداع وبنوك التسوية المعتمدة، مؤكداً بذلك على رقمته التداول ونقل الملكية لتعزيز الأمان والفعالية.

(١) راضي عبد الحسين منير ، مصدر سابق ، ص ٣٨.

المطلب الثاني

حقوق و التزامات اطراف عملية إصدار سندات التنمية المستدامة

أن المقصود بالأثار هو الحقوق و الالتزامات و يترتب على إصدار سندات التنمية المستدامة جملة من الحقوق و الالتزامات الواضحة و الملزمة مما يعزز الحماية القانونية و يضمن تحقيق أهداف التنمية المستدامة و بما أن عملية الإصدار تتطلب توفر اطراف رئيسية و اطراف مساندة لذا نقسم هذا المطلب إلى فرعين نتناول في الفرع الأول حقوق و التزامات الاطراف الرئيسية في سندات التنمية المستدامة و نتناول في الفرع الثاني حقوق و التزامات الاطراف المصدرة و الرقابية في سندات التنمية المستدامة.

الفرع الأول

حقوق و التزامات الأطراف الرئيسية في سندات التنمية المستدامة

ذكرنا سابقاً أن الأطراف الرئيسية تتمثل بحملة السندات و وكيل حملة السندات وعليه نتناول الأثار القانونية لتلك الأطراف :

أولاً: حقوق و التزامات حملة سندات التنمية المستدامة

١- **حقوق حملة السندات** : لحملة سندات التنمية المستدامة مجموعة من الحقوق التي يتمتع بها يتم ذكرها من خلال ما يأتي :

أ- الحصول على فائدة ثابتة ، وعادة ما تخصص الشركة جزءاً من أرباحها السنوية لاستهلاك سندات^(١)التنمية المستدامة^(١)، ويستحق حامل السند الفائدة أياً كانت حالة الشركة، فإذا لم تحقق الشركة أرباحاً، وجب الوفاء بها ولو من رأس المال، ويشترط أن لا يزيد نصيب السند في الأرباح والفائدة المتفق

(١) " يُقصد باستهلاك السندات (أو إطفائها) التزام الجهة المُصدّرة (الشركات المساهمة) بسداد القيمة الاسمية للسند للمستثمر تدريجياً على دفعات دورية، مضافاً إليها الفوائد المستحقة، وذلك وفقاً لجدول زمني قانوني مُحدد مسبقاً في شروط الإصدار وحتى تاريخ الاستحقاق النهائي" . ماهو أستهلاك السندات متاح على الرابط <https://tax.thomsonreuters.com> تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٦/٥/٣٠ الساعة ٤:٠٠م.

(١) إبراهيم سيد أحمد، الشركات التجارية: فقها و قضاء : دراسة مقارنة بين القانونين المصري و الكويتي ، ط١، المركز القومي للإصدارات القانونية ، القاهرة ، ٢٠١٥، ص٤٦.

عليها الحد الأقصى لسعر الفائدة^(١) و لا يغير ذلك من صفة حامل السند كدائن للشركة، لأنه لا يشترك في الخسائر ويظل بمنأى عن إدارة الشركة وقد تصدر الشركة سنداً بأقل من قيمته الإسمية ولكن عند الوفاء يتم استهلاك السند بكامل قيمته الإسمية.^(٢)

ب_ لحامل سندات التنمية المستدامة الحق في استرداد القيمة الاسمية للسند في الموعد المتفق عليه، ولا يجوز للشركة تقديم هذا الموعد ولا تأخيرها، لأن الأجل في قرض السندات مشروط لمصلحة كل من الطرفين الشركة المدينة وحامل سند التنمية المستدامة ، ولما كأن الوفاء بقيمة السندات دفعة واحدة قد يكون متعزراً على الشركة، فأن الشركة تشترط عادة عند الإصدار الوفاء بقيمة السندات تدريجياً عن طريق استهلاك عدد منها كل عام، ويحصل تعيين السندات التي تستهلك سنوياً بطريق القرعة وتخصص الشركة جزءاً من أرباحها سنوياً لاستهلاك السندات على أن استهلاك السندات وأن كأن يجب أن يحصل في الأصل من الأرباح، إلا أنه أن لم تحصل الشركة ربحاً في سنة ما جاز استهلاك السندات في هذه الحالة من رأس المال ، ولا خطر في ذلك على الدائنين، لأن نقصان رأس المال بسبب الاستهلاك يقابله نقص مماثل في مقدار الديون وهذا على عكس استهلاك الأسهم فإنه يجب أن يكون من الأرباح بحيث أنه إذا لم تحقق الشركة أرباحاً وجب أن تقف عملية استهلاك الأسهم وإذا استهلك السند انقطعت صلة حامله بالشركة نهائياً، إذ أنه قد استوفى ماله تجاه الشركة وذلك على خلاف الحال في استهلاك الأسهم، حيث يعطى صاحب السهم المستهلك لسهم تمتع يخوله حق التصويت في الجمعيات العمومية وحقاً في نصيب من الأرباح^(٣) .

ج_ الحق في الحد الحصول على المعلومات يأتي حق المستثمر في الحصول على المعلومات الصحيحة والكافية كأحد أبرز الحقوق التي تسعى التشريعات للنص عليها، ذلك أن هذا الحق يبدأ من اللحظة الأولى لطرح سندات التنمية المستدامة للاكتتاب من خلال نشرة الإصدار التي تحتوي على كافة المعلومات وتستمر ممارسة هذا الحق في الحصول على المعلومة من خلال حق المستثمر في إعلامه بكل ما يتعلق بتقارير مراقب الحسابات وبما قد تصدره هيئات التقييم و العملات المستحقة لهم.^(١)

(١) خالد إبراهيم التلاحمة ، الوجيز في القانون التجاري ، ط٢، دار وائل ، الأردن ، ٢٠٠٦، ص٣٨٥.

(٢) مصطفى يوسف كافي، تحليل و إدارة بورصة الأوراق المالية، ط١، دار مؤسسة رسلان ، دمشق، ٢٠٠٩، ص١٤٨.

(٣) السيد عبد الله ابو الفتوح ، مصدر سابق ، ص٥٢.

(١) بشينة علي نور الدين ، التنظيم القانوني لتوريق الحقوق المالية ، أطروحة دكتوراه ، جامعة القاهرة ، ٢٠١٢، ص١٧٨.

د_ الحق في تداول سندات التنمية المستدامة اذ يعد هذا الحق من الأسس الهامة لتنمية أي أداة مالىة، لما يترتب عليه من تعمق التعامل بها واتساع قاعدة المتعاملين، ووجود حركة مستمرة سواء بالبيع أو الشراء أو اتفاقيات إعادة الشراء أو الرهن و بحسب ما يتلاءم مع صيغة الإصدار للسندات الأمر الذي يكسب السند صفة الورقة المالية الجيدة ذات الكفاءة العالية .^(١)

ه_ لحملة سندات التنمية المستدامة الذين يمثلون جميع السندات المصدرة لذات الإصدار الحق في عقد جمعية عامة للنظر في أي من الأمور التي يكون اتخاذ القرار بشأنها من صلاحية الجمعية العامة دون التقيد بالإجراءات و المواعيد المنظمة لها فيما عدا أخطار الهيئة بموعد انعقاد الجمعية العامة.^(٢)

و_ لحملة سندات التنمية المستدامة الحق في الاطلاع على محضر اجتماع الجمعية العامة في مركز عمل الوكيل ، ولكل ذي مصلحة الحق في تقديم طلب الاطلاع لدى الهيئة العامة لسوق رأس المال على محاضر الجمعيات العامة و الحصول على صور طبق الأصل منها مقابل سداد الرسم المقرر.^(٣)

ز_ يحق لحملة سندات التنمية المستدامة ، تكوين جماعة لحملة السندات، الغرض من تكوين هذه الجماعة هو الحماية المصالح المشتركة لأعضائها^(٤)، ويكون لهذه الجماعة ممثل قانوني من احد أعضائها.^(٥) ووفقا للقانون المصري نصت المادة (٨١) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ ” يكون من حق كل حامل السند حضور اجتماعات جماعة حملة السندات سواء بنفسه أو من ينيبه ويكون لحملة السندات، أو الأوراق المالية التي تقرر استهلاكها دون أن يتم أداء قيمتها بالكامل ، سواء لإفلاس الجهة المصدرة أو الخلاف حول شروط رد قيمة السند... ، الحق في حضور الاجتماعات ولا يجوز أن يمثل حملة السندات ..، في حضور اجتماعات الجماعة أعضاء مجلس إدارة

(١) د. عمر ناطق يحيى ، النظام القانوني للصكوك السيادية ، مصدر سابق ، ص ٩٢.

(٢) المادة (٩٢) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

(٣) المادة (٩٤) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤.

(٤) حيث نصت المادة (٧٠) ” يجوز لحملة السندات... .. ، تكوين جماعة تهدف إلى حماية المصالح المشتركة لأعضائها ومتابعة الإصدار حتى انتهائه...“ من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣.

(٥) المادة (٧١) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ بتعديل قانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣.

