

مجلة الحقوق

فصلية علمية محكمة - تصدر عن مجلس النشر العلمي - جامعة الكويت

المواجهة التشريعية لحماية المعلومات الداخلية في الأسواق
المالية في ضوء توجيهات المنظمة الدولية لأسواق المال الأيسكو
IOSCO والقانون المقارن •

الدكتورة / سمر صلاح عبدالله



جامعة الكويت
KUWAIT UNIVERSITY

P-ISSN: 1029 - 6069

E-ISSN: 2960 - 2742

العدد ١ - السنة ٤٨

رمضان ١٤٤٥ هـ - مارس ٢٠٢٤ م

المواجهة التشريعية لحماية المعلومات الداخلية في الأسواق المالية في ضوء توجيهات المنظمة الدولية لأسواق المال الأيسكو IOSCO والقانون المقارن

الدكتورة / سمر صلاح عبدالله *

ملخص:

الأهداف: تهدف هذه الدراسة إلى استجلاء مفهوم المعلومات الداخلية في الأسواق المالية، وصور استغلالها، وبيان التحديات التي تواجه الأسواق المالية؛ لمكافحة استغلال المعلومات الداخلية في الأسواق المالية. **المنهج:** اعتمدت الدراسة على منهج ذي أبعاد ثلاثة: وصفي وتحليلي ومقارن؛ للوصول إلى الآليات الملائمة لمكافحة استغلال المعلومات الداخلية في الأسواق المالية. **النتائج:** يمكن تلخيص أبرز نتائج الدراسة فيما يلي: ١- أغفل المشرع الكويتي ضرورة ربط المعلومات الداخلية بشكل غير مباشر بالأوراق المالية أو مصدرها لتشمل المعلومات الحكومية المتعلقة بمتطلبات الاقتراض، أو أسعار الفائدة، وغيرها من المعلومات التي يكون لها تأثير كبير في الأسواق المالية. ٢- ضيق المشرع الكويتي النطاق الشخصي لاستغلال المعلومات الداخلية حيث اقتصر الحظر على الشخص المطلع، ومن يحصل على هذه المعلومات الداخلية من قبل الشخص المطلع. وفي حال حصول الغير على المعلومات الداخلية من قبل شخص آخر من الغير أو ما يسمى بالمطلع العرضي، فإنه يكون خارج نطاق التجريم. ثالثاً: توسعت اللائحة الأوروبية لإحكام السياج حول حماية المعلومات الداخلية، فقد اعتبرت استغلالاً للمعلومات الداخلية في حال قيام الشخص بإلغاء أو تعديل أمر التداول الذي يتعلق بالأوراق المالية للمعلومات الداخلية، والذي قام به قبل أن يعلم بالمعلومات الداخلية. وهذا التوسع في النطاق الموضوعي لا نظير له في التشريع الكويتي. **الخاتمة:** يدعو الباحث المشرع الكويتي إلى معالجة أوجه القصور التشريعي بتعديل المادة ١١٨ من قانون الأسواق المالية من حيث النطاق الشخصي والموضوعي لحظر التعامل الداخلي، مسترشداً في ذلك بتوصيات المنظمة العالمية للأوراق المالية الأيسكو واللائحة الأوروبية.

الكلمات المفتاحية: استغلال، معلومات داخلية، الأسواق المالية، المطلع.

* مساعد علمي في كلية القانون الكويتية العالمية - دولة الكويت.

الإيميل: samar.a@kilaw.edu.kw

- تُسَلَّم البحث في: ١٢/٦/٢٠٢٢، أُجيز للنشر في: ٣/١٠/٢٠٢٢.

حقوق الطبع والنشر محفوظة - مجلس النشر العلمي - جامعة الكويت.

للاستشهاد بهذا البحث انظر ص ١٨٨

مقدمة:

١ - التعريف بموضوع البحث:

أوضحت الممارسات غير المشروعة تتغلغل في الأسواق المالية حتى وصلت إلى مرحلة الظاهرة، وهذه الأخيرة توصف بأنها أكبر التحدّيات والعقبات الحائلة دون الوصول إلى تنمية المجتمعات ورفقيها، لما تمثله من افتتات حَطرٍ على حقوق المستثمرين والاقتصاد الوطني.

ويقصد بالممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، أو ما يطلق عليها لدى الفقه الغربي Market Abuse، تلك «السلوكيات غير القانونية في الأسواق المالية»^(١). وبالنظر إلى المعنى الضيق لهذا المصطلح يتضح أنه يشتمل على ثلاثة أنواع من الممارسات غير المشروعة؛ هي: استغلال المعلومات الداخلية، والتلاعب في أسعار الأوراق المالية، ونشر المعلومات الخاطئة أو المضللة.

وتُعَدُّ البورصة وسيلةً لاستثمار الأموال وتنميتها، وقد وصفها أحدُ الفقهاء الفرنسيين بأنها «دار اللعب والرهان وأفضلُ مكانٍ للمضاربة لتكوين الثروات؛ لذلك يجب أن يكون كل المتنافسين على قدم المساواة»^(٢).

بيد أنه من الممكن أن تكون البورصة وسيلة للتلاعب والسيطرة على أموال المتعاملين في الأسواق المالية دون وجه حق؛ من خلال استغلال المعلومات الداخلية الذي يعد من أخطر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، لأنه يقوض مبدأ المساواة بين المتعاملين في الأسواق المالية، إذ إنَّ مَنْ يَعْلَمُ بالمعلومات الداخلية يستطيعُ أن يحقق أرباحاً غير عادية مقارنة بالمتعاملين الآخرين؛ وهذا ما يَنْتِجُ مِنْهُ فقدانُ الثقة في البورصة^(٣).

وفي ضوء ما تقدم؛ لا بدَّ من توضيح أن مفهوم استغلال المعلومات الداخلية (التعامل

(١) Laurent Czyrko, Les abus de marché en droit français et en droit anglais, dans: MBDE / Régulation bancaire et financière.1/2/2022.

(٢) «La bourse est un peu le casino des affaires, c'est le lieu privilégié de la spéculation ou se font et se défont les fortunes.C'est pour cela que les joueurs doivent être sur le même pied d'égalité» Jeandidier WILFRID ,Droit pénal des affaires, 3ème édition, Edition Dalloz, Coll. Précis, Paris, 1999 ,p 112.

