

السندات المرتبطة بالأسهم (دراسة مقارنة)

equity-linked bonds (Comparative Study)

م.د رياض دخيل عكال

RIYADH DAKHEEL EKAL

كلية القانون-جامعة سومر

riaddakhilakal@gmail.com

م.د عبدالله عواد راشد

Abdullah Awwad Rashid

قسم القانون - كلية الإمام الكاظم (ع)

abdulla.auad@iku.edu.iq

تاريخ قبول البحث

٢٠٢٦/٣/٩

تاريخ استلام البحث

٢٠٢٦/٢/٩

المستخلص

تعد السندات المرتبطة بأسهم أوراق مالية هجينة ذات طبيعة مختلطة ، فمن جانب يعد المستثمر دائناً للشركة المصدرة، فالسند المرتبط بأسهم يعد أداة دين، يخضع لأحكام سندات القرض التقليدية من حيث الاسترداد والفائدة والضمان العام، ومن جانب آخر فإن هذه الأوراق المالية تشتمل على ميزات تعاقدية تربط عائدها الإجمالي بأداء سعر السهم الأساسي، فهي تجمع بين إمكانية تحقيق عوائد أعلى مرتبطة بأداء السهم، واستقرار الاستثمار ذي الدخل الثابت، ورغم أن هذه السندات توفر الحماية لرأس المال بالكامل وإمكانية تحقيق مكاسب غير محدودة، كما توفر هذه السندات مرونة في اختيار الأسهم المفضلة لديهم، بيد أن عائد هذا النوع من السندات الهجينة قد يتقلب تبعاً لأداء السوق وما يترتب على ذلك من خسارة المستثمرين جزءاً من استثماراتهم، كما قد يخسر المستثمرون استثماراتهم في حالة إفلاس المصدر أو تعثره في السداد، فالطبيعة المركبة للسندات المرتبطة بأسهم تنعكس على المركز القانوني للمصدر، فالتزامه بإعادة القيمة الاسمية للسندات إلى المستثمر يكون مشروطاً بأداء السهم أو مؤشر الأسهم أو سلة الأسهم التي ترتبط بها هذه السندات، وقد حظر المشرع العراقي على المصارف ودون الحصول على موافقة مسبقة من البنك المركزي أن تستثمر في هذا النوع من السندات بنسبة ٢% من رأس مالها واحتياطياتها السليمة، ولم يتولى المشرع العراقي بالتنظيم هذا النوع من السندات على خلاف التشريعات الأوروبية وتشريعات الولايات المتحدة الأمريكية التي اشترطت على المصدر في نشرة الإصدار أن تشتمل على معلومات كافية للمستثمر؛ لكي يتخذ قراراً مستنيراً بخصوص طبيعة المخاطر المحيطة بهذا النوع من السندات والحقوق المرتبطة به.

الكلمات المفتاحية : السندات المرتبطة بأسهم ، البنك المركزي ، المستثمر ، التشريع ، العمولة .

Abstract:

equity-linked bonds to hybrid securities shares of a mixed nature. On the one hand, the investor is considered a debtor to the issuing company. The bond linked to shares is a debt instrument, subject to the provisions of traditional loan bonds in terms of recovery, interest and general guarantee. On the other hand, these securities include contractual features that link their total return to the performance of the basic share price. They combine the possibility of achieving

higher returns linked to the performance of the share, and the stability of fixed income investment. Although these bonds provide protection for the entire capital and the possibility of achieving unlimited gains, these bonds also provide flexibility in choosing their preferred shares. However, the return of this type of hybrid bond may fluctuate depending on the performance of the market and the consequent loss of investors and the consequent loss of part of their investments. Investors may lose their investments in the event of the issuer's bankruptcy or default in repayment. The composite nature.

Keywords: equity-linked bonds, Central Bank, Investor, Legislation, Commission.

المقدمة

قد يتردد المستثمرون في الاكتتاب بسندات القرض التقليدية المطروحة من قبل الشركات المساهمة بما فيها المصارف؛ نتيجة المخاطر التي قد تتخلل هذه القروض، لا سيما أنها ذات فوائد ثابتة، فضلا عن أن مدة هذه القروض طويلة بالعادة، فقد تتراوح بين الخمسة سنوات والعشرون سنة؛ لذا عمدت الشركات المساهمة بما فيها المصارف إلى اصدار نوع آخر من السندات ألا وهو السندات المرتبطة بأسهم، حيث تمثل السندات المرتبطة بأسهم فئة متخصصة من الأوراق المالية ضمن المنتجات المهيكلة، تصدرها عادة المصارف التجارية أو الاستثمارية الكبيرة، فهي تجمع بين عنصرين متميزين يتم تجميعهما في ورقة مالية واحدة، فهي أدوات دين تقليدية، ومن جانب آخر هي أدوات استثمارات بالأسهم^(١)، صُممت هذه المنتجات الهجينة لتزويد المستثمرين بإمكانية الاستفادة من تحركات السوق مع توفيرها في كثير من الأحيان لمخاطر وعوائد مخصصة، وقد زادت شعبية السندات المرتبطة بأسهم بين المستثمرين المحترفين الساعين إلى تعزيز العائد أو المشاركة المخصصة في مكاسب سوق الأسهم.

أهمية البحث: تكمن أهمية بحثنا الموسوم "السندات المرتبطة بأسهم بإبراز مفهوم هذا النوع من السندات وإبراز طبيعته القانونية المركبة، ومعالجة الفراغ التشريعي في النظام القانوني العراقي.

(١) تعرف الأسهم بأنها "حصة المساهم في الشركة والتي تمثل مقدار نصيبه فيها، ومن خلال ملكيته لعدد من الأسهم في الشركة عن طريق الاكتتاب والذي يخوله أن يتمتع بحقوق معينة تمنحه إياه الشركة ذاتها" لمياء حسين عاصي، التداول والاستثمار في الأسهم التراكمية (دراسة مقارنة) بحث منشور في مجلة ميسان للدراسات القانونية المقارنة، العدد العاشر، مج ١، ٢٠٢٤، ص ٦٣٦-٦٣٧.

مشكلة البحث: قد تثير السندات المرتبطة بالأسهم تعقيدات قانونية ناجمة عن طبيعتها القانونية المختلطة، فهي تجمع بين خصائص سندات القرض التقليدية، وبين الأدوات المالية المشتقة المرتبطة بنتائج الأسهم، وهو ما يثير الالتباس حول طبيعتها القانونية، وإمكانية خضوعها لقواعد الأوراق المالية التقليدية، ومدى قدرة التشريعات العراقية الحالية على تغطية جميع جوانب هذا النوع من السندات دون نقص.

هيكلية البحث : يتكون البحث من مبحثين المبحث الاول ماهية السندات المرتبطة بأسهم والمبحث الثاني الاطار القانوني للسندات المرتبطة بأسهم.

المبحث الأول

ماهية السندات المرتبطة بأسهم

لبيان ماهية السندات المرتبطة بأسهم سنقوم بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، نتناول في المطلب الأول مفهوم السندات المرتبطة بأسهم، ونتكلم في المطلب الثاني عن أنواع السندات المرتبطة بأسهم.

المطلب الأول

مفهوم السندات المرتبطة بأسهم

للقوف على مفهوم السندات المرتبطة بأسهم لابد لنا من تقسيم هذا المطلب إلى نقطتين أساسيتين، حيث نتكلم في الأولى عن تعريف السندات المرتبطة بأسهم، ونتكلم في الثانية عن تمييز السندات المرتبطة بأسهم عما يشتهه معها من أوضاع قانونية.