الجهة مصدرة السندات.. ، أو أي شركة أخرى ضامنة لديونهم أو أعضاء مجلس مراقبتها أو مراقبي حساباتها أو احد العاملين بها أو أصول أو فروع أو أزواج الأشخاص المشار اليهم “

ح_ لحامل السند الحق في الأولوية في الحصول على مستحقته عند التصفية، قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية و الممتازة .^(١)

ط_ الحق لحملة سندات التنمية المستدامة في حضور اجتماع جماعة حملة السندات

يقرر هذا النص مبدأ أساسياً وهو حق كل حامل سند في حضور اجتماعات جماعة حملة السندات و هذا الحق مكفول سواء كأن الحضور شخصياً أو عن طريق أنابه شخص آخر هذه الإجازة للإجابة تعكس مرونة القانون وتراعي ظروف حملة السندات المختلفة، مما يسهل عليهم المشاركة في القرارات الهامة المتعلقة بمصالحهم، و توسيع نطاق الحق في حالات خاصة ، كما يتجاوز النص الحالة الاعتيادية للسندات التي يتم الوفاء بقيمتها في ميعادها، ليشمل حالات استثنائية تستدعي تدخلاً جماعياً لحملة السندات، و هذه الحالات تشمل استهلاك السندات دون الأداء الكامل لقيمتها، بالإضافة إلى ذلك أن النص هنا يمنح حملة السندات المتضررين الحق للدفاع عن مصالحهم والمطالبة بحقوقهم في مواجهة الجهة المصدرة ، كما أن النص حظر تمثيل فئات معينة في اجتماعات الجماعة يمثل هذا الجزء من النص ضماناً أساسية لاستقلاله وحيادية اجتماعات جماعة حملة السندات فقد حرص المشرع على منع تضارب المصالح المحتمل من خلال حظر تمثيل فئات معينة في هذه الاجتماعات.

أما المشرع العماني نصت المادة (٩١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ ” يجوز لحامل السند، حضور اجتماعات الجمعية العامة شخصياً أو باستخدام الأنظمة الإلكترونية ، كما يجوز له أنابه غيره لحضور اجتماعات الجمعية العامة و التصويت على قراراتها ، ويكون له صوت واحد مقابل كل سند يملكه ..“

هذا النص يواكب التطورات الحديثة في وسائل الاتصال والتكنولوجيا، حيث يقر بحق المساهم في حضور اجتماعات الجمعية العامة شخصياً وهو الأصل، ولكنه يضيف خياراً مهماً وهو الحضور باستخدام الأنظمة الإلكترونية و هذا يسهل على المساهمين البعيدين أو الذين لديهم ظروف تمنعهم من

(١) ادير عبد الحق ، النظام القانوني للأسهم والسندات الصادرة عن شركات المساهمة، رسالة ماجستير ، جامعة مولود معمري، ٢٠٢٠، ص٧١.

الحضور الفعلي للمشاركة في اتخاذ القرارات الهامة للشركة هذا التوجه يعزز مبادئ الشفافية والمشاركة الأوسع للمساهمين و يؤكد النص على حق المساهم في أنابه غيره لحضور اجتماعات الجمعية العامة والتصويت نيابة عنهم .

يتضح لنا من أن لحملة سندات التنمية المستدامة ، حقوق عدة يتمتع بها خلال مدة إصدار السندات وتبدأ منذ تاريخ الإصدار وتنتهي عند تاريخ الاستحقاق أي عند انتهاء مدة السند أو تنتهي عند تاريخ السداد المعجل، حيث يتمتعون بالحقوق المقررة للمنتفع بالأصول المتخذة أساسا لإصدار سندات التنمية المستدامة .

٢_التزامات حملة سندات التنمية المستدامة

سندات التنمية المستدامة لا ترتب في ذمة حملتها سوى واجب واحد وهو الوفاء بقيمة السند^(١) أن الالتزام الأساسي المترتب على المكتتبين بسندات الدين هو الوفاء بقيمة اكتتاباتهم وفقا للشروط المحدد في البيان السابق للإصدار ، أو في وثيقة الاكتتاب أو في قرار الجمعية العامة ، وقد جرى الدفع بصورة كاملة عند الاكتتاب أو يكون موزعا على عدة أقساط مع الإشارة إلى أن القانون لا يوجب وفاء جزء من قيمة السندات عند الاكتتاب ، كما هو الأمر في تحرير الأسهم^(٢).

ثانيا _ حقوق و التزامات الوكيل لحملة سندات التنمية المستدامة

١_ حقوق وكييل حملة سندات التنمية المستدامة : لقد كفل المشرع لوكيل حملة سندات التنمية المستدامة بعض الحقوق التي تعينه في أداء وظائفه المنوطة به ، و القيام بكل ما من شأنه تحقيق مصالح حملة سندات التنمية المستدامة ، و سوف نوضح هذه الحقوق على النحو الآتي:

أ_ حضور اجتماع الجمعيات العامة ، و على الشركات المصدرة للسندات أن تقوم بإرسال ذات الدعوات التي ترسلها للمساهمين لحضور الجمعيات العامة، إلى وكيل حملة السندات وعلى الوكيل حضور هذه الجمعيات والمشاركة في المناقشات التي تجري فيها، ولا يكون للوكيل صوت معدود فيما يصدر من

(١) ينظر المادة (٤٩) من قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، و المادة (٥) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤، و المادة (٧٧) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل.
(٢) إلياس ناصيف ، موسوعة الشركات التجارية ، الجزء التاسع (الشركة المغفلة - سندات الدين و حصص التأسيس) ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، ٢٠٠٥ ، ص ١٤٨ .

قرارات، وعلى ذلك فإن المشرع أعطى وكيل حملة السندات حق تلقي الدعوات لحضور الجمعيات والمشاركة في المناقشات المتعلقة بالأمور المعروضة على الجمعية؛ ليتمكن من الوقوف على القرارات التي تتخذها الجمعية ومدى تأثيرها على حقوق حملة السندات.^(١)

ب_ الاستعانة بذوي الخبرة والاختصاص لإنجاز المهام الموكلة اليه دون الإخلال بمسؤوليته وهذا في الحقيقة حق مهم يتمتع به وكيل حملة السندات، لما قد يعترضه من أمور يحتاج فيها إلى خبرات قد لا تتوفر لديه، وممارسة هذا الحق بطبيعة الحال لا يعفي وكيل حملة السندات من تحمل المسؤولية تجاه حملة السندات.^(٢)

٢_ التزامات وكيل حملة سندات التنمية المستدامة : حدد المشرع المصري التزامات للوكيل^(٣) و هي كالتالي:

أ_ رئاسة اجتماعات الجماعة ، وفي حالة غيابه ومن ينوب عنه تختار الجماعة من يحل محله في رئاسة الاجتماع.

ب_ القيام بأعمال الإدارة اللازمة لتسيير أمور الجماعة وحماية مصالحها ، وذلك طبقاً للنظام الذي تضعه له الجماعة.

ج_ تمثيل الجماعة في مواجهة الجهة المصدرة والغير وأمام القضاء.

د_ رفع الدعاوى التي توافق الجماعة على أقامتها باسمها، وذلك بغرض المحافظة على المصالح المشتركة لأعضائها، وبصفة خاصة الدعاوى المتعلقة بإبطال القرارات والأعمال الضارة بالجماعة من الجهة المصدرة أن كان لذلك مقتضى.

هـ_ الدعوة لعقد اجتماع لحملة السندات في الحالات التي تستدعي ذلك لحماية لمصالحهم ، وفي حالة اتخاذ قرار بالجهة المصدرة يضر بمصالح حملة السندات أو صكوك التمويل ، أو في حالة حدوث حالة أخلل وعدم سداد مستحقات حملة السندات أو صكوك التمويل أو الأوراق المالية الأخرى في مواعيدها.

(١) ينظر المادة (٧٥) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق

راس المال المصري . تقابلها المادة (٨١) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٢) ينظر المادة (٧٨) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٣) المادة (٧٤) من قرار رئيس مجلس الوزراء المصري رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨.

و_ أي اختصاصات أخرى منصوص عليها في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات ، بما لا يتعارض مع مصلحة الجماعة.

حدد المشرع المصري سلطات ومهام الممثل القانوني لجماعة حملة سندات التنمية المستدامة ، مما يسهم في تعزيز الحوكمة وحماية حقوق الأعضاء في مواجهة الجهة المصدرة والأطراف الأخرى ، حيث تتوزع اختصاصات الممثل القانوني بين وظائف إدارية وتنظيمية (مثل رئاسة الاجتماعات والقيام بأعمال الإدارة) ووظائف قانونية (مثل تمثيل الجماعة أمام الجهات المختلفة ورفع الدعاوى) أمام الجهات المختلفة، سواء كانت خارجية أو قضائية كما أنها تعكس أهمية وجود اليه منظمة لاتخاذ القرارات والتصدي للمستجدات التي قد تؤثر على مصالح الجماعة.

أما بالنسبة للمشرع العماني^(١) أكد على أن يتولى الوكيل مراقبة تنفيذ الجهة المصدرة أو المستفيدة لالتزاماتها الواردة في نشرة الإصدار، وحماية مصالح حملة السندات واتخاذ كافة التدابير التحفظية للمحافظة على حقوق حملة السندات وعلى الأخص الآتي:

١ - متابعة تنفيذ الجهة المصدرة أو المستفيدة الشروط المتعلقة بإيجاد الضمانات اللازمة والتأكد من أن الضمانات المقدمة كافية للوفاء بمطالبات حملة السندات ، عند استحقاقها، وأن تكون قابلة للتنفيذ عليها عند الاقتضاء.

٢_ التحقق من الالتزام بأحكام نشرة الإصدار في حالة إطفاء السندات، أو تحويلها إلى أسهم أو وحدات أو حصص.

٣_ التأكد من أن حصيلة بيع السندات تم استخدامها وفقا لما هو مبين في نشرة الإصدار.

٤_ تمثيل حملة السندات في مواجهة الجهة المصدرة أو المستفيدة أو الغير أو القضاء.