(٣) Claud GARCIN «Les délits et manquements boursiers»,Revue Lamy droit pénal des affaire, Paris,2013,p 516.

الداخلي) يتمثل في قيام الشخص الحائز لهذه المعلومات بالتعامل بالأوراق المالية بطريقة مشوبة بالغش قبل الإعلان عنها^(٤). ويُقصد بالمعلومات الداخلية المعلومات غير المعلنة، والمحددة، والتي تتعلق بشكل مباشر أو غير مباشر بالأوراق المالية أو بمصدري الأوراق المالية، ومن المحتمل إذا ما نُشِرت أن تؤثر تأثيراً جوهرياً في أسعار الأوراق المالية.

ومن هذا المنطلق؛ فقد حظرت الأنظمة القانونية المقارنة استغلال المعلومات الداخلية في الأسواق المالية. وبالرجوع إلى التشريعات الغربية، نجد أنها قد اهتمت بتنظيم حظر استغلال المعلومات الداخلية، وأغلبُ تشريعاتها قد تعرّضت لعدة تعديلات كما هو الوضع في فرنسا والمملكة المتحدة^(٥).

وبالنسبة إلى الاتحاد الأوروبي^(٦) فقد كان أول توجيه أوروبي فيما يخصّ

(٤) د. عصام حجاب، جريمة استغلال المعلومات الداخلية للشركات المساهمة دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣، ص ٢.

(٥) Charles ARSOUZE & Patrik LEDOUX «L'indemnisation des victimes d'infraction boursières» Bulletin Joly Bourse, n°4, juillet 2006, p 399.

(٦) يسعى الاتحاد الأوروبي European Union، المعروف اختصاراً بـ(EU)، إلى تحقيق أهدافه من خلال الأدوات القانونية المتنوعة الصادرة عنه، وهذه الأدوات بعضها ملزم وبعضها الآخر غير ملزم. ثم إن بعضها يطبق على جميع دول الاتحاد الأوروبي، والآخر يطبق على بعضها. وتنقسم أدوات السلطة التشريعية في الاتحاد الأوروبي على النحو الآتي:

١. اللوائح Regulations: وهي القواعد القانونية الملزمة لجميع الدول الأعضاء، وتدخل حيز التنفيذ في تاريخ محدد في كافة دول الاتحاد الأوروبي، وتتسم هذه اللوائح بأنها ذاتية التنفيذ Self Executing. أي: لا تتطلب من الدول الأعضاء اتخاذ أية إجراءات تنفيذية بشأنها.

٢. التوجيهات Directives: وهي القواعد القانونية التي تحدد هدفاً معيناً يجب على جميع دول الاتحاد الأوروبي تحقيقه، وتترك الحرية لكل دولة من الدول الأعضاء على جدة لتحديد الآلية المناسبة لها من خلال قوانينها الخاصة لتحقيق هذه الأهداف؛ فهذه التوجيهات يجب اعتمادها من الدول الأعضاء من خلال الإجراءات التشريعية.

٣. القرارات Decisions: وهي التي تصدر عن الاتحاد الأوروبي بشأن حالات محددة وتخاطب فئة معينة، قد تكون موجهة إلى الأفراد أو بعض الدول الأعضاء أو الشركات؛ فهي ملزمة وواجبة التطبيق مباشرة بشأن الفئة الموجهة إليها.

٤. التوصيات: وهي غير ملزمة ولا يترتب على مخالفتها أية تبعات قانونية. تُتيح التوصيات لأجهزة الاتحاد الأوروبي إبداء رأيها واقتراح مسار العمل دون فرض أي التزام قانوني على من توجه إليهم هذه القواعد الاسترشادية غير الملزمة.

٥. الآراء: وهي أداة تسمح لأجهزة الاتحاد الأوروبي الرئيسية (المفوضية، المجلس، البرلمان) بإبداء رأيها بشأن مسألة ما. لمزيد من التفاصيل؛ انظر:

Directives and other acts, public on European Union official: Available at: www.europa.eu, Accessed on: 2/2/2022.

الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية بشأن التعامل الداخلي، أو ما يطلق عليه: استغلال المعلومات الداخلية، وهو التوجيه الأوروبي رقم (EEC/592/89) الصادر في 13 نوفمبر 1989.

وفي تاريخ 22 ديسمبر 2003، صدر التوجيه الأوروبي رقم EC/6/2003 الذي جاء بعنوان: (ماهية المعلومات الداخلية والإفصاح عنها، وماهية التلاعب بالسوق، الممارسات غير المشروعة)^(٧). ويُعرف هذا التوجيه الأوروبي بشأن الممارسات غير المشروعة اختصاراً بـ (Market Abuse Directive (MAD).

وفي عام 2014م، نظراً لانتشار الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية بشكل عام، والممارسات الجديدة لاستغلال المعلومات الداخلية، ووفقاً لما أقرته التطورات التكنولوجية؛ فإن التوجيه الأوروبي السابق ذكره أصبح قديماً، ودعت الحاجة إلى إلغائه^(٨)؛ وترتب على ذلك إصدار الاتحاد الأوروبي: لائحة الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية Market Abuse Regulation، والتي تُعرف اختصاراً بـ 2014/596/EU (MAR)، وقد دخلت حيز التنفيذ في 3 يوليو 2016، لتحل محل التوجيه الأوروبي السابق EC (MAD)/2003/6^(٩).

وفكرة هذا الشكل الجديد (لائحة) أكثر صرامة من التوجيه السابق في تعزيز نزاهة الأسواق المالية وحماية المستثمرين؛ من خلال تطبيقها المباشر داخل الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي.

وأما في الدول العربية؛ فلم يتصدَّ المشرِّعون لِحَظْرِ استغلال المعلومات

(٧) Directive 2003/124/EC of the Commission of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC on the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation, Available at: www.europa.eu , Accessed on, 2/2/2022.

(٨) Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3ed, Oxford European Union Law Library, 2014, P.699-700.