أولاً: تعريف السندات المرتبطة بأسهم: عند تصفحنا لقانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل فنجد أنه جاء خالياً من الإشارة للسندات المرتبطة بأسهم، فهو لم يعرف سوى نوعاً واحداً من السندات ألا وهي سندات القرض التقليدية، فقد عرفها المشرع العراقي في المادة (٧٧) من قانون الشركات بأنها "للشركة المساهمة أن تقتض بطريق إصدار سندات إسمية... وتعتبر هذه السندات ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول، وغير قابلة للتجزئة وترقم بأرقام متسلسلة لكل إصدار ويجب أن تختم بختم الشركة"،

ويتضح من خلال هذا النص ومن النصوص التشريعية المقارنة المشابهة^(١)، بأن سندات القرض أداة دائنية يحصل من خلاله صاحب السند على عائد ثابت سواء حققت الشركة أرباحاً، أو لم تحقق، كما أن للمستثمر (حامل السند) الحق باسترداد قيمة السند في ميعاد محدد، وله ضمان عام على أموال المصدر (الشركة) فيقدم على أصحاب الأسهم الذين لا يقتسمون الموجودات إلا بعد سداد جميع الديون بما فيها ديون المستثمرين أصحاب السندات^(٢). وإذا كانت سندات القرض تشبه الأسهم في كونها صكوكاً ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، إلا أن ما يميز سندات القرض عن الأسهم في أن حامل السند يعد دائماً للشركة وبالتالي لا يحق له أن يشترك في إدارتها؛ في حين أن المساهم يكون شريكاً في الشركة عن طريق التصويت في الهيئة العامة^(٣). بالمقابل فإن المشرع العراقي قد نص صراحة في قانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤ على السندات المرتبطة بأسهم دون أن يتولى تعريفها، فقد حظر قانون المصارف العراقي على أي مصرف وبدون أن يستحصل موافقة مسبقة من البنك المركزي العراقي أن يستثمر بسندات مرتبطة بأسهم بنسبة تزيد عن ٢% من رأس المال والاحتياطيات السليمة للمصرف^(٤)، فلم يبين المشرع العراقي المقصود من السندات المرتبطة بأسهم ولم يوضح فيما إذا كان يقصد بأنها هي ذاتها سندات القرض العادية أم أنها سندات هجينة تختلف عن سندات القرض المعروفة والتي نص عليها في قانون الشركات، بالمقابل فقد عرفت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) السندات المرتبطة

(١) عرفت المادة ٤٩ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ سندات القرض بأنها "يجوز للشركة إصدار سندات اسمية، وتكون هذه السندات قابلة للتداول ولا يجوز إصدار هذه السندات إلا بقرار من الجمعية العامة وبعد أداء رأس المال المصدر بالكامل وبشرط ألا تزيد قيمتها على صافي أصول الشركة حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقاً لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة".

(٢) د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، الاسكندرية، الطبعة الخامسة، ٢٠١١، ص ٧٩١.

(٣) د. الياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، الجزء التاسع، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٥، ص ١٧-١٨.

(٤) نصت المادة ٣٣ من قانون المصارف العراقي رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤ على "١- يكون محظوراً على أي مصرف وبدون موافقة مسبقة من البنك المركزي العراقي أن يستثمر في الأسهم أو سندات مرتبطة بأسهم أو أي مشروع وبمبلغ يتجاوز ٢% من رأس المال والاحتياطيات السليمة للمصرف وإلى المدى الذي يؤدي فيه تحول أية أسهم أو سندات مرتبطة بأسهم إلى المصرف في إطار عملياته المصرفية تجاوز حيازته لمثل هذه الحدود، يقوم المصرف بالتصرف في مثل هذه الأسهم والسندات المرتبطة بأسهم حالما يصبح ذلك عملياً، وليس بتاريخ أبعد من ذلك، والذي قد يحدث فيه مثل هذا النوع من التصريف دون تحمل خسارة وفي أية حال وخلال سنتين من الحصول عليها على الأقل...." من خلال هذا النص قيد المشرع العراقي من خلال سياسته التشريعية التي ترمي إلى منع المصارف من الانحراف عن وظيفتها الأساسية المتمثلة في الوساطة المالية ومنح التسهيلات الائتمانية، فأصل العمل المصرفي لا يتمثل في الدخول بمشاريع استثمارية ذات مخاطر عالية، بل إدارة أموال المودعين، لذا فقد فرض المشرع العراقي حظراً في التعامل بالسندات المرتبطة بأسهم بأي مشروع استثماري بمبلغ يزيد عن ٢% من رأس مال المصرف واحتياطياته السليمة مالم يحصل المصرف على موافقة مسبقة من قبل البنك المركزي، كما يلاحظ من النص أعلاه بأن هذا الحظر ليس مطلقاً، وإنما قيده بنسبة معينة وما زاد عن تلك النسبة اشترط موافقة مسبقة للبنك المركزي العراقي فيه، ومن جانب آخر فقد عالجت المادة أعلاه حالة كسب المصرف لسندات مرتبطة بأسهم لا بوصفه مستثمراً، بل نتيجة عملياته المصرفية، وقد تجاوز حيازته نسبة الـ ٢% المشار إليها أعلاه، ففي هذه الحالة يلزم المصرف بأن يتصرف بهذه السندات المرتبطة بأسهم وخلال أمد لا يتجاوز العامين من تاريخ تملكها، على أن لا يلزم المصرف ببيعها في وقت قد يترتب عليه خسارة تلحق بالمصرف الحائز.

بأسهم بأنها "أوراق مالية تصدرها المؤسسات المالية، وتعتمد عوائدها على مؤشرات الأسهم أو سهم واحد، ومن بين أنواعها السندات القابلة للتحويل العكسي والسندات الهجينة التي تجمع بين خصائص متعددة"^(١). في حين فإنه لم يرد أي تعريف للسندات المرتبطة بأسهم في التوجيهات الأوروبية المتعلقة بالأوراق المالية، ويمكننا تعريف السندات المرتبطة بأسهم بأنها "أدوات مالية مركبة صادرة عن جهات مرخصة تمثل ديناً في ذمة المصدر ويكون عائدها مرتبطاً بأداء سهم واحد أو سلة أسهم أو مؤشر أسهم، دون أن يكتسب حائزها صفة المساهم مالم يتم تحويلها إلى أسهم في رأس مال المصدر أو رأس مال شركة أخرى تابعة للمصدر" فالسندات المرتبطة بأسهم تشمل ميزات تعاقدية تربط عائدها الإجمالي للمستثمرين بأداء سعر السهم الأساسي، حيث توفر هذه السندات الهجينة للمستثمرين إمكانية الوصول إلى الاتجاه التصاعدي المرتبط بزيادة سعر السهم الأساسي للضمان مع توفير حماية جانبية تتمثل بدفع أصل رأس المال مع ما يشتمل عليه من فوائد^(٢)، فالسندات المرتبطة بأسهم تتيح للمستثمرين حماية رؤوس أموالهم مع إمكانية تحقيق عائد أعلى من المتوسط مقارنة مع سندات الدين العادية^(٣)، فهي تجمع بين إمكانية تحقيق عوائد أعلى مرتبطة بأداء السهم، واستقرار الاستثمار ذي الدخل الثابت، فضلاً عن أن بعض هذه السندات يمكن تحويلها إلى أسهم في رأس مال المصدر، أو استبدالها بأسهم شركة أخرى، ورغم أن هذه السندات توفر الحماية لرأس المال بالكامل وإمكانية تحقيق مكاسب غير محدودة، كما توفر هذه السندات مرونة في اختيار الأسهم المفضلة لديهم^(٤)، بيد أن عائد هذا النوع من السندات الهجينة قد يتقلب تبعاً لأداء السوق وما يترتب على ذلك من خسارة المستثمرين جزءاً من استثماراتهم، كما قد يخسر المستثمرون استثماراتهم في حالة إفلاس المصدر أو تعثره في السداد^(٥).

ثانياً: صور السندات المرتبطة بأسهم: هناك صور عديدة للسندات المرتبطة بأسهم؛ وذلك حسب الطريقة التي يرتبط بها السند بالسهم، فهناك سندات تُمكن حاملها من تملك أسهم في الشركة المصدرة لها، وأخرى يرتبط عائدها بأداء أسهم المصدر، ونوع آخر يمنح حامله حق استبداله بأسهم شركة أخرى ليست أسهم

(1) United States Securities and Exchange Commission (SEC), Investor Bulletin: Structured Notes, Jan. 12, 2015: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-76>

(2) Hang Mai, Marketing Equity-linked Notes in Vietnam, https://chatgpt.com/s/t_6938626807e881918155e21fe3ee2308

(3) Clifford Chance, Guide to Equity, linked Products in Asia Pacific, Second Edition, 2025, p3.

(4) Société Générale, Payment or delivery of all amounts due and payable or deliverable under the Equity-Linked Notes is irrevocably and unconditionally guaranteed pursuant to a Guarantee, New York Branch, 2025, p2.

