



ملخص تقرير

Principles on Point of Sale Disclosure

إعداد: سامي مطاب

أخصائي علاقات دولية

تقرير عن مبادئ الإفصاح في نقطة البيع الخاصة بخطط الاستثمار الجماعي

مقدمة:

قامت اللجنة الفنية Technical Committee التابعة للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية International Organization of Securities Commissions (IOSCO) بنشر تقرير عن مبادئ الإفصاح عند نقطة البيع . وقد تم إعداد هذا التقرير من قبل فريق مشترك من فرق العمل التابعة للجنة الفنية وفقا لمواصفات المشروع المشترك عن الإفصاح عند نقطة البيع للمستثمرين الأفراد (غير المؤسسين) والذي وافقت عليه اللجنة الفنية لمنظمة الايوسكو في شهر فبراير 2007. وقد ركز هذا التقرير على خطط الاستثمار الجماعي Collective Investment Schemes (CIS). ويقدم هذا التقرير تحليلاً للمسائل المتصلة بعمليات الإفصاح عن المعلومات الرئيسية للمستثمرين الأفراد المتصلة بخطط الاستثمار الجماعي وتسويقها قبل نقاط البيع (اللحظة التي يقوم فيها المستثمر بتقديم طلب لشراء الوحدات الاستثمارية). ويتضمن التقرير مبادئ تم وضعها بهدف الاسترشاد بها عند وضع تشريعات لتنظيم عمليات الإفصاح قبل نقطة البيع.

ومما يذكر بأن الشفافية في الأسواق المالية وخاصة عمليات الإفصاح للمستثمرين تعتبر من الأهداف الرئيسية للجهات الرقابية والتنظيمية وذلك بهدف الوصول إلى أسواق مالية تتمتع بالنزاهة والكفاءة. وتساهم زيادة وتعزيز عمليات الإفصاح قبل نقطة البيع، التأكد من حصول المستثمرين على المعلومات الرئيسية عن المنتجات الاستثمارية قبل عملية الاستثمار، في تحقيق هذا الهدف. وقد ألفت الأمانة المالية العالمية الضوء على أهمية الدور الذي تحتله عمليات الإفصاح الدقيق والقابل للفهم في الأسواق المالية. وتهدف منظمة الايوسكو من خلال هذه التقارير مساعدة

الجهات الرقابية والتنظيمية في اتخاذ خطوات لزيادة ثقة المستثمرين في الإجراءات المتبعة في المنتجات المالية وكذلك في الوسطاء الذين يقومون في بيعها.

مجال التقرير وطريقة إعداده

بهدف إعداد هذا التقرير قام الفريق المشترك بإصدار ورقة عمل تهدف لمعرفة المسائل المتعلقة بالإفصاح عند نقطة البيع والتي تشمل:

1. مكونات المعلومات الرئيسية.
2. كيفية إيصال المعلومات للمستثمرين، وهل يجب استخدام طريقة Layered approach أم لا؟ (تعني وضع معلومات أخرى بالإضافة إلى المعلومات الرئيسية وتزويد المستثمرين بها عند الطلب أو وضعها كملحق للمعلومات الرئيسية).
3. ما هو المفهوم الدقيق لعملية الإيصال والتسليم؟
4. ما هو الوقت الذي يجب فيه إيصال المعلومات؟
5. استخدام لغة سهلة في عرض المعلومات.
6. النماذج المستخدمة في عملية الإفصاح.

وقد تم توزيع ورقة العمل على كافة الجهات المهنية المتخصصة التي تعمل في هذا المجال. وقد تم اخذ بعض ملاحظات هذه الجهات بعين الاعتبار . ويقدم هذا التقرير تحليلاً تفصيلياً للقضايا الرئيسية المتعلقة بعملية الإفصاح والتي أثرت في ورقة العمل.

أهم النتائج التي تم التوصل إليها:

أ - هناك حاجة لوجود طريقة فعالة لعمليات الإفصاح للمستثمرين الأفراد بحيث

يستطيع هؤلاء المستثمرين اتخاذ قرارهم الاستثماري بناء على معلومات وافية تمكن المستثمرين من معرفة المنتج الاستثماري الذي سيستثمرون به ومقدار العائد أو الخسارة المتوقعين وتكلفة الاستثمار، كذلك على المستثمرين

معرفة تعارض المصالح التي قد تكون موجودة لدى ا لوسيط الذي يبيع هذا المنتج الاستثماري.

ب - **الطريقة الفعالة للإفصاح**: أظهرت النتائج بأن الطريقة الفعالة للإفصاح يجب أن تقدم المعلومات الرئيسية للمستثمرين وان تقدم هذه المعلومات في الوقت المناسب وان تكون بلغة يمكن فهمها بسهولة.