٥- رئاسة اجتماعات الجمعية العامة لحملة السندات.

٦- رفع الدعاوى التي توافق الجمعية العامة لحملة السندات على إقامتها باسمها وذلك بغرض المحافظة على المصالح المشتركة لحملة السندات.

(١) المادة (٧٧) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

وبعد الاطلاع على النصوص المقارنة للالتزامات وكييل حملة سندات التنمية المستدامة في القانونين المصري والعماني، أرى أن النظام العماني هو الأفضل والأكثر شمولاً وفعالية في حماية حقوق حملة السندات، لأن المشرع العماني يعطي الأهمية لدور وكييل حملة السندات فهو لا يقتصر على كونه مجرد وكييل ، بل يمتد ليشمل مهام رقابية دقيقة ومسؤولية حماية مصالح حملة السندات بالإضافة إلى ذلك، فقد منح المشرع الوكييل صلاحيات واسعة للحصول على المعلومات وفحص المستندات والتحقق من الالتزام بشروط الإصدار واستخدام حصيلة البيع، وصولاً إلى التأكد من سلامة الضمانات وعدم إجراء تعديلات جوهرية على شروط السندات دون موافقة حملتها هذا التفصيل يعزز من قدرة الوكييل على أداء مهامه بكفاءة وفعالية.

أما القانون العراقي، وكما ذكرنا سابقاً، لا يوجد نص صريح يحدد اختصاصات وكييل مستقل لحملة السندات بالمعنى المتعارف عليه في القانون المصري أو العماني هذا الغياب يعكس اختلافاً في النهج التشريعي و نأمل من المشرع العراقي بوضع تنظيم يوضح دور الوكييل و الاثار القانونية التي تترتب عليه عند إصدار سندات التنمية المستدامة .

الفرع الثاني

حقوق و التزامات الأطراف المصدرة و الرقابية في سندات التنمية المستدامة

نتكلم في هذا الفرع عن الآثار المترتبة على إصدار سندات التنمية المستدامة بالنسبة للأطراف المساندة في هذه العملية و فيما التفصيل:

أولا _ حقوق و التزامات جهة الإصدار: يترتب على جهة الإصدار آثار متعددة نقسمها إلى حقوق و التزامات جهة الإصدار كالتالي:

١_ **حقوق جهة الإصدار :** تتمتع جهة الإصدار بمجموعة من الحقوق و هي :

أ_ حق الجهة المصدرة في إصدار السندات لتمويل مشاريعها و تحديد العائد منها وفق الشروط التي تعدها.^(١)

ب_ حق جهة الإصدار في الرقابة و إدارة عملية إصدار السندات أي تقوم بممارسة النشاط الذي تكونت من آجلة فلا تمتلك ممارسة أي نشاط آخر غير إصدار السندات.^(٢)

ج_ حق الجهة المصدرة في أن تشترط للسند إمكانية سداد القرض في أي وقت بعد تاريخ الإصدار شرط إخطار حملة السندات قبل استخدام هذا الحق بفترة مناسبة، وفي هذه الحالة فإن الجهة المصدرة للسند تقوم بتحديد قيمة معينة يطلق عليها علاوة الاستدعاء تمنح كعلاوة سداد التعويض حملة السندات عن فقدان الدخل الدوري الذي كانوا يحصلون عليه عن السندات التي يملكونها.^(٣)

د_ حق الجهة المصدرة في تحويل السند إلى ورقة مالية أخرى بصفة إجبارية أو اختيارية بناء على رغبة حملة السندات، و ان يكون منصوص عليه في نشرة الإصدار وغالبا يتم تحديد معدل التحويل وسعر التحويل بصورة مسبقة، وذلك لكي تضمن الجهة المصدرة للسند حرية حملة السندات في الاختيار بين

(١) ينظر المادة (١٢) من قانون سوق راس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، المادة (٥) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم(خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤، و المادة (٧٧) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤.

(٢) ماهر محمد حامد ، المرجع في أحكام قانون الشركات الكويتي ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠١٧ ، ص٧٧٦.

(٣) علاء ابراهيم عبد المعطي ، أدون و سندات الخزائنة العامة دراسة مقارنة ، دار الفكر و القانون ، ٢٠١٦ ، ص٢٩.

البقاء كحملة سندات أو تغيير مراكزهم بالحصول على ورقة ماله أخرى مثل السندات ذات الحق في التحويل إلى أسهم.^(١)

٢_ **التزامات جهة الإصدار:** طبقاً للقانون المصري جهة الإصدار المتمثلة بالشركة المساهمة أو المحدودة أن تقوم بمجموعة من الالتزامات التي تقع عليها بما يأتي^(٢):

أ. تخصيص الحصيلة للمشروعات المستدامة: يجب على المصدر استخدام الأموال المحصلة من السندات حصرياً لتمويل أو إعادة تمويل مشروعات وأنشطة تخدم أهداف التنمية المستدامة، مع إثبات جدواها وفوائدها البيئية والاجتماعية.

ب. الشفافية والإفصاح المستمر: يلتزم المصدر بتقديم تقارير دورية (سنوية) غالباً للهيئة المنظمة وحملة السندات، توضح كيفية استخدام الحصيلة، وتقدم وصفاً للمشروعات الممولة، وتفصح عن الأهداف البيئية والاجتماعية، وإدارة المخاطر المرتبطة بها.

ج. التقييم والتحقق المستقل: يتوجب على المصدر الاستعانة بمؤسسات استشارية مستقلة ومعتمدة لتقييم واختيار مشروعات الاستدامة، والتحقق من توافقها مع المعايير الدولية، وتقديم تقارير متابعة تؤكد الالتزام بالإجراءات المعلنة.

د. إدارة ماله دقيقة: يجب على المصدر فتح حساب فرعي ومحفظة مخصصة لإدارة حصيلة السندات والاستثمار في المشروعات المستهدفة، لضمان تتبع الأموال وشفافية استخدامها.

هـ. المساءلة والتعويض: في حال عدم تحقيق الأهداف المعلنة ضمن الإطار الزمني المحدد، يلتزم المصدر بتعويض حملة السندات بزيادة في قيمة الفائدة المستحقة، وفقاً لما هو منصوص عليه في نشرة الاكتتاب.

يتبين لنا من هذا النص أن المشرع المصري، يضع قيوداً قانونياً على استخدام حصيلة الإصدار هذا القيد يجب أن يكون واضحاً ومفصلاً في نشرة الاكتتاب و تقديم تقارير دورية للهيئة المنظمة الهيئة العامة

(١) علاء إبراهيم عبد المعطي، مصدر سابق ، ص ٣٠.

(٢) ينظر المادة (٣٥ مكرراً ٥، رابعاً ، خامساً) رابعاً من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣.

للمراقبة المالية في مصر وحملة السندات و هو التزام قانوني أساسي و هذه التقارير يجب أن تتضمن تفاصيل دقيقة حول استخدام الحصيلة، وصف المشروعات الممولة، والأهداف البيئية والاجتماعية المحققة، وإدارة المخاطر وأن عدم الالتزام بالإفصاح يمكن أن يؤدي إلى مساءلة قانونية، وقد يؤثر على سمعة جهة الإصدار وثقة المستثمرين ومن الالتزامات أيضا هو الاستعانة بمؤسسات استشارية مستقلة ومعتمدة للتقييم والتحقق و هذا يقلل من مخاطر "الغسل الأخضر"^(١)، حيث تدعي الشركات أنها مستدامة دون أن تكون كذلك بالفعل من هذه الجهات المستقلة تعتبر دليلاً قانونياً على التزام جهة الإصدار بالمعايير المعلنة. و كذلك زيادة في قيمة الفائدة المستحقة كتعويض لحملة السندات و هذا البند يحمي المستثمرين من مخاطر عدم الالتزام، ويشجع جهة الإصدار على تحقيق الأهداف المعلنة من الناحية القانونية، يجب أن تكون شروط هذا التعويض محددة بدقة، بما في ذلك تعريف "عدم تحقيق الأهداف المعلنة" والإطار الزمني المحدد لذلك، وكيفية حساب الزيادة في الفائدة هذا يمثل نوعاً من "شرط الجزاء" أو "التعويض الاتفاقي" في القانون المدني، والذي يهدف إلى تعويض الطرف المتضرر عن الإخلال بالالتزام.

أما بالنسبة للمشرع العماني حدد مجموعة من الالتزامات التي تقع على عاتق جهة الإصدار في نصوص متفرقة منها :

- ١- يجب على الجهة المصدرة الامتثال لمتطلبات لائحة تنظيم السندات و الصكوك رقم خ/٢١/٢٠٢٤ عند القيام بأي عملية إصدار أو طرح أو ترويج للسندات.^(٢)
- ٢- على الجهة المصدرة استخدام عائدات الطرح في تمويل الأنشطة أو التعاملات المتعلقة بالمشاريع ذات الصلة بأهداف إصدار السندات المستدامة.
- ٣- يتوجب على الجهة المصدرة تقييم المشاريع واختيارها.

(١) الغسل الاخضر : يقصد به عمل يؤدي إلى تظليل المستهلكين بشأن حقيقة الممارسات البيئية للشركة أو الفوائد البيئية للمنتج أو الخدمة . ينظر : د. اكرم مرعوش ، استراتيجية الغسل الاخضر بين الاثر المتوقع و الاثر الفعلي دراسة حالة شركة فولكس فاغن للسيارات ، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد ٤٤٤ ، ٢٠١٦ ، ص ٣٦٩ .

(٢) ينظر المادة (٤) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (خ/٢١) لسنة ٢٠٢٤ .