(5) CFI Team, Equity-Linked Note (ELN):

https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/equity-linked-note-eln/?utm_source=chatgpt.com

الشركة المصدرة، وهذه الصور قد افرزتها التعاملات التجارية للشركات التجارية عند تعرضها لزيادة رأس مالها ومحاولة منها لتشجيع المستثمرين على الاكتتاب بهذه السندات، عليه سنتكلم عن أهم صور السندات المرتبطة بأسهم المعروفة بالوقت الحالي وكما يأتي:

(١) **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** عرفت السندات القابلة للتحويل بأنها " سندات تسمح لحاملها أو للجهة المُصدرة الحق في تحويلها إلى أسهم ويتم احتساب السهم وفقاً لقيمتها السوقية، ويعطى لحامل السند عدداً من الأسهم تعادل قيمة السند والفائدة المترتبة عليه"^(١)، ولم يشر قانون الشركات العراقي إلى هذا النوع من السندات، فهو لم يعرف إلا نوعاً واحداً من السندات وهي سندات القرض التقليدية، في حين أن مشروع قانون الأوراق المالية العراقي وأثناء تعريفه للورقة المالية عد السندات القابلة للتحويل من قبيل الأوراق المالية^(٢)، ومن جانب آخر فإن قانون المصارف العراقي قد أشار إلى هذا النوع من السندات دون أن يتناولها بالتنظيم^(٣)، فقد نصت المادة (٦/١٠٦) منه على "بحلول كانون الأول ٢٠٠٥/٣١ تمنع المصارف من... ولن تحصل على أسهم أو سندات مرتبطة بأسهم عن طريق شراءها إلا بموافقة مسبقة من قبل البنك المركزي العراقي". ونحن نرى بأن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ما هي إلا صورة من صور السندات المرتبطة بأسهم المنصوص عليها في قانون المصارف^(٤)، أما بخصوص المشرع المصري فقد أجاز صراحة أن تتضمن شروط إصدار السندات قابليته للتحويل إلى أسهم بعد مضي الفترة المحددة من قبل الشركة في نشرة الاكتتاب، على أن لا يتم هذا التحويل إلا بموافقة صاحب السند، مع مراعاة القواعد المقررة لزيادة رأس المال^(٥). من جانب آخر فقد بينت اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري

(١) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، ٢٠٠٢، ص ٣٥.

(٢) عرفت المادة (٤) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي الورقة المالية بأنها "يعني مصطلح الورقة المالية أي حقوق ملكية أو أي أدوات مالية متعارف عليها على أنها ورقة مالية وتعتبرها الهيئة كذلك. وعلى وجه الخصوص يشمل مصطلح ورقة مالية ما يلي: ٢. سندات المديونية القابلة للتحويل...".

(٣) عبدالله عبد السادة التميمي، النظام القانوني لاكتساب الحيازة المؤهلة في المصارف، اطروحة دكتوراه، كلية القانون-جامعة بغداد، ٢٠٢٤، ص ٨١.

(٤) أشار مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ إلى السندات القابلة للتحويل فنجد عند تعريفه للورقة المالية نص صراحة على السندات القابلة للتحويل فقد نصت المادة (٤) من المشروع أعلاه "أ. يعني مصطلح الورقة المالية أي حقوق ملكية أو أي أدوات مالية متعارف عليها على أنها أوراق مالية وتعتبرها الهيئة كذلك، وعلى وجه الخصوص يشمل مصطلح ورقة مالية: ٢. سندات المديونية القابلة للتحويل...".

(٥) نصت المادة (٥١) من قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ على "يجوز أن تتضمن شروط السندات قابليتها للتحويل إلى أسهم بعد مضي المدة التي تحددها الشركة في نشرة الاكتتاب ويتم التحويل بموافقة صاحب السند. ويشترط لتطبيق أحكام هذه المادة مراعاة القواعد المقررة لزيادة رأس المال".

شروط اصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، حيث اشترطت أن يتضمن قرار الجمعية العامة ونشرة الاكتتاب القواعد التي يتم على أساسها تحويل السندات إلى أسهم، وذلك بعد الاطلاع على تقرير مراقب الحسابات، ويجب أن يقل سعر اصدار السند عن القيمة الاسمية للسهم، على أن لا تتجاوز قيمة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم بالإضافة إلى قيمة أسهم الشركة القائمة قيمة رأس المال المرخص به^(١).

(٢) **السندات المرتبطة بسعر سهم (ELNs):** هي أوراق مالية هجينة تمنح حاملها (المستثمر) عائدا متغيرا يرتبط بسعر سهم أو مجموعة أسهم أو مؤشر أسهم^(٢)، فهي سندات تجمع بين استثمارات الدخل الثابت، وإمكانية تحقيق أداء مميز في سوق الأسهم، إذ توفر هذه السندات حماية لرأس المال ونمو استثماريا في وقت واحد، مما يجعلها مفضلة بصورة خاصة للمستثمرين المتفائلين بآفاق السوق^(٣)، ولا توفر السندات المرتبطة بأسهم معدل فائدة ثابت أو عائدا ثابتا؛ لذلك يُستثمر جزء الفائدة في خيارات الأسهم لدى استحقاق السند، ويكون المبلغ النهائي المدفوع للمستثمرين حاملي السندات مساويا لرأس المال الأصلي، بالإضافة إلى أي عائد من خيارات الأسهم، وجدير بالإشارة بأنه يكون للسند المرتبط بأسهم (ELNs) عدل مشاركة، وهو النسبة المئوية التي يشارك بها المستثمر في ارتفاع قيمة الأسهم الأساسية، فإن كان معدل المشاركة ١٠٠% فإن زيادة بنسبة ٥% ضمن الأصل الأساسي تعني زيادة العائد النهائي الذي سيحصل عليه المستثمر بنسبة تصل إلى ٥%، في حين إن كانت نسبة المشاركة ٧٥% فإن ارتفاع بنسبة ٥% ضمن الأصل الأساسي تعني عائدا نهائيا للمستثمر بنسبة ٣,٧٥% فقط^(٤)، على أية حال فإن (ELNs) تعتمد على محفظة استثمارية متنوعة من الاستثمارات، فهي لا تقتصر على الاستثمار المباشر بالأسهم الفردية، وهذا بدوره يساعد المستثمرين على تنوع المخاطر الاستثمارية^(٥)، ومن جانب آخر فإن (ELNs) تتطوي على جملة من المخاطر، فبالإضافة إلى المخاطر التي أشرنا لها في التعريف بالسندات المرتبطة بأسهم، فإن (ELNs) قد تتعرض لمخاطر تقلبات قيمة

(١) المادة (١٦٥) من اللائحة التنفيذية رقم (٩٦) لسنة ١٩٨٢ لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات المحدودة رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١.

(2) Murali Ramaswami, Paul K. Lieberman, Gabriela Baez, Equity- Linked Notes, Equity derivatives, Global, 2001, p2.

(3) Reo Song, Songha Jang, Reinforcement learning and risk preference in linked notes markets, Journal of Empirical Finance, Vol (64), 2021, p230.

(4) CFI Team, Linked Note (ELN):

https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/equity-linked-note-eln/?utm_source=chatgpt.com

(5) True Tamplin, Equity-Linked Notes, Subject Matter Experts, 2024: https://www.financestrategists.com/wealth-management/alternative-investment/equity-linked-notes/?utm_source=chatgpt.com

الأصل الأساسي، وما يترتب عن ذلك من خسائر، وهذه المخاطر تعرف بمخاطر السوق، كما قد يتخلف مُصدر (ELNs) عن الوفاء بالتزاماته المتمثلة بدفعات الكوبونات أو سداد أصل الدين، وتبرز هذه المخاطر لدى الشركات ذات التصنيف الائتماني^(١) المنخفض أو في حالات الانكماش الاقتصادي^(٢). ففي سابقة قضائية تتلخص وقائعها بقيام شخص يدعى (Sit Pan Jit) بشراء عشرة سندات مرتبطة بأسهم من (DBS Bang) في هونغ كونغ بين عامي ٢٠٠٧-٢٠٠٨ وبعد الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ انخفضت قيمة هذه السندات (ELNs) ولم يستطع (Sit) من تغطية هامش الحساب، فطالب المصرف أن يدفع العميل مبلغ (3,429,724,27) وهو ما عليه من مبلغ مستحق مقابل شراء ١٠ (ELNs)، فطالب (Sit) اسقاط الدين أو تخفيضه مدعياً أن موظف المصرف قدم له معلومات مظلة عن مخاطر السندات المرتبطة بأسهم (ELNs) وأن الاستثمار فيها كان آمناً، مما دفعه على شراء تلك السندات، في حين أن الواقع كان مختلفاً، إلا أن المحكمة ردت دعوى (Sit) والزمته بأن يدفع للمصرف ما طالب به من مبالغ مع الفوائد؛ كون السندات المرتبطة بأسهم (ELNs) تعد أدوات مالية تتأثر بعدة مستويات من المخاطر^(٣).