ت - **تفضيلات المستثمرين الأفراد** : أظهرت النتائج بأن المستثمرين الأفراد يهتمون بالمعلومات التي تمكنهم من معرفة المنتج الاستثماري الذي سيستثمرون به ومقدار العائد أو الخسارة المتوقعين وتكلفة الاستثمار . كما بينت النتائج بأن المستثمرين يفضلون المعلومات المختصرة والموجزة والتي يتم تقديمها بطريقة جيدة ومصاغة بلغة سهلة والتي تركز على المعلومات التي يعتقدون بأنهم يحتاجونها، كما يفضلون احتواء هذه المعلومات على أمثلة بسيطة ورسومات بيانية توضيحية.

ث - **دراسة سلوك المستثمرين**: لقد قامت ورقة العمل بدراسة سلوك المستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثماري . وقد أظهرت النتائج أن هناك تباين في السلوك لدى المستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثمار وذلك بغض النظر عن المعلومات المتوفرة لديهم، حيث تبين بوجود عوامل تؤثر على القرار الاستثماري منها:

a. الناحية العاطفية بحيث يتم اتخاذ القرار الاستثماري بناء على الشعور

الداخلي للمستثمر وليس بناء على ما هو متوفر لديه من معلومات .

b. الثقة الزائدة والمبالغة في تقدير الثقافة الاستثمارية للمستثمر بحيث

يعزو بعض المستثمرين نجاحهم في الماضي إلى ثقافتهم الاستثمارية وليس لظروف السوق.

c. تأثر المستثمرين المبالغ في ه بالأداء القوي أو الضعيف الحالي أو

السابق.

d. الجمود أو الكسل بحيث يحافظ المستثمرون على المراكز التي بنوها في السابق والتي تكون متعلقة بإستراتيجية اتبعوها.

مبادئ الإفصاح عن المعلومات الرئيسية المتعلقة بخطط الاستثمار الاجتماعي في مرحلة ما قبل البيع

إن الفريق المشترك يؤكد أن هذه المبادئ قد وضعت بحيث تكون مرشدا للأسواق والجهات التشريعية فيها. وهذا لا يعني أن هناك معايير محددة يمكن تطبيقها في كافة الأسواق في العالم ككل لان لكل سوق خصائص معينة. لقد تم وضع هذه المبادئ بحيث تكون من النوع القابل للتكيف مع الأطر التنظيمية المختلفة. وينبغي لها، على سبيل المثال، أن تكون قابلة للتطبيق بغض النظر عن مستوى التشريعات المطبقة من قبل الجهات الرقابية ، أو نموذج التوزيع السائدة .

المبدأ الأول: يجب أن تشمل المعلومات الرئيسية على إفصاحات لإعلام المستثمرين عن الفوائد الأساسية، والمخاطر، وشروط وتكلفة الاستثمار، والمكافئات وتعارض المصالح المرتبطة بالوسيط الذي يتم من خلاله عملية بيع المنتج الاستثماري.

وعليه، فإن المعلومات الرئيسية عن المنتج يجب أن تفصح عما يلي :

- اسم ونوع المنتج الاستثماري
- الأهداف الاستثمارية والإستراتيجية للمنتج الاستثماري
- المخاطر الاستثمارية والعوائد للمنتج ، وبالتالي يجب أن تتضمن إفصاحات المخاطر، المخاطر الجوهرية التي تكتنف الاستثمار في هذا المنتج . ومن ثم يجب أن تشمل على : مخاطر الأداء/ التذبذب ومخاطر الائتمان، ومخاطر السيولة ومخاطر العمليات.
- الرسوم والتكاليف، بما فيها أي معلومات عن خصومات و / أو تكاليف التعويضات أو الإعفاء من أي مصاريف أو رسوم.