٤_ إدارة العائدات بما في ذلك تحويلها في حساب مخصص لذلك ومتابعته بصورة دورية، والإفصاح عنه حسب الضوابط أو التوجيهات التي تصدرها الهيئة.

٥_ إعداد التقارير ونشرها حسب المعايير الدولية التي تعتمدها الهيئة أو أي جهة حكومية تخضع لها الجهة المصدرة أو المستفيدة.^(١)

٦_ يجب على الجهة المصدرة توفير الضمانات على النحو الوارد في نشرة الإصدار قبل بداية الاكتتاب في حالة إصدار السندات وأن كأن هذا الأصل فالاستثناء يجوز توفير الضمانات بعد انتهاء مدة الاكتتاب، فإذا لم توفر الضمانات خلال المدة المحددة في نشرة الإصدار تكون الجهة المصدرة ملزمة برد المبالغ المتحصلة إلى حملة السندات خلال (٣٠) ثلاثين يوماً.^(٢)

٧_ يجب على الجهة المصدرة تعيين مراجع خارجي مستقل ومعتمد من قبل الهيئة أو الجهة التي تحددها الهيئة لتقييم وتقديم تقرير عن مدى التزام وتوافق المشاريع الممولة من خلال السندات المستدامة مع المبادئ والمعايير الدولية المعتمدة من قبل الهيئة.

ويجب على الجهة المصدرة والمستفيدة نشر تقرير المراجع الخارجي على موقع نظام النشر الإلكتروني المعتمد من الهيئة.^(٣)

يتبين أن المشرع العماني، من خلال النصوص المذكورة، يضع إطاراً تنظيمياً محكماً لعمليات إصدار السندات ، يهدف بشكل أساسي إلى تحقيق التوازن بين تشجيع الاستثمار وحماية حقوق المكتتبين (حملة السندات)، مع التركيز بشكل خاص على الشفافية والحوكمة ، و يتفوق التشريع العماني تحديد اليه حماية سريعة ومباشرة للمكتتبين في حال عدم توفير الضمانات المالية (رد المبالغ خلال ٣٠ يوماً)، مما يوفر مستوى عالياً من الأمان ضد المخاطر المالية المتعلقة بالضمانات ، وبالرغم من ذلك نتفق مع التنظيم الذي وضعه التشريع المصري لأنه يضع حماية مباشرة للمستثمر "في حال عدم تحقيق الأهداف المعلنة ضمن الإطار الزمني المحدد، يلتزم المصدر بتعويض حملة السندات بزيادة في قيمة الفائدة المستحقة.

(١) المادة (٩٧) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٢) ينظر المادة (٧) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

(٣) المادة (٩٩) من لائحة تنظيم السندات و الصكوك في سلطنة عمان رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

أما بالنسبة للمشرع العراقي لم ينظم سندات التنمية المستدامة لذا نأمل من المشرع بوضع نصوص قانونية كما عمل المشرع المصري و العماني توضح الآثار القانونية المترتبة على جهة الإصدار .

ثانياً_ حقوق و التزامات مراقب الحسابات : تكلمنا في الفصل الأول عن مراقب الحسابات فلا حاجة للتكرار ومن خلال الاتي سوف نبين الدور الذي يقوم به مراقب الحسابات في إصدار سندات التنمية المستدامة الذي يظهر بشكل واضح من خلال الآثار القانونية اذ يتمتع مراقبي الحسابات بالحقوق وتترتب عليه التزامات نتناولها كالاتي:

١_ حقوق مراقبي الحسابات^(١): يتمتع مراقبي الحسابات بحقوق واحدة لا تختلف في القانون المصري عن القانون العماني و العراقي وهي كالاتي :

أ_ الاطلاع على دفاتر الجهة الخاضعة للتدقيق وسجلاتها ومستنداتها والأوراق والوثائق والعقود الخاصة بها.

ب_ طلب أي بيان أو إيضاح يراه ضروريا لإنجاز مهمته من أي من منتسبي الجهة الخاضعة للتدقيق.

ج_ إجراء الجرد في الوقت الذي يراه مناسباً لخزائن الجهة الخاضعة للتدقيق ومخازنها وما تحتويه من أوراق مالية ونقدية ومستندات ووثائق وبضائع ومعدات وغيرها .

د_ التحقق من موجودات الجهة الخاضعة للتدقيق وحقوقها والتزاماتها.

هـ_ الحصول على ما يراه من معلومات فنية تتعلق بنشاط الجهة الخاضعة للتدقيق ومنتجاتها وزيارة مصانعها وورشها ومخازنها ومكاتبها ومواقع عملها ومشاريعها.

٢_ التزامات مراقبي الحسابات : فالنسبة للمشرع المصري^(١) حدد الالتزامات التي تقع على مراقب الحسابات أن يتولى أعداد تقارير سنوية يتولى - بمراجعة معايير المراجعة المصرية - بشأن مدى التزام

(١) سورأن عبد الله مصطفى ، تقرير مراقب الحسابات و إمكانية الاعتماد عليه من قبل متخذي القرارات بحث نظري، مجلة الجامعة العراقية ، العدد(٣) ،٢٠٢٤، ص٨١. وينظر المادة (١٠٥ و ١٠٦) من قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١. و المادة(٢٧٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال في سلطنة عمان رقم(١) لسنة ٢٠٠٩. (١) المادة (٣٥ مكرر ٥/تاسعا) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٣٤٥٦) لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

مصدر سندات التنمية المستدامة باستخدام حصيلة السندات في الأغراض والأنشطة الواردة في نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال ، وعلى الأخص الآتي :

١_ مدى تنفيذ خطوات وإجراءات تمويل المشروعات المستهدفة من حصيلة السندات وذلك طوال عمر الإصدار وحتى تمام الاستحقاق .

٢_ مدى التزام المصدر بما ورد بتقرير الإفصاح المعد منه بشأن المعلومات الرئيسية للحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية المنطبقة على السندات، ومدى موافقتها مع استراتيجية المصدر والإطار الزمني لتنفيذها.

يتبين لنا أن الدور التقليدي لمراقب الحسابات في القانون المصري يشهد تحولاً جذرياً؛ إذ لم يعد عمله فالمشروع المصري كلف مراقب الحسابات بمهام تتجاوز التدقيق المالي لتجعله حارساً لأموال المستثمرين، لقد أدرك المشرع أهمية التمويل المستدام، فكلف المراقب بفحص تقرير الإفصاح الذي يعده المصدر بشأن هذه المعايير وهنا يتجاوز دور المراقب مجرد التحقق من وجود التقرير؛ إذ يجب عليه أن يقوم مدى موافقة هذه الالتزامات البيئية والاجتماعية مع استراتيجية الشركة العامة، ويتأكد من وجود إطار زمني حقيقي لتنفيذها هذا الإجراء يحمي المستثمرين من الوقوع في "الغسيل الأخضر"، ويُرسخ الثقة بأن وعود الشركة بالاستدامة هي التزامات فعلية تُطبق بجدية.

أما المشرع العماني لم يتطرق إلى دور مراقب الحسابات في إصدار سندات التنمية المستدامة و لكن ذكر التزاماته في المادة (٨) من لائحة ضوابط اعتماد مراقبي الحسابات رقم (٨) لسنة ٢٠١٨ و لكن لم يذكر سندات التنمية المستدامة .

كما بينت المادة (٧٩) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات في سلطنة عمان رقم (١٤٦) لسنة ٢٠٢١ ، الواجبات التي تقع على مراقب الحسابات ، لكن لم يوضح دوره في سندات التنمية المستدامة إنما ذكرها بصورة عامة .

اما المشرع العراقي ذكر بعض النصوص التي توضح التزاماته بصورة عامة^(١) .

(١) وضحاها في المواد الاتية المادة (٦٠٢، ١٣٣، ١٣٦، ١٣٧) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) للسنة ١٩٩٧ (المعدل) لسنة ٢٠٠٤ .

و بعد الاطلاع على التنظيم الذي وضعه المشرع المصري في توسيع دور مراقب الحسابات ليصبح مراقبا للاستدامة، متجاوزا الدور التقليدي للتدقيق المالي في إصدارات السندات ، نأمل من المشرع العماني و المشرع العراقي العمل بما سار عليه المشرع المصري بوضع نصوص تنظم دور مراقب الحسابات في عملية إصدار سندات التنمية المستدامة .

الخاتمة

الخاتمة

توصلنا من خلال البحث في موضوع التنظيم القانوني لعملية إصدار سندات التنمية المستدامة الى جملة من الاستنتاجات و ارتأينا ان نعطي بعض المقترحات و على النحو الاتي :

اولاً: الاستنتاجات

١_ ان سندات التنمية المستدامة نوع من الاوراق المالية التي تمثل اداة تمويلية حديثة ذات طبيعة مزدوجة تجمع ما بين الخصائص التقليدية للسندات و بين اهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة ، فهي لا تركز فقط على العائد المالي بل أيضا على الاثر البيئي و الاجتماعي .

٢_ ان سندات التنمية المستدامة لها اهمية كبيرة لكل من المصدرين و المستثمرين بالنسبة للمصدرين يمكن لسندات التنمية المستدامة تلبي احتياجات الدولة من خلال تمويل مشاريع البنى التحتية و كذلك المشاريع التي تحتاج الى رؤوس اموال كبيرة اما بالنسبة للمستثمرين توفر فرصة للاستثمار في المشاريع التي لها تأثير بيئي و اجتماعي مع تحقيق عائد مالي و تنافسي ايضا.