(٣) **السندات القابلة للاستبدال:** هي أدوات دين هجينة تمنح حاملها الحق في تحويل رأس مال السند إلى أسهم عادية في شركة أخرى غير الشركة المصدرة^(٤)، فالسندات القابلة للتبادل تختلف عن السندات القابلة للتحويل، في أن الأولى يتم التحويل فيها ليس بأسهم المصدر (الشركة الأم) إنما لدى شركة أخرى، وفي الحقيقة فإن الشركة المصدرة للسندات القابل للتبادل ما هي إلا شركة قابضة^(٥)، أو شركة تمتلك حصة لدى شركة أخرى، والشركة الأخرى (التابعة) لا تكون طرفاً في عقد السند بالغالب، حيث تقوم الشركة الأم بنقل ملكية أسهمها التي كانت تملكها مسبقاً في الشركة التابعة إلى حامل السند، وبالعالم لا يشترط موافقة الشركة التابعة؛ كونها ليست طرفاً في عقد السلف. أما الثانية وهي السندات القابلة للتحويل، فإن صاحب السند يصبح مالكا لأسهم في الشركة المصدرة بشكل مباشر دون وجود طرفاً

(١) يعرف التصنيف الائتماني بأنه "تقدير تجربة بعض الوكالات التجارية المتخصصة لتقدير صلاحية شخص أو شركة أو دولة للحصول على القروض" د. مجدي شهاب، مؤشرات التصنيف الائتماني للأوراق المالية وانعكاساتها على الاستثمار، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ع ٩٤، ٢٠٢١، ص ١٣٦.

(2) Reo Song, Songha Jang, previous source, p 326.

(3) Court of Final Appeal (Hong Kong) Judgement Number FAMV45/2016 , Judgment Date 17 February 2017.

(4) Clifford Chance, Guide to Equity, previous source, p4.

(٥) عرفت المادة (٧ مكررة/أولاً) قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل الشركة القابضة بأنها "أولاً: أ- الشركة القابضة هي شركة مساهمة أو محدودة تسيطر على شركة أو شركات مساهمة أو محدودة تدعى الشركات التابعة بإحدى الحالتين: ١- أن تمتلك أكثر من نصف رأس مال الشركة إضافة إلى السيطرة على إدارتها. ٢- أن تكون لها السيطرة على مجلس إدارتها في الشركات المساهمة."

آخر^(١)، وقد أشار المشرع الأمريكي لهذا النوع من السندات صراحة في قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ عندما منح لهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) صلاحية إعفاء الإصدارات الصغيرة لبعض الشركات بما فيها المصارف من التعقيدات القانونية إذا كان حجم التمويل الذي تطلبه صغيراً، وكانت الأوراق المالية المطروحة للبيع سندات قابلة للاستبدال^(٢).

المطلب الثاني

الطبيعة القانونية للسندات المرتبطة بأسهم وتمييزها عن غيرها

يتسم هذا المطلب بأهمية بالغة؛ بالنظر لدوره في توضيح الطبيعة القانونية للسندات المرتبطة بأسهم، وتمييزها عما يشتهر معها من أوضاع قانونية، فهو مقسم إلى شقين رئيسيين في بيان ماهية هذا النوع من السندات، عليه سنقوم بتقسيم هذا المطلب إلى نقطتين أساسيتين، نتناول في النقطة الأولى الطبيعة القانونية للسندات المرتبطة بأسهم، أما الثانية فنخصصها لتمييز هذه السندات عن غيرها من الأوضاع.

أولاً: الطبيعة القانونية للسندات المرتبطة بأسهم: أدى ظهور السندات المرتبطة بأسهم باعتبارها أدوات مالية حديثة إلى حدوث إشكالات فقهية حول الطبيعة القانونية لهذا النوع من السندات، فهل حامل هذه السندات يعتبر دائناً للشركة المصدرة، أم يعتبر مساهماً في رأس المال على اعتبار أن السند سيتحول إلى أسهم في المستقبل أو أنه مرتبط بأداء أسهم المصدر أو أسهم شركة أخرى؟ اختلفت الآراء حول الطبيعة القانونية للسندات المرتبطة بأسهم، **فهناك من يرى** بأن حامل هذا النوع من السندات هو دائن فقط بالنسبة للشركة المصدرة للسندات المرتبطة بأسهم، فالعلاقة القانونية بين الحامل والمصدرة علاقة مديونية بحته تلزم المصدر برد رأس مال السند مع الفوائد إلى الحامل، وما إمكانية تحويل السند إلى سهم إلا حقا احتماليا لا يؤثر على طبيعة السند القانونية باعتباره قرضاً^(٣)، في حين أن جانباً آخر من الفقه يرى بأن الشركات قد تستخدم السندات المرتبطة بأسهم كطريقة غير مباشرة للحصول على حقوق الملكية في هياكل رأس المال الخاصة به، أي أن السندات المرتبطة بأسهم تعد وسيلة غير مباشرة لزيادة رأس المال الخاصة بها، فالغاية من طرح هكذا نوع من السندات ليست الاقتراض، وإنما تحويل هؤلاء الدائنين إلى

(1) Damian Kaźmierczak, The use of exchangeable bonds during the privatization process, Financial Internet Quarterly „e-Finanse, Vol 9, No 4, 2013, p88.

(2) Section 3(3) of the U.S. Securities Act of 1933.

(3) International Monetary Fund, Handbook, On Securities Statistics, European Central Bank, Euro system, 2015, p11.

مساهمين^(١)، وبالحقيقة فإن هذا الرأي قد اغفل المرحلة الأولى للسند والتي يكون المستثمر فيها دائماً للشركة المصدرة دون أن يتمتع بصفة الشريك. ورأياً ثالثاً يرى أن السندات المرتبطة بأسهم ذات طبيعة مختلطة لكن بمرحلتين تاريخيتين متعاقبتين، فالمستثمر في المرحلة الأولى يعد دائماً للشركة المصدرة، فالسند المرتبط بأسهم في هذه المرحلة يعد أداة دين، يخضع لأحكام سندات القرض التقليدية من حيث الاسترداد والفائدة والضمان العام، أما المرحلة الثانية فهي المرحلة التي تعقب تحول السند إلى سهم، ففي هذه المرحلة يصبح حامل السند مالكا في رأس مال الشركة المصدرة أو الشركة التابعة في حال السندات القابلة للتبادل، ومن ثم يخضع لأحكام مالكي الأسهم من حيث الحقوق والالتزامات، وحتى بالنسبة للسندات التي لا يمكن تحويلها إلى أسهم وهي السندات المرتبطة بأداء سهم أو سلة أسهم أو مؤشر أسهم فلا يمكن أن نسبغ عليها صفة السندات وحدها؛ كونها قائمة على عنصر المخاطرة، فهي مرتبطة بأداء الأسهم في سوق المال^(٢). وبدورنا نرى وجهة هذا الرأي، فالطبيعة المختلطة لحامل السند لم تكن في آن واحد، وإنما على مرحلتين، وهذا بدوره يخلق توازناً بين مصالح المستثمر ومصالح المصدرة، فالمرحلة الأولى السابقة للتحول يكون حامل السند دائماً للشركة المصدرة، فهو لم يدخل ضمن الجمعية العامة لها؛ كون السندات لم يتم تحويلها بعد وهذا بدوره يؤدي إلى حماية الدائنين المستثمرين، من خلال حقهم بالمطالبة بأصل السند وما يترتب عليه من فوائد، والأولوية على المساهمين في استيفاء حقوقهم حال إفلاس الشركة المصدرة، أما المرحلة الثانية التي يفقد بها حامل السند صفته كدائن ويصبح مساهماً في رأس مال الشركة؛ كون السندات قد تم تحويلها إلى أسهم ضمن رأس المال، ففي هذه المرحلة يتم ضخ رؤوس أموال إضافية إلى الشركة المصدرة وما يترتب عن ذلك من زيادة رأس مالها.