(٩) الغاية التي كانت منشودة من التوجيه الأوروبي المُلغى رقم 6 لسنة 2003، والذي يُعرف اختصاراً بـ (MAD)، هي إنشاء إطار قانوني لمكافحة الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية داخل الدول الأعضاء للاتحاد الأوروبي؛ وذلك لضمان العمل الفعال والتمسك عبر الدول الأعضاء؛ إذ كان الأمل يرنو إلى إظهار القوة للمستثمرين الخارجيين، وتحسين التعاون عبر الحدود. انظر:

Available at: <https://www.insiderlog.com/market-abuse-regulation>, Accessed on, 2/2/2022.

الداخلية إلا حديثاً. ويُستدل على ذلك من تاريخ صدور قوانينها؛ فالمشرع الإماراتي قد حظر استغلال المعلومات الداخلية في قانون هيئة أسواق المال للأوراق المالية والسَّح رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠. وأما المشرع المصري فقد حظر استغلال المعلومات الداخلية بموجب القانون رقم ١٢٣ لسنة ٢٠٠٨ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ من خلال إضافة المادة ٢٠ مكرر، وأخيراً المشرع الكويتي لم ينص على هذا الحظر إلا من خلال قانون إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

وتكمن العلة في اختيار اللائحة الأوروبية رقم ٥٩٦ لسنة ٢٠١٤ بشأن حظر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، لما لها من تقدم وتميز في نشاط الأسواق المالية، ثم إنَّها لم تلقَ حظاً من الدراسة في البلدان العربية، فضلاً عن أنَّ التَّعَرُّض لأحكامها سيقودنا إلى القواعد القانونية التي تطبق مباشرة لدى الدول الأعضاء مثل فرنسا، وكذلك بريطانيا على الرغم من خروجها من الاتحاد الأوروبي إلا أنها قد احتفظت بهذه اللائحة وفقاً لما سنتناوله لاحقاً، والسبب في ذلك أن هذه اللائحة ذاتية التنفيذ أي تطبَّق بشكل مباشر داخل الدول الأعضاء دون الحاجة إلى اتخاذ إجراءات بشأنها.

أما السبب في اختيار القانون المصري لأنَّ البورصة المصرية هي الأقدم نشأة في البورصات العربية، وهذا الأمر يستدعي منا الوقوف على التنظيم القانوني لها للموضوع محل البحث، ومن جانب آخر قام الباحث بالتطرق إلى القانون الكويتي والإماراتي لمعرفة مدى وجود التكامل والتناسق بين قوانين دول مجلس التعاون الخليجي تحقيقاً للسوق الخليجية المشتركة، فضلاً عن أنَّ القانون الكويتي يعد حديث النشأة بين قوانين أسواق المال في الدول العربية. وهذا النهج المقارن يرنو إلى الوصول لأفضل الآليات القانونية لمكافحة استغلال المعلومات الداخلية في مجال الأسواق المالية.

٢ - نطاق البحث:

إنَّ الحدودَ الموضوعية تتمثل في المواجهة التشريعية لحظر استغلال المعلومات الداخلية في الأسواق المالية، وبذلك يُستبعد من نطاق البحث الممارسات غير المشروعة التي تعتري الأسواق المالية من مثل التلاعب بالأسعار، ونشر بيانات كاذبة أو مضللة، وغيرها من الممارسات الأخرى.

أما الحدودُ المكانية؛ فإنّها ترتكز بشكلٍ أساسيٍّ على أسواق الأوراق المالية في دولتي الإمارات العربية والكويت وجمهورية مصر العربية، مع مقارنتها بالتنظيم التشريعي لدى المشرّعين البريطاني والفرنسي من خلال اللائحة الأوروبية لحظر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؛ وذلك للوقوف على مواضع التقارب والاختلاف فيما بينها.

٣ - أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من أهمية موضوعه، فالمعلومات الداخلية تؤثر في حركة أسواق المال واستقرارها، ولا سيّما أنّ قوة أسواق المال تعتمد على نشاط الشركات ودرجة إنتاجيتها. وهذه الأخيرة تحاول أن تستقطب لنفسها المستثمرين من خلال البيانات والمعلومات الخاصة بها. ومما لا شك فيه أنّ القرارات التي يُبنى عليها نجاح أو إخفاق سيرٍ أيّ عملية يرتكز على المعلومات المتعلقة بإدارة الأموال واستثمارها من خلال البورصة، فالمعلومات الداخلية تُشكّل ركيزة أساسية تنهض عليها معاملات سوق الأوراق المالية، وتؤثّر في مجرياته.

٤ - مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث في جانبين؛ الأول: عالمي فالنظم القانونية في معالجتها لاستغلال المعلومات الداخلية جدّ متباينة ما بين التشريعات الغربية والعربية؛ وتتفاقم المشكلة حين تكون المعلومة الداخلية عابرةً للحدود. مثال ذلك سيطرة شركة أجنبية واستحوادها على شركة وطنية أخرى مُدرّجة في السوق المحلية؛ فهذه المعلومة تُنشر في السوق المحلية كأنّ تكون ضمن الالتزام بمتطلبات الإفصاح في السوق المحلية. ولكن يبقى المستثمرون في الدولة الأجنبية يجهلون تلك المعلومة الداخلية؛ ومحرومين من اتّخاذ قراراتهم الاستثمارية السليمة.

ومن المتصور أنّ تكون هناك قرصنة للمعلومات (الهاكرز) قد تمت في دولة ما، وأسفرت عن الوصول إلى المعلومات الداخلية التي تؤثر جوهرياً في أسعار الأوراق المالية لشركة مدرجة في دولة أخرى، وتم التعامل بناءً عليها^(١٠). ويثور تساؤل: هل

(١٠) د. محمد شحاته عبد الفتاح، جريمة الاتجار بالمعلومات التفضيلية في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ١٤٣.

نحن بصدد استغلال للمعلومات الداخلية؟ وهل ثمة تعاونٌ دوليٌ بهذا الشأن؟ هذه المسائل وغيرها تستدعي تعزيزَ التعاونِ الدوليِّ بين الأسواق المالية العالمية.

وأما الجانب الثاني فهو إقليميٌّ؛ إذ نصّت الاتفاقيةُ الاقتصادية بين دول مجلس التعاون الخليجيّ، الصادرة بتاريخ ٣١ ديسمبر ٢٠٠١ في المادة الخامسة على الآتي: «بهدف تنمية الاستثمارات المحلية والبيئية والخارجية في دول المجلس، وتوفير بيئة استثمارية تتسم بالشفافية والاستقرار؛ تتفق الدولُ الأعضاء على اتخاذ الإجراءات التالية: ٣-٥ تكامل الأسواق المالية في دول المجلس، وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها».