٣_ ان سندات التنمية المستدامة ترتبط ارتباط وثيقاً بالمعايير الدولية اذ توفر هذه المبادئ مجموعة واضحة من المبادئ التوجيهية و المعايير التي تضمن الشفافية في اصدار و ادارة سندات التنمية المستدامة و هي اربعة معايير معيار استخدام العائدات ، معيار تقييم المشروعات و اختيارها ، معيار ادارة العائدات و اخيرا معيار اعداد التقارير و نشرها .

٤_ ان سندات التنمية المستدامة لها خصوصية مقارنة بباقي الاوراق المالية فسندات التنمية المستدامة مخصصة لتمويل مشاريع ذات فوائد بيئية و اجتماعية ، بينما تستخدم السندات التقليدية لأغراض متنوعة اما السندات الخضراء (الاهداف البيئية فقط) والاجتماعية (الاجتماعية فقط) و تختلف عن الصكوك التي هي أداة ملكية متوافقة مع الشريعة، اما السندات المرتبطة بالاستدامة فهي ترتبط بأداء الشركة ككل وليس بمشاريع محددة.

٥_ ان عملية اصدار سندات التنمية المستدامة تتطلب توافر عدة اطراف بعضها رئيسي و الاخر مصدرية و رقابية و تتمثل الاطراف الرئيسية في حملة السندات و الوكيل بينما تتمثل الاطراف المصدرية و الرقابية

هي (جهة الاصدار و مدير الاصدار و الاطراف الرقابية) مراقب الحسابات و الخبراء و المؤسسات الاستشارية) .

٦_ أعطى القانون المصري و العماني للمكتتبين في سندات التنمية المستدامة الحق في تكوين جماعة تمثلهم في مواجهة الشركة والغير ، ويتم تمثيل تلك الجماعة عن طريق الوكيل القانوني لجماعة حملة السندات و يشترط فيمن يشغل منصب الوكيل القانوني لجماعة حملة السندات عدة شروط تضمن عدم وجود صلة بينه وبين الجهة المصدرة كما أن دور وكيل حملة السندات ما زال محصوراً في حماية الحقوق المالية التقليدية، دون منحه سلطات واضحة لمراقبة جانب الاستدامة فلا يملك الوكيل في أغلب النصوص حق طلب تقارير الأثر البيئي أو الاعتراض على تغيير وجهة استخدام الحصيلة، مما يجرد فكرة الرقابة من مضمونها..

٧_ ان عملية ادراج سندات التنمية المستدامة و تداولها لا تختلف عن باقي الاوراق المالية المتعامل عليها في سوق الاوراق المالية و إن إخضاع سندات التنمية المستدامة لقواعد الإدراج التقليدية المعمول بها في مصر و عُمان والعراق يحقق المتطلبات الشكلية للإدراج.

٨_ الزم القانون توافر عدة ضوابط و اجراءات لإصدار سندات التنمية المستدامة يجب اتباعها لضمان اصدار السندات بما يتفق مع الغرض من اصدارها ويتبين من إجراءات إصدار سندات التنمية المستدامة أن المشرّع قد أحاط عملية الإصدار بضمانات قانونية وفنية ، بدءاً من اشتراط الحصول على موافقة الهيئة المختصة، ومروراً بالزام الجهة المصدرة بالاستعانة ببنك استثمار مرخّص، والحصول على تصنيف ائتماني وفق الضوابط المقررة، وصولاً إلى إخضاع المشروعات محل التمويل لرقابة مراقبي الحسابات والمؤسسات الاستشارية المستقلة ويمكن تطبيق الشروط والاجراءات التقليدية لإصدار السندات كأساس لإصدار سندات التنمية المستدامة، ولكنها غير كافية وحدها؛ حيث تشتت الأسواق إضافة متطلبات خاصة بالاستدامة بالإضافة الى الشروط التقليدية.

٩_ يترتب على عملية اصدار سندات التنمية المستدامة جملة من الالتزامات المترتبة على أطرافها، بحيث تنقسم الى التزامات الاطراف الرئيسية و التزامات الاطراف المصدرة و الرقابية .

ثانياً: المقترحات

١_ ندعو المشرع العراقي الى وضع تنظيم قانوني خاص لسندات التنمية المستدامة يتناول جميع المسائل المتعلقة بهذه السندات ابتداء من شروط اصدارها و كيفية اصدارها مع الاخذ بنظر الاعتبار ضرورة التعريف بالإجراءات الواجب الاتباع من اجل تحقيق الاهداف البيئية و الاجتماعية.

٢_ نامل من المشرع العراقي توضيح طريقة تعيين الوكيل القانوني لجماعة حملة السندات وبيان اختصاصاته وسلطاته على وجه الدقة كما في التشريعات المقارنة .

٣_ نقترح على المشرع العراقي ان يسير على نفس النهج المصري و العماني ، وذلك بان يفرض إشراك "جهة استشارية مالية أو قانونية مستقلة ومتخصصة" في عملية إصدار السندات لكون دور الخبراء و المؤسسات الاستشارية المستقلة تتولى هذه الجهة المستقلة مهمة التقييم الشامل لأوضاع جهة الإصدار، وتتنظر مدى توافق تلك السندات مع الاهداف التي تقوم بها.

٤_ نأمل من المشرع العراقي عند اصداره لتنظيم خاص بسندات التنمية المستدامة ان يقوم بتحديد الجهات التي يجوز لها اصدار سندات التنمية المستدامة و نقترح النص الاتي: للجهات التالية اصدار سندات التنمية المستدامة بعد الحصول على الموافقات الاصولية:

أ- الشركات المساهمة.

ب_ الهيئات و المؤسسات العامة العراقية.

ج_ الوزارات الغير مرتبطة بوزارة بعد الحصول على موافقة مجلس الوزراء.

٥- النص صراحة على حظر استخدام حصيلة سندات التنمية المستدامة في غير الأغراض البيئية أو الاجتماعية المعلنة في نشرة الإصدار.

٦_ ونقترح بتشكيل لجنة دائمة مشتركة ما بين السوق والهيئة، تتنظر هيئة الأوراق المالية من خلال مجلسها في طلب إدراج الشركة مرفقا كما في لجنة القيد و الشطب في سوق الأوراق المالية المصري .

٧_ ندعو المشرع العراقي عند اصداره تنظيم لسندات التنمية المستدامة ان يضمنه نصا يتعلق بشروط اصدار سندات التنمية المستدامة ونقترح النص الاتي : يشترط لإصدار سندات التنمية المستدامة توافر الشروط التالية :

أ_ الحصول على موافقة هيئة الاوراق المالية على اصدار السندات .

ب_ إعداد وتقديم نشرة الإصدار وهذه النشرة تحتوي على جميع المعلومات الجوهرية التي يحتاجها المستثمر .

ج_ اصدار تقارير من قبل الاطراف الرقابية لبيان مدى توافق حصيلة السندات مع الغرض الذي اصدت من اجله .

د- الحصول على تصنيف ائتماني .

هـ_ تسعير السندات وتحديد العائد منها .

٨_ توسيع صلاحيات وكيل حملة سندات التنمية المستدامة، ومنحه:

أ- حق مراقبة استخدام الحصيلة.

ب_ حق طلب تقارير الأثر،

ج_ حق اللجوء إلى القضاء نيابة عن حملة السندات..

٩_ استحداث جزاءات خاصة عند الأخلال بالاستدامة مستقلة عن الجزاءات العامة، تشمل:

أ- إعادة توصيف السند،

ب_ سحب صفة "الاستدامة"،

ج_ غرامات مالية متدرجة،

د_ تعليق تداول السند.

١٠_ ندعو المشرع العراقي الى تشجيع إصدار سندات التنمية المستدامة وتسهيل إدراجها في الأسواق المالية الوطنية والدولية وذلك من خلال حوافز قانونية، مثل الإعفاءات الضريبية أو تسهيلات في إجراءات الإصدار والتداول، لتعزيز جاذبيتها للمستثمرين لما لها اهمية كبيرة للبيئة و المجتمع.

قائمة

المصادر والمراجع

المصادر و المراجع

أولاً: الكتب

- ١- إبراهيم سيد أحمد، الشركات التجارية فقهاً وقضاً، دراسة مقارنة بين القانونين المصري والكويتي، ط١، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، ٢٠١٥.
- ٢- احمد فاروق وشاحي، عملية التوريق بين النظرية والتطبيق، دراسة لأحكام القانون المصري والقوانين المقارنة، دار النهضة العربية، بلا سنة نشر.
- ٣- احمد محمد لطفي، اعمال السمسار في بورصة الاوراق المالية دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر والقانون، المنصورة، ٢٠١٣.
- ٤- اشرف محمود الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧.
- ٥- إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، الجزء التاسع (الشركة المغفلة - سندات الدين وحصص التأسيس)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ٢٠٠٥.
- ٦- حسين الماحي، الشركات التجارية، الطبعة الثانية، مطبعة دار أم القرى، المنصورة، ١٩٩٢.
- ٧- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الاوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠١.
- ٨- خالد إبراهيم التلاحمة، الوجيز في القانون التجاري، ط٢، دار وائل، الأردن، ٢٠٠٦.
- ٩- سامي عبدالباقي أبو صالح، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥.
- ١٠- سميحة مصطفى القليوبي، الشركات التجارية، ط٥، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.
- ١١- سمير عبد الحميد رضوان، اسواق الاوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الاسلامي لنشر، القاهرة، ١٩٩٦.
- ١٢- شاكر نبيل عبد السلام، الادارة الفعالة للأموال والمشروعات، دار كتب عربية، ٢٠٠٧.
- ١٣- طاهر شوقي مؤمن، عقد البيع الاوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٧.
- ١٤- عباس مرزوق فليح العبيدي، الاكتتاب في راس مال الشركة المساهمة، دراسة قانونية مقارنة، ط١، دار الثقافة، ٢٠١٢.
- ١٥- عصام احمد البهجت، الموسوعة القانونية لبورصة الاوراق المالية في التشريعات العربية، ط١، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٩.