ثانياً: تمييز السندات المرتبطة بأسهم عما يشتهب معها من أوضاع قانونية: في هذا الفرع سنميز بين السندات المرتبطة بأسهم و بعض الأوضاع القانونية المشابهة وكما يأتي:

١. **تمييز السندات المرتبطة بأسهم عن سندات القرض التقليدية:** - قد يخلط البعض بين السندات المرتبطة بأسهم وسندات القرض التقليدية؛ فالمعنى الظاهري لكلا النوعين واحد، فكليهما يحمل لفظ "سند" ويشير إلى وجود علاقة دائنية بين الشركة المصدرة وحامل السند، إلا أن المعنى الحقيقي لكل منهما

(1) Jeremy C. Stein, Convertible Bonds AS "Back Door" Equity Financing, Working Paper, National Bureau of Research, Cambridge, 1992, p11-12.

(٢) د. خالص نافع أمين و د عبدالله عبد السادة التميمي، النظام القانوني لاكتساب الحياة المؤهلة في المصارف، بحث منشور في مجلة الإمام الصادق للدراسات القانونية، بغداد، العدد السادس، ٢٠٢٣، ص ٤٠٠.

يختلف عن الآخر فقد عرفت المادة ٧٧ من قانون الشركات العراقي سندات القرض بأنها "للشركة المساهمة أن تقتض بطريق اصدار سندات اسمية... وتعتبر هذه السندات ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة وترقم بأرقام متسلسلة لكل اصدار ويجب أن تختتم بختم الشركة"^(١) حيث تمثل سندات القرض دينا على المصدر، فالسند يحصل على عائد ثابت سواء حققت الشركة أرباحا أم لم تحقق، فلا تمنح سندات القرض التقليدية حاملها أية حقوق ملكية أو حقوق تصويت^(٢)، فهذا النوع من السندات لا يمنح الحامل حق استبداله بأسهم في شركة المصدر أو أية شركة أخرى، ولصاحب السند استرداده في تاريخ الاستحقاق، كما أن له ضمانا عاما على أموال الشركة المصدرة، حيث يقدم على أصحاب الأسهم الذين لا يقتسمون الموجودات إلا بعد سداد ديون الشركة بما فيها ديون أصحاب السندات^(٣)، أما السندات المرتبطة بأسهم فهي على غرار سندات القرض التقليدية تتضمن تاريخ استحقاق وقيمة اسمية ومعدل فائدة، إلا أن ما يميزها عن سندات القرض التقليدية أن مبلغ الفائدة قبل الاستحقاق ومبلغ رأس المال المسدد عند الاستحقاق ليسا ثابتين، إنما يعتمدان على ارتفاع أو انخفاض سعر السهم أو مؤشر الأسهم الذي يرتبط به السند خلال فترة محددة، فحامل السند لا يعرف مقدار الفائدة التي سيحصل عليها مسبقا، فإذا ارتفع سعر السهم أو مؤشر الأسهم فمقدار الفائدة التي سيحصل عليها المستثمر تكون أعلى، كما أنه سيسترد كامل رأس المال الذي دفعه للمصدر، وعلى العكس من ذلك فإن أنخفض سعر السهم أو المؤشر فقد تقل الفائدة التي سيحصل عليها المستثمر أو تنعدم، وقد يسترد جزءا من رأس المال فقط^(٤). بالإضافة إلى ذلك فهناك أنواعا من السندات المرتبطة بأسهم تمنح حاملها حقا في الملكية والتصويت عند تحويل تلك السندات إلى أسهم في الشركة المصدرة أو في شركة أخرى.^(٥)

٢. تمييز السندات المرتبطة بأسهم عن صكوك التمويل ذات العائد المتغير:- سمح المشرع المصري إصدار صكوك التمويل ذات العائد المتغير، حيث أجاز للشركات المساهمة غير العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها إصداره صكوك التمويل ذات العائد المتغير وبما لا يجاوز ما يحدده البنك المركزي

(١) يقابلها نص المادة ١٢٢ من قانون التجارة اللبناني رقم ٣٠٤ لسنة ١٩٤٢ "يجوز للشركة أن تصدر سندات قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، ولها قيمة اسمية واحدة تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي أسلفوها".

(٢) يقتصر حق التصويت في الشركات التجارية ومنها المصارف على المساهمين، حيث تكفلت التشريعات بمنح حق التصويت للمساهمين كل بقدر نسبة مساهمته للتعبير عن رأيه، حيث يتخذ القرار في الشركة بالأغلبية، أي أغلبية رأس المال الحاضرة وقت التصويت. د. عبدالله عبد السادة التميمي، المرجع السابق، ص ٨٧.

(٣) د. سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص ٧٨٩.

(4) Yu-Xiu Ling, Chi Xie, Gang-Jin Wang, Interconnectedness between convertible bonds and underlying stocks in the Chinese capital market: A multilayer network perspective, Elsevier BV, Vol 52, 2022, p17.

(5) Jeremy C. Stein, previous source, p5.

المصري، وبالتسويق مع هيئة الأوراق المالية^(١)، كما عرف قانون الصكوك رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣ المصري صكوك التمويل ذات العائد المتغير بأنها "أوراق مالية اسمية متساوية القيمة تصدر لمدة محدودة لا تزيد على خمسة وعشرين عاما على أساس عقد شرعي بالجنيه المصري أو بالعملات الأجنبية، عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وتمثل حصصا شائعة في موجوداتها وفقا لما تحدده نشرة الاكتتاب"^(٢) فصكوك التمويل ذات العائد المتغير تمثل حصة شائعة في رأس مال الشركة المصدرة وموجوداتها^(٣)، وقد تتشابه صكوك التمويل ذات العائد المتغير بالسندات المرتبطة بأسهم، فلكليهما ذات عائد متغير، إلا أن ما يميز هذه الصكوك عن السندات المرتبطة بأسهم، بأن عائداتها المتغير مرتبط بما ينتج الأصل من أرباح أو خسائر، وأن العائد لا يعتمد على الفائدة إنما على المشاركة في ما ينتج عن الأصل من أرباح محتملة، فلا يمثل العائد حقا تعاقديا ثابتا، إنما حقا احتماليا متوقف على نتائج الاستثمار، فصكوك التمويل ذات العائد المتغير أداة ملكية، إذ أن المستثمرين يعتبرون ملاك على الشيوخ لتلك الأصول^(٤)، في حين أن السندات المرتبطة بالأسهم تعتبر أداة دين، وأن العائد الذي سيحصل عليه المستثمر يكون متغيرا تبعا لإداء السهم أو المؤشر الذي يرتبط به السند^(٥).

المبحث الثاني

الاطار القانوني للسندات المرتبطة بأسهم

بعد الانتهاء من بيان ماهية السندات المرتبطة بأسهم في المبحث الأول، صار لزاما علينا أن نبين الاطار القانوني لهذه السندات، من خلال دراسة الشروط القانونية لإصدار السندات المرتبطة بأسهم في المطلب الأول، وبيان آثار هذه السندات على المركز القانوني للأطراف في المطلب الثاني.

(١) نصت المادة (١٥) من قانون الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها رقم (١٤٦) لسنة ١٩٨٨ على "١. يحظر على شركات المساهمة التي يكون من بين أغراضها تلقي الأموال لاستثمارها إصدار أو إنشاء حصص تأسيس أو حصص أرباح أو أسهم تمتع أو أسهم ممتازة، ويجوز لشركات المساهمة الأخرى إصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير لا يجاوز ما يحدده البنك المركزي المصري بالاتفاق مع الهيئة في ضوء متطلبات تنمية سوق المال المصري....".

(٢) لم يشر المشرع العراقي صراحة إلى صكوك التمويل ذات العائد المتغير كأحد أنواع الأوراق المالية، ونعتقد بأنه يمكن سد هذا القصور من خلال توظيف ما نصت عليه تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة ٢٠١٥ عند تعريفها للأوراق المالية بأنها "الأسهم والسندات التي تصدرها الشركة المساهمة والسندات والاذونات التي تصدرها الحكومة والمؤسسات العامة في الدولة وأية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية تقبلها الهيئة"، فالقول "أية ورقة مالية أخرى محلية أو غير محلية تقبلها الهيئة" تعد عبارة مرنة يمكن أن تشمل عليها صكوك التمويل ذات العائد المتغير، طالما التشريعات المقارنة تنص عليها صراحة كورقة مالية معمول بها.

(٣) د.سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص ٨٣٤.

(٤) د. نهى خالد عيسى وأحمد عباس جاسم، مفهوم صكوك التمويل، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي، جامعة بابل، ع ٢٤، ٢٠٢٢، ص ٦٣٥.