وفي تحقيق هذا التكامل الاقتصادي بما يتوافق مع متطلبات السوق الخليجية المشتركة، يُلاحظ مدى اختلاف التنظيم القانوني للموضوع محلّ البحث؛ فالمشرّع الإماراتي قد حظر استغلال المعلومات الداخلية على الكافة؛ سواءً أكان متعاملاً أساسياً أم ثانوياً أم من الغير. ثمّ إنّه نصّ صراحةً على بطلان هذا التصرف القانوني؛ وذلك بخلاف المشرّع الكويتي الذي قصّر الحظرَ على المتعامل المطلّع، ومن يحصل على المعلومات الداخلية من قبل شخص مطّلع، ولم يتطرق إلى الجزء المدني. ونقاطُ الاختلاف ليست في ذلك فحسب؛ بل إنّها متعددةٌ سوف نتناولها من خلال البحث.

٥ - منهج البحث:

يعتمد هذا البحث على منهج ذي أبعاد ثلاثة: وصفي وتحليلي ومقارن، من خلال وصف المشكلة محل الدراسة بموجب نصوص القوانين التي حظرت استغلال المعلومات الداخلية ووصفها وصفاً شاملاً، كما سيقوم الباحث بالوقوف على النصوص القانونية التي تناولت تجريم استغلال المعلومات الداخلية وتحليلها؛ بهدف استجلاء مواطن النقص التي تعترضها وصولاً إلى الآليات الملائمة لمكافحة استغلال المعلومات الداخلية، مسترشداً في ذلك بتوصيات المنظمة العالمية للأوراق المالية الأيسكو والقوانين المقارنة محل البحث.

٦ - خطة البحث:

اقتضت طبيعة البحث أن تكون خطته مقسمة على النحو الآتي:

المبحث الأول: السياسات التشريعية في تعريف المعلومات الداخلية.

المبحث الثاني: نطاق استغلال المعلومات الداخلية في التشريعات المقارنة.

المبحث الأول

السياسات التشريعية في تعريف المعلومات الداخلية

يصف غالبية الفقهاء^(١١) استغلال المعلومات الداخلية بأنه عمل غير أخلاقي، وغير عادل، وممارسة تضر بثقة المستثمرين^(١٢)؛ ومن شأن هذا أن يؤثر في سلامة الأسواق المالية^(١٣).

وقد سبق القول: إنَّ الحصولَ على المعلومات الداخلية في حد ذاته لا يعتبر أمراً مجرماً، إذ من حق كل شخص أن يتوصل إلى كل المعلومات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية، أو من مصدري تلك الأوراق (الشركات)، لكنَّ يجب أن يكون الحصولُ على المعلومات الداخلية بطرائقٍ مشروعة^(١٤).

ولكي تتحقَّق الحماية القانونية الفعالة للمعلومات الداخلية، لا بدَّ أن نكون بصدد معلومات داخلية مستوفية الشروط اللازمة؛ بحيث تكون سريةً ومحددة، وتؤثّر في أسعار

(١١) يلاحظ أنَّ ثَمَّةَ جانباً آخرَ من الفقه ذهب إلى وجوب السماح بالتعامل من الداخل، وأنَّ الحظر بشأنه يُثَرِّكُ للشركات من خلال تحديدها للآلية المناسبة لحماية معلوماتها الداخلية؛ كأنَّ يكون ذلك عن طريق العقود الخاصة بها، فاستغلال المعلومات الداخلية في أقصى حالاته يُعدُّ خطأً مدنياً يجب أن يُسَوَّى بين الأطراف المتضررة دون الحاجة إلى تدخل القانون الجنائي.

Anne Hutchinson, 'The Case of Decriminalizing Insider Dealing' 11 Economic Affairs Journal 1990, p. 45. Available at:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1468-0270.1990.tb00760.x>,
Accessed on 1-2-2022.

(١٢) وفي مقابل هذا الرأي، فإنَّ ثَمَّةَ مَنْ أشار إلى أنَّ التعامل من الداخل له مميزات للأسواق المالية والشركات التي يتعامل المطلق في أوراقها المالية، وذلك للأسباب الآتية:
١) يحرك التعامل من الداخل السوق المالية من أجل ورقة مالية معينة نحو السعر الذي سيصل إليها إذا كُشِفَ عن المعلومات الداخلية علناً.
٢) يعتبر التعامل من الداخل بمنزلة آلية تعويض فعالة للمديرين.

Emilios E. Avgouleas "The Mechanics and Regulation of Market Abuse": A Legal and Economic Analysis, 2005, New York, United States: Oxford University Press, p.150.

(١٣) Karnell stated that market integrity, commonly, is negatively defined as "the extent to which investors engage in prohibited trading behaviour" Ester Herlin-Karnell, 'White-collar crime and European financial crisis: getting tough on EU market abuse' (2012) 37 European Law Review, p.481

(١٤) Emmanuel Roger France, Françoise Roggen, Jean Spreutels, Droit pénal des affaires, Bruxelles, Bruylant, 2005, p. 573.

الأوراق المالية، وأن تتعلق بالأوراق المالية أو مصدرها تلك الأوراق (الشركات). لذلك سوف نقسم هذا المبحث إلى مطلبين: نتناول في الأول منهما: التعريفين التشريعي والفقهني للمعلومات الداخلية، وأما الثاني: فنستعرض من خلاله شروط المعلومات الداخلية.

المطلب الأول

التعريفان التشريعي والفقهني للمعلومات الداخلية

تباينت الأنظمة القانونية المقارنة في المسميات التي أطلقتها على المعلومات محل الحماية القانونية؛ إذ سماها المشرع الفرنسي «المعلومات المميزة» Privilegiee Information^(١٥)؛ وأطلقت عليها اللائحة الأوروبية مصطلح المعلومات الداخلية Inside Information، وكذلك أيضاً المشرع البريطاني في قانون العدالة الجنائية. وأما بالنسبة إلى التشريعات العربية؛ فقد أطلق عليها المشرع الإماراتي «المعلومات غير المعلنة أو المُفصَّح عنها»؛ ووصفها المشرعان الكويتي والمصري بـ«المعلومات الداخلية».