- ١٦- علاء ابراهيم عبد المعطي، أذون و سندات الخزانة العامة دراسة مقارنة ، دار الفكر و القانون ، ٢٠١٦.
- ١٧- عمر ناطق يحيى، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دار النهضة العربية، ٢٠١١.
- ١٨- عمر ناطق يحيى، النظام القانوني للصكوك السيادية، "دراسة في قانون الصكوك السيادية رقم (١٣٨) لسنة ٢٠٢١ ولائحته التنفيذية رقم (١٥٤٧) لسنة ٢٠٢٢"، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٢٣.
- ١٩- فؤاد معلل، شرح القانون التجاري للشركات التجارية، ج ٢، ط ٤، دار الافاق المغربية، ٢٠١٢.
- ٢٠- ماهر محمد حامد، المرجع في أحكام قانون الشركات الكويتي، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٧.
- ٢١- محمد احمد محمود، رقابة هيئة سوق راس المال على الشركات المساهمة دراسة مقارنة، ط ١، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، ٢٠١٤.
- ٢٢- محمد دانيش، القانون التجاري، بلا دار نشر، ٢٠٢٤.
- ٢٣- محمد عبد اللطيف، قانون التنمية المستدامة، ط ١، دار النهضة العربية للنشر، القاهرة، ٢٠٢١.
- ٢٤- محمد عزمي البكري، قانون التجارة الجديد، ط ٦، المجلد الاول، دار محمود للنشر والتوزيع، بلا سنة نشر.
- ٢٥- محمد علي سويلم، الصكوك المالية، دراسة مقارنة، ط ١، دار المطبوعات الجامعية، ٢٠١٤.
- ٢٦- محمد فرحان فليح واخرون، التدقيق الاجتماعي والبيئي في ظل التنمية المستدامة، ط ١، المركز الديمقراطي العربي للنشر، برلين، ٢٠٢٢.
- ٢٧- محمد فريد العريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ٢٠٠٩.
- ٢٨- محمود علي الشراقوي، النمو الاقتصادي وتحديات الواقع، ط ١، دار المنهل، ٢٠١٦.
- ٢٩- مدحت ابو النصر واخرون، التنمية المستدامة، ط ١، المجموعة العربية للتدريب والنشر، القاهرة، ٢٠١٧.
- ٣٠- مصطفى كمال طه، القانون التجاري، الجزء الأول، الطبعة الثانية، بلا دار نشر، ١٩٥٦.
- ٣١- مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، ط ١، دار مؤسسة رسلان، دمشق، ٢٠٠٩.
- ٣٢- منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٣.

ثانياً: الرسائل والأطاريح

أ- أطاريح الدكتوراه

- ١- اكرم حياوي طعمة، الاوراق المالية التي تصدرها الشركات التجارية بصيغتها التقليدية والحديثة، اطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، الجامعة الاسلامية في لبنان، ٢٠٢٣.
- ٢- السيد عبد الله ابو الفتوح، احكام التعامل في سندات ووثائق الاستثمار، اطروحة دكتوراه، جامعة عين الشمس، كلية الحقوق، ٢٠١٦.
- ٣- بثينة علي نور الدين، التنظيم القانوني لتوريق الحقوق المالية، اطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠١٢.
- ٤- بصيري محفوظ، أثر تحديث بنوك الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ٢٠١٨.
- ٥- جبر غازي سلامة، النظام القانوني لوديعة الاوراق المالية (الصكوك)، اطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين الشمس، مصر، ٢٠١٩.
- ٦- سعد عبد الحميد محمود صالح، صكوك التمويل وفقا لقانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ كألية لتمويل المشروعات، اطروحة دكتوراه كلية الحقوق جامعة القاهرة، ٢٠١٧.
- ٧- سمير عبد وهام، التنظيم القانوني للسندات الحكومية في سوق الاوراق المالية، اطروحة دكتوراه، جامعة بابل، كلية القانون، ٢٠٢٤.
- ٨- محمد مبارك فضيل البصمان، النظام القانوني للصكوك التمويلية وتميزها عن الأسهم والسندات "دراسة في القانون الكويتي والمقارن"، اطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٣.
- ٩- مروة محمد حسين، دور مراقب الحسابات في تقويم الإفصاح والشفافية في ظل الإبلاغ عن معيار الاستدامة الإفصاح عن التأثيرات البيئية: دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠١٦-٢٠٢٣)، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، ٢٠٢٤.

ب- رسائل الماجستير

- ١- ادير عبد الحق، النظام القانوني للأسهم والسندات الصادرة عن شركات المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة مولود معمري، ٢٠٢٠.
- ٢- أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، لبنان، ٢٠٠٩.
- ٣- امير حاكم هادي، دور التمويل الأخضر في الحد من التغيرات المناخية تجارب دول مختارة مع إمكانية الإفادة منها في العراق، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، كلية الادارة والاقتصاد، ٢٠٢٣.
- ٤- امينة نواصريه، احكام الاسهم والسندات في شركات المساهمة في التشريع الجزائري، رسالة ماجستير، جامعة ٠٨ ماي ١٩٤٥ قالمة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، ٢٠١٩.
- ٥- ديلمان صالح عبدالله، الاكتتاب المغلق في الشركة المساهمة الخاصة دراسة مقارنة، رسالة ماجستير، جامعة السليمانية، كلية القانون والسياسة، ٢٠١٦.
- ٦- راضي عبد الحسين منير، ضمان سلامة تداول الاوراق المالية في العراق مقارنة مع القانون اللبناني، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية في لبنان، كلية الحقوق، لبنان، ٢٠٠٨.
- ٧- رسول شاكر محمود، النظام القانوني للشركات القابضة، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون في جامعة بابل، ٢٠٠٤.
- ٨- رميسه مرابطي، دور السندات الخضراء في تمويل المشاريع المستدامة دراسة حالة السندات الخضراء في الدول العربية، رسالة ماجستير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، الجزائر، ٢٠٢١.
- ٩- فاطمة عزوز، دور السندات الخضراء في تحقيق التنمية المستدامة، رسالة ماجستير، جامعة الشهيد حمه لخضر -الوادي، الجزائر، ٢٠٢١.
- ١٠- لؤي قاسم فاضل، النظام القانوني للقيود في سوق الاوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة البصرة، ٢٠١٣.
- ١١- مروة محمد حسين، دور مراقب الحسابات في التحقق من تطبيق مؤشرات الشفافية واثرها في تحسين جودة التدقيق، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، ٢٠١٩.

ثالثاً: البحوث

- ١- ابتهاج اسماعيل يعقوب وآخرون، استدامة القطاع المصرفي الإسلامي بالاستعانة بالأدوات المالية الخضراء (دراسة مقارنة بين البيئتين العراقية والفلسطينية)، بحث مقدم الى المؤتمر العلمي الدولي الثالث والسبوعي الثالث عشر الجامعة، جامعة المستنصرية، ٢٠٢٣.
- ٢- ابراهيم اسماعيل ابراهيم، الايداع المركزي للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، كلية القانون، جامعة بابل، المجلد (٨)، العدد الاول، ٢٠١٦.
- ٣- ابراهيم حربي ابراهيم، سياسة الامن الغذائي في العراق التحديات والحلول، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، العدد (٣٧)، بغداد، ٢٠١٦.
- ٤- أحمد بدران، الصكوك كأداة تمويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، لبنان، العدد ١٥٢، أغسطس، ٢٠١٤.
- ٥- اكرم عبد ريسان العنزي، الحماية القانونية لعمليات التداول عبر الحدود في سوق الاوراق المالية، مجلة اشور للعلوم القانونية والسياسية، العدد الثاني، ٢٠٢٥.
- ٦- اكرم مرعوش، استراتيجية الغسل الاخضر بين الاثر المتوقع والاثر الفعلي دراسة حالة شركة فولكس فاغن للسيارات، مجلة العلوم الانسانية، العدد ٤٤، ٢٠١٦.
- ٧- الهام بوجعدار خالد، أنشطة بنك الاستثمار وعلاقتها بالأزمة المالية لسنة ٢٠٠٨، مجلة العلوم الانسانية، عدد ٣٧، الجزائر، ٢٠١٢.
- ٨- الهام عبد الحليم محمد، الصكوك الإسلامية بين القانون والتطبيق (دراسة مقارنة)، مجلة القانون والاقتصاد، العدد السادس والتسعون، ٢٠٢٣.
- ٩- اميره طلبه، السندات الخضراء والاجتماعية وسندات الاستدامة كأدوات لتمويل التنمية المستدامة، مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد الثاني، ٢٠٢٣.
- ١٠- اماغي يوسف ود. حسين عمروش، التنمية المستدامة في إطار البنك الدولي، مجلة الدراسات القانونية، جامعة يحي فارس بالمادية، مجلد ٨، عدد ١١، ٢٠٢٢.
- ١١- أمينة قهوجي وآخرون، المسؤولية الاجتماعية لمنظمات الأعمال ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، المؤتمر الدولي الثالث عشر حول دور المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تدعيم استراتيجية التنمية المستدامة، جامعة الشلف الجزائر ١٤ - ١٥ نوفمبر، ٢٠١٦.