(٥) Ph.D. Murali Ramaswami, Equity- Linked Notes, Lehman Brothers, USA, 2001, p3.

المطلب الأول

الشروط القانونية لإصدار السندات المرتبطة بأسهم

تعد السندات المرتبطة بأسهم أدوات مالية معقدة؛ كونها تجمع بين عناصر السندات والأسهم معا، فهي مصممة في المقام الأول لتزويد المستثمرين بعائد مرتبط بأداء سهم معين أو مجموعة من الأسهم، ويخضع هذا النوع من السندات غالبا للقواعد العامة المنظمة لسوق الأوراق المالية وقواعد حماية المستثمر، لذا فإن لوائح الاتحاد الأوروبي المتعلقة بالأوراق المالية تشترط في نشرة الإصدار أن تشمل على معلومات كافية للمستثمر؛ لكي يتخذ قرارا مستنيرا بخصوص طبيعة المخاطر المحيطة بهذا النوع من السندات والحقوق المرتبطة به، فقد ألزمت المادة ١٣ من لائحة نشرة الإصدار الصادرة عن الاتحاد الأوروبي المفوضية الأوروبية وبحلول ٥ يونيو من عام ٢٠٢٦ أن تضع قواعدا موحدة ومنظمة لما يجب أن تفصح عنه الشركات في نشرات الإصدار عند رغبتها في طرح الأسهم أو السندات للجمهور، ومن قبيل ذلك تقديم الحد الأدنى من المعلومات التي يحتاجها المستثمرون فيما يتعلق بالسندات المرتبطة بأسهم مقارنة بسندات الدين العادية، ويجب اتباع نهج متسق فيما يتعلق بالمعلومات المطلوبة في نشرة الإصدار للأوراق المالية التي لها أساس اقتصادي مماثل، لا سيما الأوراق المالية المشتقة^(١)، وتشجيعا للاستثمار ولجعل سوق المال في الاتحاد الأوروبي أكثر جاذبية للشركات، فقد أعفت لوائح الاتحاد الأوروبي الشركات المصدرة للسندات المرتبطة بأسهم بما فيها المصارف من تقديم نشرة إصدار مفصلة للجهة الرقابية في حالة بيع هذه السندات على فئة المستثمرين المؤهلين (Qualified Investors)^(٢) فحسب؛ تجنباً لتكاليف نشرة الإصدار التي قد تكون باهظة عادة؛ ولكون هذا النوع من المشتريين يعتبرون عملاء مؤهلين يعرفون ماذا يشترون، فهذا النوع من المستثمرين يفترض القانون بأن لديهم من الأدوات القادرة على الفحص النافي للجهالة، فهم أشخاص يمتلكون من المعرفة والقدرة المالية التي تؤهلهم لتحمل المخاطر، بينما إذا طرحت هذه السندات لمستثمرين غير محترفين، أي مستثمرين أفراد (Retail Investor)، فهنا تشترط لوائح الاتحاد الأوروبي على المصدر أن يقدم نشرة إصدار تفصيلية لهؤلاء المستثمرين، تشرح لهم بشكل تفصيلي كل ما يتعلق بالسندات المرتبطة بأسهم من مخاطر، وحتى لو كان هناك اتفاق يعفي

(1) Article 13 (a) Regulation (EU) 2017/1129 on Publication Guidelines of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 official Journal of the European, 14 June 2017.

(٢) عرف قانون الاستثمار الأمريكي (Section 3(c)(7) U.S. Investment Company Act of 1940) المستثمرين المؤهلين بأنهم "المشترون المؤهلون بأنهم مستثمرون يتمتعون بالخبرة الكافية لتقييم هذه الاستثمارات والمخاطر المالية المرتبطة بها، وبالتالي لا يحتاجون إلى نفس مستوى الحماية الذي يحتاجه المستثمرون الأفراد".

المصدر من النشرة، فإنه سيصطدم بمتطلبات (Retail) التي تلزمه بإصدار وثيقة (KID) التي هي عبارة عن كتيب صغير يشرح للمستثمر تكاليف السندات المرتبطة بأسهم والمخاطر التي قد يتعرض لها وما سيحققه من أرباح متوقعة، وهي وثيقة الزامية عند التعامل مع صغار المستثمرين؛ لضمان فهمهم لتعقيدات هذا النوع من المنتجات المالية المشتقة، ويجب أن تكون هذه الوثيقة مكتوبة بشكل مختصر لا تتعدى الثلاث صفحات، وبلغة بسيطة غير تقنية؛ ليستطيع الشخص العادي من فهم هذا النوع من السندات ومقارنته بغيره من المنتجات المالية الأخرى^(١). ونرى بأن يقتصر طرح السندات المرتبطة بأسهم على المستثمرين المؤهلين؛ لكون هذه الفئة تتمتع بخبرة عالية في تقييم هذه الاستثمارات، وما يرتبط بها من مخاطر^(٢)، فهذا النوع من الأوراق المالية يتسم بالتعقيد واختلال التوازن العقدي في حال كان المستثمر عادي (Retail Investor) فالمصدر عادة يكون مصرف أو مؤسسة مالية تتمتع بالخبرة الفنية العالية والقدرة على تقييم المخاطر الحقيقية، خلافاً للمستثمر العادي (Retail Investor) الذي لا يمتلك الأدوات اللازمة لتقييم المخاطر المستقبلية التي قد يتعرض لها، وما يترتب عليها من هبوط في قيمة السهم الذي يرتبط به السند. أما بخصوص الولايات المتحدة الأمريكية؛ ومن أجل تعزيز الرقابة الحكومية على سوق المال الأمريكية فقد حظر المشرع الأمريكي على أي شركة طرح أوراقها المالية بما فيها السندات المرتبطة بأسهم على الجمهور مالم يتم تسجيل جميع هذه الأوراق المالية لدى هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)، فكل ورقة مالية لا يمكن طرحها للجمهور مالم تكن مسجلة لدى الهيئة، وحتى يكون تسجيل هذه الأوراق المالية قانونياً فلا بد أن تسجل هذه الأوراق المالية من خلال وثيقة التسجيل أو بيان التسجيل، وتلتزم الشركة بأن تفصح في هذا البيان عن طبيعة عمل الشركة وقوائمها المالية التي تم تدقيقها، والآلية التي سيتم فيها إنفاق الأموال التي ستجمع من خلال السندات المرتبطة بأسهم وما يحيط بهذه السندات من مخاطر، وغيرها من المعلومات التي تتعلق بإدارة الشركة، وبالمقابل تلتزم الشركة المصدرة بأن تقوم بإعداد نشرة إصدار مختصرة ومكتوبة بلغة سلسة تسلم لكل مستثمر؛ تضمن فهم المستثمرين لهذا النوع من الأدوات المالية، وما يرافقها من مخاطر^(٣). ففي عام ٢٠٢٥ أصدرت هيئة تنظيم الصناعة الأمريكية للتحكيم (FINRA) قراراً الزم بموجبه شركة (Stifel Financial

(1) Regulation (EU) 2024/2809 of the European Parliament and of the Council of 23 October 2024.

(٢) أن توقعات المستثمرين بشأن سوق المال قد لا تكون دقيقة، فالتوقع بارتفاع سعر الأوراق المالية مستقبلاً ما يمكنه من تحقيق ربح في المستقبل قد يكون خاطئاً. د. هادي عنيد حسان، بيع الأوراق المالية بالهامش وأثره على نمو سوق العراق للأوراق المالية (دراسة مقارنة) بحث منشور في مجلة ميسان للدراسات القانونية المقارنة، العدد التاسع، مج ١، ٢٠٢٣، ص ٣٣٦. <https://doi.org/10.61266/mjcls.v1i9.282>.

(3) Section ٧٧ of the U.S. Securities Act of 1933.