وهذا التباين لم يقتصر على المصطلح القانوني للمعلومات محل البحث، بل اشتمل أيضاً على التعريف التشريعي لها، فثمة تشريعات عرّفت ماهية المعلومات الداخلية، وتشريعات أخرى اقتصرت على النص على حظر استغلالها. ولتوضيح ماهية المعلومات الداخلية؛ فإننا سنقسم هذا المطلب على النحو الآتي:

الفرع الأول: التعريفات التشريعية للمعلومات الداخلية.

الفرع الثاني: التعريفات الفقهية للمعلومات الداخلية.

الفرع الأول

التعريفات التشريعية للمعلومات الداخلية

بدايةً أصدر الاتحاد الأوروبي لائحة الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية في ١٦ أبريل ٢٠١٤، وبموجب هذه اللائحة ألغيت كافة التوجيهات الأوروبية السابقة بشأن الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية. وتعرف هذه اللائحة بـ Market Abuse Regulation.

(١٥) Hayne E. Leland, insider trading: should it be prohibited? the Journal of Political Economy, the University of Chicago press, Vol. 100, No. 4. August 1992, p. 860.

ولما كان كل من فرنسا والمملكة المتحدة عضواً في الاتحاد الأوروبي وقت صدور اللائحة الأوروبية في ١٦ أبريل ٢٠١٤، بحيث تمتثلان لتطبيق اللوائح الصادرة عنه، وأهم هذه اللوائح هي لائحة الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية التي تعرف اختصاراً بـ Market Abuse Regulation (MAR)، وهذه اللائحة الأوروبية قد أوجبت على الدول الأعضاء حظر استغلال المعلومات الداخلية والإفصاح غير القانوني عن المعلومات الداخلية، وأهم ما اتسمت به هذه اللائحة وفقاً لما سبق إيضاحه أنها ذاتية التطبيق داخل الدول الأعضاء دون الحاجة إلى اتخاذ إجراءات بشأنها، وبالتالي فإن هذه اللائحة الأوروبية هي القانون الواجب التطبيق في فرنسا والمملكة المتحدة وغيرها من الدول الأعضاء لدى الاتحاد الأوروبي.

ويثور التساؤل لدينا في هذا الصدد، حول مدى سريان لائحة حظر الممارسات غير المشروعة في السوق المالي Market Abuse Regulation (MAR) بالمملكة المتحدة بعد خروجها من الاتحاد الأوروبي، خاصة أنه قد انتشر مؤخراً مصطلح في اللغة الإنجليزية (Brexit)، وهو اختصار لكلمتين: British Exit، تعنيان خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. ونتيجةً لتلك الظروف، فإن التساؤل الذي يثور هنا: هل المملكة المتحدة سوف تصدر تشريعاً جديداً بشأن الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، خاصة لاستغلال المعلومات الداخلية في الأوراق المالية، أو سيبقى تطبيق لائحة حظر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية (MAR)؟.

حسمت هيئة الأسواق المالية البريطانية (FCA) هذا الخلاف بالقول: إن ثمة تحدياً بشأن لائحة حظر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية (MAR)، بعد مغادرة المملكة المتحدة للاتحاد الأوروبي (Brexit)، ويدرّب على ذلك ما يأتي:

خلال الفترة الانتقالية التي تنتهي في ٣١ ديسمبر ٢٠٢٠، يستمر تطبيق قانون الاتحاد الأوروبي، بما في ذلك لائحة إساءة استخدام السوق في الاتحاد الأوروبي EU MAR بالمملكة المتحدة. وفي نهاية الفترة الانتقالية، ستدخل اللائحة الأوروبية الممارسات غير المشروعة EU MAR إلى قانون المملكة المتحدة، وذلك بموجب قانون خاص يُعدّل أحكام اللائحة و(الانسحاب) من الاتحاد الأوروبي. يُضاف إلى ذلك أنه ستجرى تعديلات على لائحة UK MAR؛ للتأكد من أنها تعمل بشكل فعال داخل المملكة المتحدة^(١٦).

وبعد اطلاع الباحث على القانون رقم ٣١٠ لسنة ٢٠١٩ بشأن الانسحاب من الاتحاد الأوروبي، والتعديلات على حظر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية^(١٧)؛ تبين له أنّ المملكة المتحدة قد احتفظت بأحكام اللائحة الأوروبية، والتعديلات التي طرأت على المادة محل الدراسة، لم تأت بأحكام جديدة، واتّسمت غالبية التعديلات بالشكلية المتمثلة في حذف عبارة (الاتحاد الأوروبي) واستبدال (المملكة المتحدة) بها^(١٨).

وخلاصة القول، فإن الباحث سوف يتناول التنظيم القانوني لحظر استغلال المعلومات الداخلية وفقاً لللائحة الأوروبية باعتبار أحكامها هي المطبقة في فرنسا والمملكة المتحدة.

وبالرجوع إلى تعريف المعلومات الداخلية وفقاً لللائحة الأوروبية فقد نصت المادة السابعة منها: «المعلومات ذات الطبيعة الدقيقة، والتي لم يتم الإعلان عنها، وتتعلق بشكل مباشر أو غير مباشر بمصدر واحد أو أكثر أو بوحدة أو أكثر من الأدوات المالية، والتي إذا تم نشرها، فمن المحتمل أن يكون لها تأثير كبير في أسعار تلك الأدوات المالية أو في سعر الأدوات المالية المشتقة ذات الصلة»^(١٩).

(١٧) في تاريخ ١٨ فبراير ٢٠١٩، أصدرت المملكة المتحدة القانون رقم ٣١٠ لسنة ٢٠١٩ الذي جاء بعنوان: (التعديل على اللائحة الأوروبية بشأن الممارسات غير المشروعة، وقواعد الخروج من الاتحاد الأوروبي). للمزيد من التفاصيل؛ انظر:

No. 310/2019/exiting the European union، financial services, the market abuse (amendment) (EU exit) regulations 2019، available at:

<https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2019/310/introduction> , accessed on 4/2/2022.