- ١٢- إيمان محمد خيرى، دور التمويل الأخضر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية المستدامة، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد العاشر، العدد الثالث، ٢٠٢٤.
- ١٣- إيمان فتحي عبده، تأثير طرح السندات الخضراء على مشاركة المستثمرين المصريين في سوق الأوراق المالية الخضراء، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مجلد ١٤، عدد ١، ٢٠٢٣.
- ١٤- بكاري المختار، سبل تعزيز السندات الخضراء في أسواق رأس المال، مجلة وحدة البحث في تنمية الموارد البشرية، المجلد ١٥، العدد ٠٣، ٢٠٢٠.
- ١٥- جعفر كاظم جبر ود. عمر ناطق يحيى، المعلومات الجوهرية في سوق الاوراق المالية، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، مجلد ١٠، العدد ٣٩، كركوك، ٢٠٢١.
- ١٦- جهاد بوضياف واخرون، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٤، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد السادس، بلا سنة نشر.
- ١٧- حسين احمد حسين، ثورة السندات الخضراء في اسواق راس المال: دراسة عن واقع قيم الاصدارات العالمية للسندات الخضراء للمدة (٢٠٠٧_٢٠٢٣)، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة دهوك، العدد (٢١)، المجلد (٦٩)، ٢٠٢٥.
- ١٨- حسين عبد القادر، السندات الخضراء كأداة لتمويل ودعم عملية الانتقال الى الاقتصاد الاخضر ضمن مسار تحقيق التنمية المستدامة، مجلة المالية والاسواق، مجلد (٤)، عدد (٨)، الجزائر، ٢٠١٨.
- ١٩- حماد مصطفى عذب، التنظيم القانوني لللكوك الاسلامية واهميته في تفعيل دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية "دراسة مقارنة في القانونين المصري والكويتي"، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ملحق خاص، العدد ٤، الجزء الاول، مايو ٢٠١٩.
- ٢٠- دعاء عناد حسين، الاكتتاب المغلق بأسهم الشركة المساهمة (دراسة في التشريعات العراقية والعربية المقارنة)، مجلة كلية الامام الكاظم، العدد (٣)، ٢٠٢٣.
- ٢١- ديار حمود علي، تنفيذ شركات الاتصالات التزاماتها بالادراج في سوق الاوراق المالية (شركة اساسيل انموذجا)، مجلة كلية القانون والعلوم السياسية، العدد (١٢)، ٢٠٢١.

- ٢٢- رحاب كمال محمود، قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات ادوات الدين الاخضر واثره على قرارات المستثمرين بالتطبيق على البنك التجاري الدولي (مصر) مع دليل ميداني، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، العدد الثالث، ٢٠٢٢.
- ٢٣- رعد فوزي عبد الطائي، سندات الاستثمار دراسة قانونية مقارنة بالفقه الإسلامي، مجلة الكوفة للعلوم القانونية والسياسية، مج ٨، عدد ٢٢، ٢٠١٥.
- ٢٤- زينة غانم عبد الجبار واخرون، الاكتتاب المغلق باسهم الشركة المساهمة، مجلة جامعة تكريت للعلوم القانونية والسياسية، العدد السادس، ٢٠١٠.
- ٢٥- زينب صالح، "التنمية المطردة والحفاظ على البيئة من المنظور العالمي والمصري"، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، المجلد ١٢، العدد ٢، ٢٠٠٤.
- ٢٦- سعيدة سليمان واخرون، علاقة المراجع الخارجي بممارسات ادارة الارياح في الشركات الجزائرية - دراسة ميدانية لعينة من محافظي الحسابات والخبراء المحاسبين في الجزائر، مجلة اقتصاد المال والاعمال، العدد (٢)، ٢٠٢٤.
- ٢٧- سلطان جاسم النصراوي، دور السندات الخضراء في مواجهة التحديات المناخية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد أربعة وستون، ٢٠٢٠.
- ٢٨- سناء ساطع عباس، النقل المستدام الشكل الحضري، المجلة العراقية للهندسة المعمارية، العدد (١)، ٢٠١٦.
- ٢٩- سوران عبد الله مصطفى، تقرير مراقب الحسابات وامكانية الاعتماد عليه من قبل متخذي القرارات بحث نظري، مجلة الجامعة العراقية، العدد (٣)، ٢٠٢٤.
- ٣٠- شحاته عبد المطلب حسن، مدى مشروعية التعامل بالأسهم والسندات من منظور الفقه الاسلامي، مجلة كلية الدراسات الاسلامية والعربية للبنات، العدد الثاني، ٢٠١٨.
- ٣١- صالحية بوزريع، تعزيز ودعم التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي من خلال التوجه نحو الصكوك الخضراء - التجربة الماليزية أنموذجا، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مجلد ١٧، عدد ٢٧، ٢٠٢١.
- ٣٢- عادل سالم اللوزي، حجز وبيع الاوراق المالية الاسمية، مجلة الشريعة والقانون، العدد ٤٣، ٢٠١٠.
- ٣٣- عائشة قندوز واخرون، السندات ودورها في تمويل المشاريع الخضراء دراسة تحليلية للفترة ٢٠٠٧-٢٠٢٠، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد (٥)، العدد ١، ٢٠٢٢.

- ٣٤- عبد الستار أبو غده، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المنعقد تحت عنوان المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٥.
- ٣٥- عبد الله أحمد محمد، الطبيعة القانونية للذكوك التجارية "دراسة مقارنة" بين القانون الوضعي والشريعة الإسلامية، مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد السابع، ٢٠٢٣.
- ٣٦- عبيدة عامر مرعي وآخرون، المسؤولية المدنية لمراقب الحسابات في الشركة المساهمة "دراسة تحليلية مقارنة"، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، العدد الثاني، ٢٠١٧.
- ٣٧- عبير محمد غني، العلاقة بين اليات الحوكمة واداء تقارير الاستدامة، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئة، العدد الثالث، ٢٠٢٢.
- ٣٨- عبير مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خضير، العدد الثالث، ٢٠١٦.
- ٣٩- عقيل فاضل حمد، التزام الوسيط بالتبصير في عقد الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون/جامعة البصرة، العدد ٢، ٢٠١٥.
- ٤٠- علي محمد ثجيل وآخرون، المسؤولية المهنية لمراقب الحسابات عن مخاطر الامن السيبراني (برنامج تدقيق مقترح)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، العدد (٢٠)، ٢٠٢٥.
- ٤١- عمر ناطق يحيى، التنظيم القانوني للتمويل الأخضر لتحقيق التنمية المستدامة، مجلة دراسات البصرة، ملحق العدد (٤٨)، السنة الثامنة عشرة / حزيران / ٢٠٢٣.
- ٤٢- غادة عبدالله، السندات الخضراء ودورها في دعم الاقتصاد المصري بالإشارة الى بعض التجارب الدولية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد الثاني عشر، العدد (٤)، ٢٠٢١.
- ٤٣- فاطمة بكدي خبازي فاطمة الزهراء، السندات الخضراء كأداة تمويلية للانخراط المبكر في تمويل المشاريع الاستثمارية النظيفة، مجلة الإبداع، المجلد ١٠، العدد ٠١، ٢٠٢٠.
- ٤٤- فرياد شكر حسين، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، العدد ١٨، المجلد ٥، ٢٠١٧.
- ٤٥- قاسم محمد حزم، حكم التعامل بالسندات والبدائل الشرعية لها، مجلة البحوث والعلوم الاسلامية، عدد ١٧، ٢٠١٦.

- ٤٦- قمان مصطفى، متطلبات إدماج الاستثمار المسؤول والمستدام في السوق المالية الجزائرية - تجارب دولية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد ١٧، ٢٠١٧.
- ٤٧- ليث محمود خليفة، الإمكانيات المناخية وخيارات الطاقة البديلة في محافظة الأنبار، مجلة كلية المعارف الجامعة، العدد ٢، ٢٠٢١.
- ٤٨- محمد اسماعيل احمد، الفرق بين صكوك التمويل والسندات، مجلة بحوث الشرق الاوسط، العدد ستون، ٢٠٢١.
- ٤٩- محمد اسماعيل احمد، الصكوك الخضراء، مجلة بحوث الشرق الأوسط، العدد الثامن والخمسون (الجزء الثاني)، ٢٠٢٠.
- ٥٠- محمد صديق محمد، المسؤولية المدنية لمراجع الحسابات في الشركة، مجلة كلية القانون والعلوم السياسية، العدد (٣٦)، ٢٠٢١.
- ٥١- محمد عمر السعدي واخرون، التكيف الفقهي للصكوك الخضراء وضوابط اصدارها، مجلة العلوم الإسلامية، المجلد ٥، العدد ٣، ٢٠٢٢.
- ٥٢- محمد كمال سالم، الاخطار في الشركات المساهمة وفقا لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وقانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد ٧٦، ٢٠٢١.
- ٥٣- محمد محروس سعدوني، آليات تمويل الاقتصاد الأخضر لتحقيق مستهدفات التنمية بين الواقع والمأمول، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد العاشر، العدد الثاني، ٢٠٢٤.
- ٥٤- مرفت محمد عبد الوهاب، الطاقة المتجددة وإمكانية مواجهة تحديات الطاقة التقليدية وتعزيز دور مصر كسوق جاذبة لتجارة الكربون، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة - جامعة الأزهر، العدد السابع، ٢٠١٧.
- ٥٥- مها محسن علي السقا، الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في اسهم زيادة راس مال الشركات المساهمة، المجلة القانونية، العدد ٢، ٢٠٢٣.
- ٥٦- نهى خالد عيسى، دور شركة الغرض الخاص في اصدار صكوك التمويل (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، العدد الثاني، ٢٠٢٣.
- ٥٧- نور نبيل عبد الامير، التمويل الاخضر ودوره في تحسين المصارف العراقية، المجلة العراقية للعلوم الادارية، العدد (٦٠).