(Corp) بأن تدفع مبلغ قدره (١٣٢) مليون دولار أمريكي كتعويضات عن تضليل مستثمرين؛ من خلال الترويج لسندات مرتبطة بأسهم على أنها أقل خطورة مما هو عليه في الواقع^(١). وبالعودة إلى المشرع العراقي فسبق وأن بينا بأن المشرع قد أشار للسندات المرتبطة بأسهم في قانون المصارف دون أن يتولى تنظيمها، وبالتالي قد يثار سؤال حوال مدى إمكانية تطبيق شروط إصدار السندات التقليدية على السندات المرتبطة بأسهم؟ للإجابة عن هذا السؤال لابد لنا أن نشير إلى الطبيعة القانونية للسندات المرتبطة بأسهم التي سبق وأن بيناها، فهي أدوات مالية مركبة تجمع بين صفات السندات والأسهم، فهي أداة دائنية وبالمقابل ذات عائد متغير مرتبط بأسهم الشركة المصدرة أو أسهم شركة أخرى، فالمشرع العراقي لم يضع لها إطاراً قانونياً مستقلاً، كما أن القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي قد منع تداول أي سند مالم يكن مقبولا في سوق الأوراق المالية ويتم تداوله وفقا لتعليمات وقواعد السوق وهيئة الأوراق المالية^(٢)، ونحن نرى بأن هذا الحظر لا يشمل السندات المرتبطة بأسهم، فالمشرع العراقي وفي قانون المصارف قد نص على هذا النوع من السندات وإن لم يتناوله بالتنظيم، فقد حظر المشرع على أي مصرف وبدون أن يستحصل موافقة مسبقة من البنك المركزي العراقي أن يستثمر بسندات مرتبطة بأسهم بنسبة تزيد عن ٢% من رأس المال والاحتياطيات السليمة للمصرف^(٣)، وبمفهوم المخالفة فيمكن للمصارف أن تستثمر بالسندات المرتبطة بأسهم في حالة استحصال موافقة مسبقة للبنك المركزي العراقي، ولا حاجة لاستحصال موافقة البنك المركزي في حالة كانت نسبة استثمار المصرف في هذه الأدوات المالية دون نسبة ٢%، ونعتقد بأنه في ظل غياب النص الخاص ومادام المشرع لم يحظر هذا النوع من الأدوات يتعارض مع الطبيعة القانونية للسندات المرتبطة بأسهم كأداة مالية مركبة.

المطلب الثاني

آثار السندات المرتبطة بأسهم على المركز القانوني للأطراف

إذا ابرم عقد السندات المرتبطة بأسهم مستوفيا لكافة شروطه القانونية فإنه سيرتب آثاره، وأن ربط العائد بأداء الأسهم يجعل من الالتزام المترتب على هذا النوع من الأوراق المالية التزاما احتماليا، وهذا بدوره ينعكس على المركز القانوني للمستثمر والمصدر على حدٍ سواء، فاعتبار السندات المرتبطة بأسهم

(1) U.S. Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) , Case Number: 23-01342, March 12-2025.

(٢) القسم (١/٣) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

(٣) ينظر: نص المادة (١/٣٣) من قانون المصارف العراقي.

أداة مالية مركبة يترتب عليه تحول جوهري للمركز القانوني للمستثمر في هذا النوع من السندات، فهو لا يبقى دائئاً تقليدياً يتمتع بحق ثابت في استرداد أصل رأس المال والفائدة المترتبة عليه، بيد أنه يصبح ذو مركز قانوني مرتبط بأداء سهم واحد، أو مؤشر أسهم، أو سلة أسهم، ويترتب على هذا الترابط أن يتحمل المستثمر جانباً من المخاطر السوقية، مما يجعل حقه بالعائد وباسترداد القيمة الاسمية للسند حقاً احتمالياً موقوفاً على أداء الأسهم التي يرتبط بها هذا السند^(١). وهذه الطبيعة المركبة للسندات المرتبطة بأسهم تنعكس كذلك على المركز القانوني للشركة المصدرة، فال التزام هذه الشركة بإعادة القيمة الاسمية للسندات إلى المستثمر يكون مشروطاً بأداء السهم أو مؤشر الأسهم أو سلة الأسهم التي ترتبط بها هذه السندات، وما يترتب عن ذلك من تضيق نطاق المسؤولية العقدية للمصدر إذا ما التزم بالشروط المقررة قانوناً للإفصاح، ومع ذلك ولكون هذه الأدوات المالية تتسم بالتعقيد، ما يصعب على المستثمر العادي تقييمها أو فهمها بدقة، فإن المسؤولية المدنية للمصدر تنهض إذا ما أخل بواجب الإعلام^(٢)، ففي عام ٢٠٢٤ أصدرت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) قراراً ضد شركة (Vora Wealth Management) ومالكها الوحيد (Vora)، بدفع مبلغ يزيد عن مليون دولار أمريكي، فضلاً عن إنشاء صندوق تعويضات لإعادة أموال المستثمرين المتضررين، وتتلخص وقائع القضية في أن الشركة وبين عامي ٢٠٢٠ و ٢٠٢١ استثمرت ما يقارب ٨٥% من حسابات العملاء في سندات مرتبطة بأربعة أسهم في بورصة (Nasdaq) مستخدمة حوالي ١٢٤ مليون دولار أمريكي من أجمالي أصول الشركة البالغة ١٣٩,٥ مليون دولار، وقد دأبت الشركة على شراء هذه السندات دون إشعار مسبق لعملائها، وعند شرحها للاستثمار للعملاء قللت من شأن احتمال خسارتهم لمعظم رأس مالهم إن لم يكن كله، وفي تشرين الثاني من عام ٢٠٢١ أنخفض سعر أحد الأسهم الأربعة المرتبطة بالسندات إلى ما دون الحد الأدنى المحدد مسبقاً لسعر السوق، مما أدى إلى توقف دفعات الفائدة الشهرية طوال مدة السند، وبحلول تموز ٢٠٢٤ تكبدت حسابات عملاء الشركة ٨٩ مليون دولار، كما أن الشركة قد حصلت على منافع غير معلنة من أحد الوسطاء الذين أشتروا من خلاله معظم هذه السندات^(٣).

(1) Anna Sandberg, Analysis of Equity-Linked Structured Products in Germany and Their Risk, Regents University London, Essays on Structured Products, 2022, p94.

(2) Structured Retail Products-the EU market, no 2, 2018, p53.

(3) United States Securities and Exchange Commission (SEC), Administrative Proceeding File no. 3-22116, 2024.

الخاتمة:

أولاً: النتائج

١. لم ينظم المشرع العراقي السندات المرتبطة بأسهم واقتصر دوره في المادة (١/٣٣) من قانون المصارف العراقي رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤ على حظر أي مصرف بأن يستثمر في السندات المرتبطة بأسهم بما يتجاوز ٢% من رأس ماله والاحتياطات السليمة دون استحصال موافقة مسبقة من البنك المركزي.
٢. للسندات المرتبطة بأسهم صور عدة؛ وذلك حسب الطريقة التي يرتبط بها السند بالسهم، فهناك سندات تُمكن حاملها من تملك أسهم في الشركة المصدرة لها وهي السندات القابلة للتحويل، وأخرى يرتبط عائدها بأداء أسهم المصدر، وهي السندات المرتبطة بعائد سهم واحد أو مؤشر أسهم أو سلة أسهم، ونوع آخر يمنح حامله حق استبداله بأسهم شركة أخرى ليست أسهم الشركة المصدرة، وهي السندات القابلة للاستبدال.
٣. تعد السندات المرتبطة بأسهم أدوات مالية هجينة تجمع بين خصائص سندات القرض التقليدية وبين المشتقات المالية التي يرتبط عائدها بأداء سهم واحد، أو سلة أسهم، أو مؤشر أسهم، الأمر الذي يجعل من إخضاعها لقواعد سندات القرض التقليدية قاصراً من الناحية القانونية؛ لما تحمله من مخاطر تؤثر مباشرة على سلامة سوق المال^(١).
٤. اشترطت لوائح الاتحاد الأوروبي والتشريعات الأمريكية بأن تتضمن نشرة الإصدار معلومات كافية وبشكل تفصيلي توضح للمستثمر ماهية السندات المرتبطة بأسهم، وما يرتبط بها من مخاطر، وفي الوقت نفسه فإن التوجيهات الأوروبية اعفت الجهات المصدرة للسندات المرتبطة بأسهم من تقديم نشرة إصدار مفصلة للجهة الرقابية في حالة بيع هذه السندات على فئة المستثمرين المؤهلين؛ لما لدى هؤلاء المستثمرين من الأدوات القادرة على الفحص النافي للجهالة، فهم أشخاص يمتلكون من المعرفة والقدرة المالية التي تؤهلهم لتحمل المخاطر.