(١٨) لعلّ أبرز التعديلات الجوهرية التي تطرّق إليها القانون البريطاني رقم ٣١٠ لسنة ٢٠١٩ بشأن الخروج من الاتحاد الأوروبي والتعديلات على لائحة حظر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية - يتمثل في نقل الصلاحيات التي كانت تمتلكها سابقاً هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية ESMA والمفوضية الأوروبية EC إلى هيئة السلوك المالي FCA؛ باعتبارها الجهة التنظيمية المحلية في مجال الأسواق المالية.

(١٩) See Article 7 From REGULATION (EU) No 596/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, of 16 April 2014, on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, Available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/> Accessed on 4/2/2022.

ويُلاحَظ في هذا الشأن أن اللائحة الأوروبية قد عدلت على تعريف المشرع البريطاني للمعلومات الداخلية في المادة ٥٦ - (١) من قانون العدالة الجنائية CJA ١٩٩٣ بأنها «معلومات تتعلق بأوراق مالية معينة أو بمصدر (جهات) معينة، محددة أو دقيقة، لم يتم الإعلان عنها، وإذا تم الإعلان عنها فَمِنَ المُرجَّح أن يكون لها تأثيرٌ كبير في سعر أي أوراق مالية»^(٢٠).

ويرى الباحث أن اللائحة الأوروبية حالفتها الصواب في التعديل على تعريف المشرع البريطاني للمعلومات الداخلية؛ وذلك من عدة جوانب: الأول: أنها تطلبت أن تكون المعلومات الداخلية متعلّقةً بشكل مباشر أو غير مباشر بمصدر الأوراق المالية أو الأوراق المالية ذاتها، ثانياً: أن درجة التأثير المطلوبة هي احتمالية التأثير في حين أنه وفقاً لقانون العدالة الجنائية كان من المرجح أن يكون لها تأثيرٌ كبير؛ وهذا ما يجعل الإثبات أصعب. ثالثاً: ربطت اللائحة الأوروبية التأثير في سعر الأدوات المالية أو في سعر الأدوات المالية المشتقة ذات الصلة، بيد أن قانون العدالة الجنائية قد تطلب فقط أن يكون التأثير في سعر الأوراق المالية.

وانصب هذا التعديل أيضاً على مفهوم المعلومات المميزة لدى المشرع الفرنسي وفقاً لللائحة العامة لسلطة الأسواق المالية الفرنسية AMF المتعلقة بالتلاعب في السوق عام (٢٠٠٩)، والتي عرفتها بأنها «أي معلومات ذات طبيعة دقيقة لم يتم الإعلان عنها للعموم، والمتعلقة بواحد أو أكثر من مصدري الأوراق المالية، أو بورصة أو أكثر، والتي لو تم نشرها يكون لها أثر في سعر الورقة المالية، أو المنتج الذي تتصل به، أو أسعار الأوراق المالية ذات العلاقة»^(٢١).

ويُلاحَظ في هذا الشأن أن اللائحة الأوروبية قد تطلبت احتمالية التأثير في أسعار الأوراق المالية، بخلاف المشرع الفرنسي الذي تطلب أن يكون لها أثر فعلي في سعر الورقة المالية أو المنتج الذي تتصل به، وهذا التوسع من قبل اللائحة يعد من آليات مكافحة استغلال المعلومات الداخلية في الأسواق المالية.

(٢٠) Inside Information Based on section 56-1 of the CJA 1993-123, "inside information" is defined as information which: (i) Relates to particular securities or to a particular issuer(s) and not to securities or issuers of securities generally; (ii) Is specific or precise; (iii) Has not been made public; and (iv) If it were made public, would be likely to have a significant effect on the price of any securities.

(٢١) AMF.Règ.gén, Art 621-1,modifié par Arrêté du 2 avril 2009,JORF du 5avril2009, www.legifrance.gouv.fr/.

وأما في تشريعات الدول العربية؛ فقد نص المشرع المصري بموجب المادة (٣١٩) من اللائحة التنفيذية على أن: « يقصد بالعبارات التالية المعنى المبين قرين كل منها: ... (ج) المعلومات الداخلية: أي من المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين، وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية، أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها»^(٢٢).

ويؤخذ على المشرع المصري أنه قد اقتصر في ربط المعلومات الداخلية على الشركات المدرجة فحسب؛ وهذا الربط الأخير محل نقد؛ لأن المعلومات الداخلية تأتي من عدة مصادر قد يكون من ضمنها الشركات المدرجة. ومن ثم؛ لم يشر هذا التعريف إلى أن المعلومات الداخلية تتعلق أيضاً بالأوراق المالية من حيث تطورها؛ من مثل تجزئة الأسهم أو إصدار أسهم مجانية لزيادة رأس مال الشركة؛ أو استرشاداً بالتشريعات المقارنة. لذلك يرى الباحث ضرورة ربط المعلومات الداخلية بشكل غير مباشر بالأوراق المالية أو مصدرها لتشمل المعلومات الحكومية المتعلقة بمتطلبات الاقتراض أو أسعار الفائدة، وغيرها من المعلومات التي يكون لها تأثير كبير في الأسواق المالية.

وأما المشرع الكويتي، فقد عرف المعلومات الداخلية بموجب المادة الأولى (التعريف) من القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية بأنها: «المعلومات أو البيانات غير المعلن عنها للجمهور، والتي لو أعلن عنها يكون من شأنها التأثير على سعر أو تداولات الورقة المالية».

ويؤخذ على المشرع الكويتي أنه قد استخدم لفظ المعلومات أو البيانات على الرغم من أن الأولى تشمل الثانية، كما أنه قد خالف التوجهات الحديثة في تعريف المعلومات الداخلية المتمثلة بأن المعلومات الداخلية في حال نشرها يكون لها تأثير محتمل في أسعار الأوراق المالية.

وقد جاءت اللائحة التنفيذية للقانون الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ في الكتاب الرابع عشر «سلوكيات السوق» من خلال المادة ٢-٢ بتحديد شروط المعلومات الداخلية حيث نصت على أنه: «يجب أن تتوافر في المعلومات الداخلية الشروط التالية:

(٢٢) أضيفت هذه المادة بمقتضى قرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦، الصادر بتاريخ ٢٩ أبريل ٢٠٠٦، والمنشور على الموقع الإلكتروني www.efsa.gov.eg، تاريخ الاسترجاع ٤-٢-٢٠٢٢.