- طبيعة الضمانات المقدمة بما فيها أي قيود أو شروط والتي على أساسها تم تقديم هذه الضمانات.
- تضارب المصالح المحتملة التي يشتمل عليها المنتج، على سبيل المثال، يمكن أن يشمل تضارب المصالح ما يلي :
 - أن تكون المدفوعات للمستثمر تتم وفق صيغة معينة ومحددة (على سبيل المثال : أداء المنتج نسبة إلى مؤشر أداء) و / أو
 - أن تكون هناك عقوبات على المستثمرين الراغبين في تسيل منتجاتهم قبل الموعد المحدد.
- أداء المنتج في الفترات السابقة. يجب تقديم المعلومات عن أداء المنتج السابق بطريقة يمكن من خلالها مقارنة الأداء مع أداء منتجات أخرى ، كذلك يجب التنبيه إلى أن الأداء السابق للمنتج يجب ألا يؤخذ بمثابة دلالة على أداء المنتج في المستقبل. وفي حالة عدم توفر معلومات تاريخية عن أداء المنتج السابق ، فإنه يجب تقديم تصورات عن العوائد المحتملة عن هذا المنتج .
- المعلومات الإضافية :
 - معلومات عن مدير المحفظة الاستثمارية وكذلك الذين يقومون بتقديم الخدمات الرئيسية، (على سبيل المثال : أمناء الاستثمار أو الحفظ (الأمين) . مثل هذه المعلومات الإضافية قد تتضمن هوية مدير المحفظة وأيضا الجهة الرقابية المختصة عن رقابة القائمين على هذه الخدمات.
 - الإجراءات التي يتم بموجبها التعامل مع حالات الشكاوى المتعلقة بالمنتج .
 - المعلومات عن التعويضات المتاحة في حال إخفاق الشركة في الوفاء بالتزاماتها فيما يتعلق بهذا المنتج .
 - حقوق الإلغاء والانسحاب.

- ملخص عن الأعباء الضريبية سواءً على الدفعات المقدمة للاستثمار أو على العوائد المستحقة عن الاستثمار في المنتج .

المعلومات الجوهرية للإفصاح عن شركات الوساطة يجب أن تتضمن :

- اسم شركة الوساطة ، والخدمات التي تقوم بها ومعلومات عن مسؤولي الاتصال بالشركة.
- معلومات الرسوم والمصاريف بشركة الوساطة، بما في ذلك المصاريف والرسوم التي من شأنها أن تخفض من العوائد المستحقة للمستثمرين.
- تضارب المصالح المحتملة . على سبيل المثال، تضارب المصالح التي قد تمكن شركة الوساطة أو أيا من موظفيها من الحصول على حوافز مالية نتيجة لبيع أصول معينة من أسهم من تصنيفات معينة ، وذلك بما يتعارض مع أداء واجباتهم في تقديم أفضل خدمة للعملاء وتقديم صالح العملاء على أي مصالح أخرى ، بالإضافة إلى أي مزايا غير مادية يمكن تقديمها إلى شركة الوساطة .

وسيلة الانجاز والتنفيذ :

- يجب أن تكون هناك مرونة في متطلبات الإفصاح بحيث تشمل الأنواع المختلفة من خطط الاستثمار الجماعي والتي تسمح لكل من المنتجين والوسطاء من تقديم إفصاحاتهم . فعلى سبيل المثال، قد تقدم بعض النظم اشتراطات ومتطلبات إفصاح تركز بصفة منفصلة على شركة الوساطة ، في حين تقدم أيضا متطلبات إفصاح تحديدا خاصة بالمنتج .
- وإذا ما كانت الجهة الرقابية تتبنى نظام Layered Approach في الإفصاح، فإن الإفصاح المطلوب قبل إجراء البيع، يجب أن يتضمن من أين وكيف للمستثمر أن يحصل على المعلومات الإضافية على الاستثمار المقترح.

المبدأ الثاني: يجب أن تكون المعلومات الرئيسية آنية ومتاحة مجاناً للمستثمر ومتوفرة في مرحلة ما قبل البيع، حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري المبني على المعلومات

وسيلة الانجاز والتنفيذ :

- قد تتطلب الجهات الرقابية ضرورة توفر دليل يهدف إلى إثبات أن متطلبات الإفصاح التي بموجبها يتم تسليم المعلومات للمستثمرين قد تم الالتزام بها.
- كما أن كل من مصدري المنتج الاستثماري وشركات الوساطة عليهم أن يحتفظوا في سجلاتهم بما يثبت أنهم قد قاموا بتنفيذ هذا المتطلب . ويمكن لمصدر المنتج الاستثماري وشركة الوساطة والمستثمر ان يطلبوا من المستثمرين توقيع على إقرار يفيد بأنهم قد حصلوا على المعلومات الرئيسية أو أنهم استطاعوا الوصول إليها.
- كما أن الجهات الرقابية قد ترغب في معرفة فيما لو كان المستثمر قد كان في وضع يتخذ من خلاله قراره الاستثماري بناء على معلومات قبل نقطة البيع.

المبدأ الثالث: يجب توفر المعلومات الرئيسية وإتاحتها في أسلوب يخدم ويناسب الشريحة المستهدفة من المستثمرين .