(١) تظهر التجارب المقارنة في المنطقة أن النجاح في إصلاح الأسواق المالية لا يتطلب موارد ضخمة بقدر ما يحتاج إلى إرادة قانونية وإدارية واضحة، فسوق المال التركي على سبيل المثال قد دمج النظام الإسلامي بالنظام الرأس مالي عبر منتجات مالية مركبة وإصدار تشريعات خاصة بالمصارف التشاركية. د. حسين فاضل لفته، مبدأ حرية تداول الأسهم وتحدياته في سوق الأوراق المالية "دراسة مقارنة"، بحث منشور في مجلة ميسان للدراسات القانونية المقارنة، العدد الثالث عشر، المجلد ١، ٢٠٢٥، ص ٤٢٣. <https://uomisan.edu.iq/law/mjcls/index.php/mjcls/article/view/456>

ثانيا: المقترحات

١. لم ينظم المشرع العراقي السندات المرتبطة بأسهم ولم يضع لها تعريفا، لذا يمكننا تعريفها بأنها "أدوات مالية مركبة صادرة عن جهات مرخصة تمثل ديناً في ذمة المصدر ويكون عائدها مرتبطاً بأداء سهم واحد أو سلة أسهم أو مؤشر أسهم، دون أن يكتسب حائزها صفة المساهم ما لم يتم تحويلها إلى أسهم في رأس مال المصدر أو رأس مال شركة أخرى تابعة للمصدر".
٢. نقترح على البنك المركزي العراقي إصدار نظام خاص بالسندات المرتبطة بأسهم، يبين فيه أنواعها وشروط إصدارها والجهات المختصة بإصدارها.
٣. نقترح بأن يقتصر طرح السندات المرتبطة بأسهم على المستثمرين المؤهلين؛ لكون هذه الفئة تتمتع بخبرة عالية في تقييم هذه الاستثمارات، وما يرتبط بها من مخاطر، فهذا النوع من الأوراق المالية يتسم بالتعقيد واختلال التوازن العقدي في حال كان المستثمر عادي، فالمصدر عادة يكون مصرف أو مؤسسة مالية تتمتع بالخبرة الفنية العالية والقدرة على تقييم المخاطر الحقيقية، خلافاً للمستثمر العادي الذي لا يمتلك الأدوات اللازمة لتقييم المخاطر المستقبلية التي قد يتعرض لها، وما يترتب عليها من هبوط في قيمة السهم الذي يرتبط به السند.

List of sources and references

First: Legal books

1. Elias Nassif, (2005) Encyclopedia of Commercial Companies, Volume 9, Al-Halabi Legal Publications, Beirut.
2. Dr. Samiha Al-Qalyoubi (2011), Commercial Companies, Dar Al-Nahda Al-Arabiya, Alexandria, Fifth Edition.
3. Dr. Munir Ibrahim Hindi (2002), Securities and Capital Markets, Maaref Establishment, Alexandria..
4. Clifford Chance, Guide to Equity, linked Products in Asia Pacific, Second Edition, 2025, p3.
5. Société Générale, Payment or delivery of all amounts due and payable or deliverable under the Equity-Linked Notes is irrevocably and unconditionally guaranteed pursuant to a Guarantee, New York Branch, 2025, p2.
6. Murali Ramaswami, Paul K. Lieberman, Gabriela Baez, Equity- Linked Notes, Equity derivatives, Global, 2001, p2.
7. Clifford Chance, Guide to Equity, previous source.

8. Jeremy C. Stein, Convertible Bonds AS “Back Door” Equity Financing, Working Paper, National Bureau of Research, Cambridge, 1992, p11-12.
9. Yu-Xiu Ling, Chi Xie, Gang-Jin Wang, Interconnectedness between convertible bonds and underlying stocks in the Chinese capital market: A multilayer network perspective, Elsevier BV, Vol 52, 2022, p17.
10. Ph.D. Murali Ramaswami, Equity- Linked Notes, Lehman Brothers, USA, 2001, p3.

Second: Letters and Dissertations

١-Abdullah Abdul Sada Al-Tamimi (2024), The legal system for acquiring qualifying possession in banks, PhD thesis, College of Law - University of Baghdad.

Third: Research and Articles

١-Dr. Khalis Nafie Amin and Dr. Abdullah Abdul-Sada Al-Tamimi, (2023) The Legal System for Acquiring Qualifying Possession in Banks, a research paper published in the Imam Al-Sadiq Journal of Legal Studies, Baghdad, Issue 6.

٢-Dr. Magdi Shehab, (2021) Credit Rating Indicators for Securities and Their Implications for Investment, Kuwait International Law School Journal, Issue 9

٣ .Dr. Noha Khaled Issa and Ahmed Abbas Jassim (2022), The Concept of Financing Instruments, a research paper published in Al-Muhaqqiq Al-Hilli Journal, University of Babylon, Issue 2.

Fourth: Legislation

1) Laws

- a. Lebanese Commercial Code No. 304 of 1942
- b. Egyptian Companies Law No. 159 of 1981
- c. Egyptian Law No. (146) of 1988 Concerning Companies Operating in the Field of Receiving Funds for Investment
- d. Iraqi Companies Law No. 21 of 1997, as amended
- e. Iraqi Banking Law No. 94 of 2004
- f. Iraqi Securities Markets Provisional Law No. (74) of 2004
- g. Iraqi Securities Law Draft of 2008

1) Regulations and Instructions

- a) Executive Regulation No. (96) of 1982 of the Joint Stock Companies, Limited Partnerships by Shares, and Limited Companies Law No. (159) of 1981.

b) Instructions for Trading Securities for the year 2015 issued by the Iraqi Securities Commission.

2) Research papers and articles

- a. Reo Song, Songha Jang, Reinforcement learning and risk preference in linked notes markets, Journal of Empirical Finance, Vol (64), 2021, p230.
- b. Damian Kaźmierczak, The use of exchangeable bonds during the privatization process, Financial Internet Quarterly „e-Finanse, Vol 9, No 4, 2013, p88.
- c. International Monetary Fund, Handbook, On Securities Statistics, European Central Bank, Euro system, 2015, p11.
- d. Anna Sandberg, Analysis of Equity-Linked Structured Products in Germany and Their Risk, Regents University London, Essays on Structured Products, 2022, p94.
- e. Structured Retail Products-the EU market, no 2, 2018.

3) Websites

1. CFI Team, Equity-Linked Note (ELN):
2. https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/equity-linked-note-eln/?utm_source=chatgpt.com
3. Hang Mai, Marketing Equity-linked Notes in Vietnam, https://chatgpt.com/s/t_6938626807e881918155e21fe3ee2308
True Tamplin, Equity-Linked Notes, Subject Matter Experts, 2024: https://www.financestrategists.com/wealth-management/alternative-investment/equity-linked-notes/?utm_source=chatgpt.com

4) US legislation

- a. United States Securities and Exchange Commission (SEC), Investor Bulletin: Structured Notes, Jan. 12, 2015: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-76>
- b. U.S. Securities Act of 1933.
- c. U.S. Investment Company Act of 1940.

5) European Directives

- a. Regulation (EU) 2017/1129 on Publication Guidelines of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 official Journal of the European, 14 June 2017.
- b. Regulation (EU) 2024/2809 of the European Parliament and of the Council of 23 October 2024.

6) Judicial decisions in English

- a. Court of Final Appeal (Hong Kong) Judgement Number FAMV45/2016 , Judgment Date 17 February 2017.
- b. U.S. Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) , Case Number: 23-01342, March 12-2025.
- c. United States Securities and Exchange Commission (SEC), Administrative Proceeding File no. 3-22116, 2024.

7-Maysan Journal of Comparative Legal Studies

1- Hassan Fadel Lafteh H. (2025). The Principle of Free Trading of Shares and its Challenges in the Stock Market: A Comparative Study. Maysan Journal of Comparative Legal Studies, 1(13), 405–431. Retrieved from <https://uomisan.edu.iq/law/mjcls/index.php/mjcls/article/view/456>

-Lamya Hussyen Assi. (2024). Trading and Investment in Cumulative Preferred Stocks (A Comparative Study). Maysan Journal of Comparative Legal Studies, vol 1, no 10. Retrieved from <https://uomisan.edu.iq/law/mjcls/index.php/mjcls/article/view/319/325>

3- Hadi Aneid Hassan. (2023). Margin Trading and its Impact on the Growth of the Iraqi Stock Market (A Comparative Study). Maysan Journal of Comparative Legal Studies, 1(9), 327–357. <https://doi.org/10.61266/mjcls.v1i9.282>