- ١ - أن تتعلق بورقة مالية أو بشركة مدرجة في البورصة.
- ٢ - ألا تكون متاحة للجمهور بأي شكل من الأشكال.
- ٣ - أن يكون من شأنها التأثير بشكل جوهري على سعر أو تداولات ورقة مالية لو تم الإفصاح عن هذه المعلومة أو توفيرها للجمهور».

ويرى الباحث، أن اللائحة التنفيذية قد جانبها الصواب في مخالفتها للقانون، فاللائحة التنفيذية يقتصر دورها على تنظيم العلاقة بين القانون واللائحة المنفذة له؛ وهذا ما يقتضي منها عدم الخروج عن أحكامه. لكن المادة (٢-٢) أضافت عنصراً جديداً لم يذكره المشرع الكويتي في تعريف المعلومات الداخلية، وهو أن يكون من شأن المعلومات الداخلية التأثير بشكل جوهري على سعر أو تداولات الورقة المالية، فجوهرية التأثير لم ينص عليها القانون الكويتي في تعريف المعلومات الداخلية.

وأخيراً بالنسبة للمشرع الإماراتي، فإنه لم يُعرّف المعلومات الداخلية، ولم يفوض اللائحة في تعريفها، وهذا القصور التشريعي لا يتوافق مع مبدأ الشرعية؛ ولا سيما أنه قد أورد عقوبة جنائية لمستغل المعلومات الداخلية.

الفرع الثاني التعريفات الفقهية للمعلومات الداخلية

احتدم الخلاف الفقهي في بيان مفهوم المعلومات الداخلية؛ إذ ذهب البعض إلى ضرورة التفرقة بين المعلومات الداخلية والمعلومات السرية؛ فأنصار هذا الرأي يزعمون أن الغالب أن تكون المعلومات لمنشأة ما معلومات غير سرية؛ ومع ذلك يشملها الحظر؛ لكونها معلومات مؤثرة في سعر الورقة المالية لتلك المنشأة^(٢٣).

على أننا نرى أن هذا الرأي قد جانبه الصواب؛ إذ ليس المقصود بالسرية السرية المطلقة للمعلومة الداخلية وهي التي لا يعلم بها أحد؛ فهذه المعلومة يندم وجودها، وإنما المقصود بالسرية النسبية؛ فإن لم تكن المعلومات الداخلية سرية؛ فما العقبة من استغلالها؟ فالتشريعات تضيف الحماية القانونية إلى المعلومات الداخلية التي لم تُعلن؛ لأن أغلبية المتعاملين في الأوراق المالية يجهلون، ولكنها لا تحمي من يعلم بالمعلومة الداخلية ولم يستغلها؛ فهذا شأنه الخاص.

(٢٣) د. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠، ص ٣٤١.

وقد دأب الفقه القانوني على تعريف المعلومات الداخلية بأنها المعلومات غير المعلنة، والتي تتعلق بواحد أو أكثر من مصدري الأوراق المالية أو الأوراق المالية ذاتها، وإذا أُعْلِنَ عنها فَمِنَ المحتمل أن يكون لها تأثير جوهري في أسعار الأوراق المالية^(٢٤).

على أنّ هذا التعريف للمعلومات الداخلية لا يتلاءم مع التوجّه الحديث في تجريم التعاملات الداخلية الذي يطالب بالتوسّع في النطاق الموضوعي لتلك المعلومات لتشمل جميع المعلومات، سواءً كانت متعلّقةً بالأوراق المالية أو بمصدريها أو بالمعلومات الخارجية، والتي تؤثر جوهرياً في أسعار الأوراق المالية؛ كما هي الحال في حدوث الكوارث الطبيعية، أو الحروب أو الأحداث أو الأزمات السياسية والاقتصادية^(٢٥).

هذا ويستدلّ الفقه الحديث على ذلك بما حدث في صيف عام (٢٠٠٦) قبيل الهجوم الإسرائيليّ على جنوب لبنان؛ حين قام رئيس الأركان الإسرائيلي ببيع الأسهم التي يملكها في البورصة الإسرائيلية؛ فقد تعرّض للمساءلة القانونية؛ لأنّه قد تصرف بناءً على معلوماتٍ داخلية تتمثّل في نيّة الحكومة الإسرائيلية الهجوم على جنوب لبنان^(٢٦). ولذا نناشد المشرّعين في الدول العربية بضرورة الاسترشاد برأي الفقه الحديث الذي ينادي بالتوسّع المنطقيّ في النطاق الموضوعي للمعلومات الداخلية.

المطلب الثاني

شروط المعلومات الداخلية في الأسواق المالية

تتجسد شروط المعلومات الداخلية، من خلال التعريفات السابقة، في أنها: سرية، ومحددة، وترتبط بالأوراق المالية أو مصدريها، ومؤثرة في الأسعار؛ وسوف نوضح ذلك على النحو الآتي:

١- أن تكون المعلومات سرّية:

يجب أن تكون المعلومات محلّ الاستغلال غير معلنة؛ أي: سرية، لأن أول من يعلم بالمعلومة الداخلية يستطيع أن يحقق أرباحاً غير عادية مقارنة بالآخرين

BONFILS Philippe, Cours Droit pénal des affaires, Edition Montchrestien, (٢٤) Paris, 2009.p259.

Thierry BONNEAU, «Section I – Les abus de marché», in Régulation bancaire (٢٥) et financière européenne et internationale, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 250.

(٢٦) د. جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٤٤.

المتعاملين في الأسواق المالية، وهذا ما يخل بمبدأ المساواة^(٢٧). فإن كانت المعلومات الداخلية غير متاحة لكافة المتعاملين في سوق الأوراق المالية؛ وقام المطلع عليها أو غيره بالتعامل بالأوراق المالية بيعاً أو شراءً؛ تقوم المسؤولية^(٢٨).

وتُعتبر المعلومات غير سرية حين تكون متاحة لجميع المستثمرين وليس الجمهور بشكل عام^(٢٩)؛ بحيث تُتاح لهم إمكانية الوصول الموضوعي وليس الحيازة الفعلية للمعلومات الداخلية.