وسيلة الانجاز والتنفيذ :

- ولتحديد طريقة إيصال المعلومات الرئيسية ، فإن على كل من شركات الوساطة ومصدري المنتج الاستثماري الأخذ بعين الاعتبار ما يلي:
 - خصائص وتفضيلات المستثمرين الأفراد ، على سبيل المثال : عن طريق الدخول إلى الانترنت والبريد الإلكتروني، عن طرق الفاكس، وكذلك فإن على المصدرين وشركات الوساطة أن يقوموا بإرسال

المعلومات عن طريق البريد العادي للمستثمرين الذي ليس اتصال بالانترنت أو لا يستخدمون الفاكس.

- وهل تم الاستثمار بناءً على توصية من إحدى شركات الوساطة
- على الجهات الرقابية أن تطالب شركات الوساطة والمصدرين أن يلبوا حاجات المستثمرين عند طلبهم بالحصول على المعلومات الرئيسية مكتوبة، وبلا مقابل، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي تم تزويد بها هذه المعلومات.

المبدأ الرابع : يجب أن يتم الإفصاح عن المعلومات الرئيسية في لغة سهلة وبسيطة خالية من التعقيد ، وأيضا في شكل قوائم مقارنة وذلك من أجل سهولة المقارنة للمعلومات المفصّل عنها مع خطط الاستثمار الجماعي الأخرى.

وسيلة الانجاز والتنفيذ :

- إن الغاية من هذا المبدأ هي وضع معايير للإفصاح بحيث يكون كافي وموحد وان تكون اللغة المستخدمة في مستندات الإفصاح سهلة وذلك لتمكين المستثمرين من المقارنة بين المنتجات المختلفة. كما أن هذا المبدأ لا يتطلب تضمين وثائق الإفصاح مقارنات مع المنتجات الأخرى المتاحة.
- إن لغة الإفصاح السهلة البسيطة يجب أن تستخدم لنقل المعلومات لتكون أقرب إلى الفهم من خلال شريحة المستثمرين المستهدفة. ويجب الأخذ بعين الاعتبار قدرات وحاجات المستثمرين المستهدفين بحيث تكون المعلومات المقدمة ذات علاقة بالموضوع كذلك أن تكون المعلومات مرتبة بطريقة تسلسلية.
- وفيما يلي بعض الخصائص للغة السهلة التي يجب استخدامها لتحسين وتطوير متطلبات الإفصاح :

○ استخدام المفردات الشائعة في الحياة اليومية.

- في حالة استخدام بعض المصطلحات الفنية، والقانونية ، ومصطلحات المال والأعمال، ففي هذه الحالة يجب أن تكون تعريف واضح مع شرح موجز كلما أمكن.
- استخدام الأمثلة كلما أمكن (بما يتضمن استخدام الجداول والرسومات) وذلك بغرض شرح المفاهيم المجردة وغير الملموسة.

- استخدام مقاسات للأحرف بحيث تكون مقروءة.
- استخدام نماذج لعرض المعلومات بحيث تكون قابلة للمقارنة ، ومن أجل تطوير البساطة في العرض وإمكانية المقارنة، فإن على الجهات الرقابية أن يقدموا خصائص محددة للإفصاح بمعنى طول المستند وذلك في حالة استخدام مستند كتابي، الحد الأدنى من البيانات المحددة التي يجب وضعها وتناولها كما تمت الإشارة إليه في المبدأ الثالث، الترتيب اللازم والمحتوى المتعلق ببعض البيانات على سبيل المثال بيان الأداء، بيان المخاطر والتكاليف.
- على الجهات الرقابية أن تحدد تسلسل وترتيب البيانات بحيث تمثل في مجموعها تسلسلا منطقيًا بما يضمن احتوائها على كافة العناصر الضرورية والرئيسية بما يهيئ إمكانات المقارنة والمقاربة بين المعلومات الرئيسية وخطط الاستثمار الجماعي الأخرى.
- على الجهات الرقابية أن توازن بين السماح للمصدرين بتضمين معلومات محددة إضافية عن المنتج الاستثماري ، وبين البساطة وإمكانية المقارنة في عرض المعلومات.

المبدأ الخامس : يجب أن تكون المعلومات الرئيسية واضحة، دقيقة، وليست مضللة أو غامضة وأن تكون موجهة إلى المستثمر المستهدف، مع مراعاة التحديث لبيانات الإفصاح بصفة دورية منتظمة.