- ٥٨- نوفل رحمن مليغظ وعلي عبد الحسين الياسري، الاكتتاب العام برأسمال الشركة المساهمة في ظل قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل، مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسية، العدد الثالث، ٢٠١٩.
- ٥٩- هاني خليل فرج، اثر توكيد مراقب الحسابات على تقارير استدامة الشركات المقيدة بالبورصة على قرار منح الائتمان -دراسة تجريبية-، مجلة الفكر المحاسبي، العدد ١، ٢٠١٧.
- ٦٠- همام مناف رحيم، مدى امكانية مراقب الحسابات من تعزيز دعم واجراءات المحاسبة القضائية وفقا للقوانين العراقية - دراسة تحليلية، مجلة الريادة والاعمال، العدد (١)، ٢٠٢٢.
- ٦١- وفاء سالم علي السيد، السندات الخضراء الواقع والتحديات والأفاق، المجلة القانونية (مجلة متخصصة في الدراسات والبحوث القانونية)، عدد ١، ٢٠٢٤.

رابعاً: القوانين

أ- القوانين العراقية:

- ١- قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ (المعدل لسنة ٢٠٠٤).
- ٢- القانون المؤقت في أسواق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.
- ٣- قانون حماية وتحسين البيئة رقم (٢٧) لسنة ٢٠٠٩.

ب- القوانين العربية (مصر وعمان):

- ١- القانون المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ (شركات المساهمة والتوصية بالأسهم).
- ٢- قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
- ٣- قانون القيد والإيداع المركزي المصري رقم (٩٣) لسنة ٢٠٠٠.
- ٤- قانون حماية البيئة ومكافحة التلوث العماني رقم (١١٤) لسنة ٢٠٠١.
- ٥- قانون الشركات العماني رقم (١٨) لسنة ٢٠١٩.
- ٦- قانون الأوراق المالية العماني رقم (٤٦) لسنة ٢٠٢٢.

خامساً: اللوائح والأنظمة والتعليمات

أ- اللوائح والأنظمة و التعليمات العراقية:

- ١- نظام ممارسة مهنة مراقبة وتدقيق الحسابات رقم (٣) لسنة ١٩٩٩ المعدل.
- ٢- اللائحة التنظيمية رقم (٢٦) تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٤.
- ٣- النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧.
- ٤- النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨.
- ٥- تعليمات رقم (١٥) (شروط ومتطلبات إدراج الشركات في السوق الثاني العراقي) لسنة ٢٠٢٢.
- ٦- اللائحة التنظيمية لأدراج وإيداع وتداول السندات الحكومية لسنة ٢٠٢٢.

ب- اللوائح والأنظمة العربية (مصر وعمان):

- ١- اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (٩٦) لسنة ١٩٨٢.
- ٢- اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣.
- ٣- اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال العماني رقم (١) لسنة ٢٠٠٩.
- ٤- الإجراءات التنفيذية لقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤ وتعديلاته.
- ٥- لائحة ضوابط اعتماد مراقبي الحسابات العماني رقم (٨) لسنة ٢٠١٨.
- ٦- تعليمات رقم (٦) (شروط ومتطلبات إدراج الشركات في السوق النظامي - مصر) لسنة ٢٠٢٢.
- ٧- اللائحة التنفيذية لقانون الصكوك السيادية في مصر رقم (١٣٨) لسنة ٢٠٢٢.
- ٨- لائحة تنظيم المقاصة والتسوية في سلطنة عمان رقم ٧٥ لسنة ٢٠٢٢.
- ٩- لائحة تنظيم السندات والصكوك العماني رقم (٢١/خ) لسنة ٢٠٢٤.

سادساً: المصادر الأجنبية

- 1- Eng. Ali Ihsan Tilly, SUPERVISION OF JOINT STOCK COMPANIES BY THE JORDAN SECURITIES COMMISSION, World Bulletin of Management and Law (WBML), Volume ٢٠, ٢٠٢٣.

- 2- He Mingfang, A Study on the Development of Green Finance Business at Industrial Bank from the Perspective of Sustainable Development Bonds, Academic Journal of Humanities & Social Sciences, ISSN ٥٧٨٣-٢٦١٦ Vol.٧, Issue ٩: ١٥٢-١٤٦, DOI: ١٠.٢٥٢٣٦/AJHSS,٢٠٢٤.
- 3- Kristin Ulrike, Drivers of green bond issuance and new evidence On the “greenium”, Eurasian Economic Review ١١:١-٢٤, ٢٠٢١.
- 4- Maino, A. G, Financing the energy transition: The role, opportunities and challenges of green bonds, Oxford Institute for Energy Studies, ٢٠٢٢.
- 5- Velloso and D. E. Perrotti, “Sustainable bond issuances in international markets, Characteristics, trends and greenium in Latin America and the Caribbean”, Studies and Perspectives series–ECLAC Office in Washington, (٥), Santiago, Economic Commission for Latin America and The Caribbean (ECLAC) ٢٠٢٣.

سابعاً: المواقع الإلكترونية

- ١- أسماء رفعت، سندات التنمية المستدامة بين التطبيق والعائد، مقال منشور على الرابط:
<https://ecss.com>
- ٢- ارشادات السندات المرتبطة، <https://www.icmagroup.org>
- ٣- بورصة مسقط تصدر الدليل الاسترشادي، <https://argaamplus>
- ٤- الدليل الاسترشادي الصادر عن البنك المركزي العراقي، <https://cbi.iq/news>
- ٥- الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن اداء الاستدامة، <https://www.egx.com>
- ٦- سندات التنمية الحكومية، <https://cbo.gov.omx>
- ٧- مبادئ السندات الاجتماعية، <https://www.icmagroup.org>
- ٨- مبادئ السندات الخضراء، <https://www.icmagroup.org>
- ٩- مبادئ سندات الاستدامة، <https://www.icmagroup.org>

- ١٠- مجموعة البنك الدولي، <https://www.albankaldawli.org>
- ١١- مؤشرات الأداء، <https://www.investopedia.com>
- ١٢- ويكيبيديا، الموسوعة الحرة، "النظام الغذائي المستدام"، <https://ar.m.wikipedia.org>
- ١٣- Department of Economic and Social Affairs Sustainable Development، <https://sdgs.un.org/goals>
- ١٤- Sustainability-Linked Bonds، <https://www.ifc.org>
- ١٥- What are sustainability-linked bonds، <https://www.lse.ac.uk>
- ١٦- طعن رقم ٢٠١٧٢ لسنة ٧٧ بتاريخ ٨/٥/٢٠١٨، متاح على الرابط: [/https://laalaws.com](https://laalaws.com)
- ١٧- رأي الطرف الثاني متاح على الرابط: <https://www.sustainablefitch.com>
- ١٨- مركز الايداع العراقي، <https://csd.gov.iqr>
- ١٩- Understanding Green, Social and <https://www.pimco.com>
- ٢٠- Sustainability-linked bonds، <https://www-nortonrosefulbright.com>
- ٢١- Sustainability-Linked Bonds، <https://www.ifc.org>
- ٢٢- استهلاك السندات <https://tax.thomsonreuters.com>
- ٢٣- أوامر التداول <https://www.investopedia.com>

Abstract:

Sustainable Development Bonds (SDBs) represent a modern and effective financing tool aimed at directing capital toward projects with positive environmental and social impacts, contributing to the achievement of the Global Sustainable Development Goals (SDGs). Consequently, many countries and international institutions have begun adopting legislative and regulatory frameworks for the issuance of these bonds.

Sustainable Development Bonds possess a fundamental uniqueness that distinguishes them from traditional bonds or other securities. This distinctiveness lies in the purpose of the activity, characterized by a commitment to allocate proceeds toward financing eligible projects in fields such as clean energy, education, healthcare, or sustainable infrastructure. As a modern security, SDBs combine multiple advantages: financial return alongside environmental and social responsibility.

Sustainable Development Bonds are issued based on a set of conditions and specific procedures that regulate their issuance and trading. Therefore, we have decided to write this thesis to highlight the importance of these bonds and their issuance methods—namely public offerings and private placements. It also clarifies the parties involved in the issuance process, the mechanisms for listing and depositing these bonds in a central depository, and the legal implications for all parties involved in the issuance process.

Through this study, it became evident that the Iraqi legislator has not yet established a clear legal framework for Sustainable Development Bonds that aligns with their importance and the role they could play in sustainable investment. Furthermore, the legislation has not defined the mechanisms for issuing or managing them. As a result, Iraq remains far from utilizing these bonds, and none have been issued in practice. In contrast, several Arab nations—including comparative jurisdictions—have made significant strides in this field regarding legislative regulation and practical international issuance. Egypt and the Sultanate of Oman are considered pioneers in the issuance of SDBs.

**The Republic of Iraq
Ministry of Higher Education
and Scientific Research
University of Maysan / College of Law
Private Law Department**



**Legal Regulation of the Sustainable Development Bond
Issuance Process
(A Comparative Analytical Study)**

**A Letter Submitted by the student:
Hawraa Mohammed Jabbar Al-Shammari**

To:
Council of the College of Law / University of Maysan
As Part of the requirements for the obtaining A master's degree
in Private Law

**Supervised by:
Prof. Dr. Omar Natiq Yahya**

1447 A.H

2026 A.D