وسيلة الانجاز والتنفيذ :

- يجب أن تشير المعلومات الرئيسية إلى المخاطر ذات العلاقة عند استعراضها للمزايا المحتملة لأي خطط استثمار جماعي . كما يجب ألا تغفل البيانات الهامة، بما فيها التحذيرات ، وأن تراعى عدم التهوين والتقليل من أهميتها.
- عند احتواء المعلومات المقدمة مقارنة مع خطط استثمار جماعي أخرى ، فإن على الجهات الرقابية أن تتأكد من : (1) أن هذه المقارنات محايدة وموضوعية (2) يجب أن تكون مصادر المعلومات التي تمت بناء عليها عمليات المقارنة محددة (3) يجب أن يتم تضمين الفرضيات والأسس التي تمت المقارنات بموجبها.
- في حال احتواء المعلومات الرئيسية على الأداء في فترات سابقة، فإن على الجهات الرقابية أن تقوم بوضع متطلبات بحيث تقلل من التضليل الذي قد يحصل عند التركيز على الأداء السابق . وفي حال احتواء المعلومات الرئيسية على توقعات للأداء المستقبلي، فإن على الجهات الرقابية أن تقوم بوضع متطلبات للتأكد من أن هذه التوقعات مبنية على حقائق واقعية وان لا تكون مضللة.
- على الجهات الرقابية أن تطلب من كل من المصدرين أو شركات الوساطة المتعاملين في المنتج مراجعة وتحديث المعلومات الرئيسية كلما كان ذلك ضروريا وذلك لعكس أي تغييرات جوهرية فيها والتي قد تؤثر على دقة المعلومات. ويمكن أن يشمل ذلك : تحديث التغييرات في استراتيجيات الاستثمار، التغيير في نطاق المخاطر، تبني هيكل وصلاحيات جديدة ، تغييرات في وصف وبيان الأداء عن فترات سابقة . كما يجب ألا يفسر هذا المبدأ على أنه مجرد اقتراح لكل من المصدر وشركة الوساطة لتقديم هذه المعلومات بصفة مستمرة ومنتظمة ، (على سبيل المثال على أساس ما بعد الاستثمار) وتحديث الافصاحات المطلوبة قبل نقطة البيع ، وعليه فإن القرار

بوضع هذا المتطلب ضمن متطلبات الإفصاح قبل نقطة البيع يعود للجهات الرقابية كل على حدا.

- على الجهات الرقابية أن تطلب من كل من المصدر وشركة الوساطة كل فيما يخصه أن يوفر على موقعه الإلكتروني نسخة محدثة من المعلومات الرئيسية بطريقة متاحة للمستثمرين .

المبدأ السادس : حتى تتمكن الجهات الرقابية من فرض متطلبات الإفصاح عن المعلومات الرئيسية لدى كل من المصدر وشركة الوساطة، فإن عليها معرفة من الذي يملك ويتحكم في هذه المعلومات التي يجب الإفصاح عنها.

وسيلة الانجاز والتنفيذ:

إن معرفة من يملك ويتحكم في المعلومات يعد عنصرا مهما في معرفة وتحديد من يجب عليه الإفصاح . وعليه، فإن الإفصاح عن المعلومات الرئيسية المتعلقة بالمنتج الاستثماري تقع على عاتق المصدر والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بخدمات الوساطة تقع على عاتق شركة الوساطة . ولاشك أن العبء يقع بدرجة كبيرة على الجهات الرقابية في تحديد العناصر المعقدة والمتشابكة حال تفعيل هذا المبدأ ووضعها حتى التنفيذ ، وبصفة خاصة عند محاولة تجنب تكرار التزامات الإفصاح .

- في بعض الحالات عندما ترغب شركة الوساطة في تقديم أو تعديل المعلومات الرئيسية عن المنتج، فربما تحتاج ، في بعض النظم إلى تحمل مزيدا من المسؤولية عن هذه المعلومات، وقد ينص على هذا تحديدا في التشريعات ذات العلاقة .
- وإذا كان المصدر بصفة عامة هو المسئول عن محتوى الإفصاح، فإن شركة الوساطة هي المسئولة في معظم التشريعات عن شرح ملامح وميزات المنتج الاستثماري للعملاء .

- من المسلمات أن المصدر قد لا يستطيع أن يحدد على وجه دقيق معلومات بعينها في بداية تقديم وعرض المنتج للاستثمار . ، فعلى سبيل المثال إذا ما كان بوسع المنتج أن يحدد التكاليف الأولية المحملة مباشرة على المنتج ، فإن التكاليف الإجمالية للشراء وملكية المنتج سوف تتنوع حسب وسيلة التسويق. وعليه، يقع العبء على شركة الوساطة في القيام بتقدير المدى اللازم لتكاليف المنتج وتكاليف شركة الوساطة بحيث تقوم بالإفصاح للمستثمر عن التكلفة الكلية.