ويلاحظ أن دراسة شرط السرية يثير أمرين مهمين؛ الأول: يتمثل في نطاق النشر المطلوب، وأما الثاني: فبالنسبة إلى المدّة اللازمة التي يجب أن تمضي للعلم بتلك المعلومة، وهذا يعني أن ثمة فرقاً ما بين نشر المعلومة واستيعابها من قبل المتعاملين في الأسواق المالية^(٣٠).

الأمر الأول: بيان نطاق النشر المطلوب:

يُثار التساؤل في هذا الشأن عن كيفية فقد المعلومة الداخلية طابعها السري؟ هل بمجرد الإعلان عنها بأي طريقة كانت، سواءً بطرائق رسمية حددها القانون، أو غير رسمية؟ للإجابة عن هذا التساؤل انقسم الفقه إلى رأيين: ذهب الأول منهما إلى أن النشر يجب أن يكون طبقاً للشكل الذي استلزمه القانون بشأن الحق في الإعلام، بأن يكون واضحاً غير مُجتزأ، وأن يكون موجهاً إلى عدد غير محدد من جمهور المتعاملين في الأسواق المالية^(٣١)؛ فهذا الرأي يفسر كلمة «النشر» تفسيراً ضيقاً^(٣٢).

Claud Garcin, Op.Cit, p 516. (٢٧)

Maxime BERLINGIN «L'utilisation abusive d'informations privilégiées (délict d'initié)» in L'information financière, Séminaire Vanham & Vanham, Bruxelles, 2015, p. 20. (٢٨)

B. FERON et A. FINK, « les abus de marché et autres délits de marché » in Traité pratique de droit commercial, Tome 5, Volume 1, 2^{éd.}, Waterloo. Wolters Kluwer, 2016, p. 1430. (٢٩)

BONFILS Philippe, op.cit, p. 289. (٣٠)

Stefanie Volz, la surveillance des bourses en France et en Allemagne une comparaison analytique, Université Robert Schuman, Strasbourg III, année universitaire 2002/2003, page 38. (٣١)

Jean François, Le délit d'initié, Presses Universitaires de France, Coll. Que sais-je ? Paris, 1995, p 42. (٣٢)

وهذا النهج اتبعه القضاء الفرنسي؛ فقد قضت محكمة باريس بأن «توصيات المحللين الماليين، بالإضافة إلى تناقضها وذكرها لعبارات غامضة، لا تكفي لإعطاء طابع النشر للمعلومات المتعلقة بمشروع العرض العام قبل إعلان الشركة المستحوذة على المشروع»^(٣٣).

في حين ذهب الجانب الآخر من الفقه إلى أنّ المعلومة تفقد طابعها السريّ بمجرد إعلانها بأيّ وسيلة من وسائل النشر، فيكفي إعلانها في مؤتمر صحفي، أو نشرها في الصحف المتخصصة بالشؤون المالية، أو في الإذاعة أو التلفاز^(٣٤).

وعلى الرغم من أنّ الرأي الأول محل نقد لتمسكه بالشكلية؛ فإننا نؤيده لأنّ التعامل في سوق الأوراق المالية سوف يعلم سلفاً من أين يحصل على المعلومة الداخلية في حال تمّ الإعلان عنها، وسيكون الحصول عليها بطريقة مشروعة ومحددة سلفاً بالقانون. كما أن النشر بالطريقة الرسمية يُرسي معياراً واضحاً، ويقطع دابر أيّ خلاف حول نشر المعلومة من عدمه.

الأمر الثاني: المدة التي يجب أن تمضي للعلم بتلك المعلومة:

يُقصد بها مدة استيعاب المعلومات الداخلية، وهي فترة انتظار المعلومة الداخلية التي تسمح للمستثمر باتخاذ قرار مستنير بناءً على المعلومات الداخلية^(٣٥)، وهذه المدة يجب أن تمضي بعد الإعلان عن المعلومة، حتّى يمكن القول بعلم المستثمرين بها، إذ من المتصور أن تبقى المعلومة سريةً على الرغم من نشرها، ما دامت المدة الكافية لعلم المستثمرين بها لم تمض، وتكمن الصعوبة هنا في المعيار الذي يحدّد المدة الفاصلة بين نشر المعلومات وافتراس علم المستثمرين بها، ومن ثم قيامهم بردة الفعل المناسبة لقراراتهم الاستثمارية. وتحديد ذلك يُترك للسلطة التقديرية لقاضي الموضوع على ضوء الظروف والملابسات التي شابّت عمليات التعامل بالأوراق المالية.

(٣٣) «Les recommandations de la presse fi nancière qui, en plus d'être contradictoires, soit n'évoquent pas une offre publique, soit le font en des termes vagues, ne suffissent pas à donner un caractère public à l'information relative à un projet d'offre publique avant l'annonce du projet par la société acquéreuse». – CA Paris, 5 janvier 2010, n° 09/06017, MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2017 – Commission des sanctions et juridictions de recours 2003-2017, <https://www.amf-france.org>, Accessed on 4/2/2022.

(٣٤) د. عصام حجاب، مرجع سابق، ص ١٠٧.

(٣٥) د. محمد شحاته عبد الفتاح، مرجع سابق، ص ١٨٤.

وبالنسبة إلى توصيات المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية الأيسكو^(٣٦) بشأن شرط السرية؛ فقد انصبت على أمرين^(٣٧) سوف نوضحهما فيما يأتي:

أ - ضرورة تحديد إجراءات نشر المعلومات الداخلية:

تعالج الأنظمة القانونية المختلفة شرط السرية للمعلومات الداخلية بطريقة مماثلة، لكن الاختلاف يكمن في إجراءات نشر المعلومات الداخلية؛ إذ تتطلب بعض الأنظمة القانونية نشر المعلومات الداخلية بالطريقة المحددة في اللوائح، في حين أن بعض الأنظمة القانونية الأخرى لا تحدد إجراءات معينة لنشر المعلومات الداخلية؛ وهذا ما يوجب عليها تحديد ممارسات الإفصاح عن المعلومات الداخلية في أنظمتها القانونية.

كما يجب على الدول أن تأخذ في الحسبان أن إدراك المعلومات الداخلية يختلف ما بين الأشخاص المطلعين وغير المطلعين عليها؛ لذلك توصي المنظمة العالمية للأوراق المالية التشريعات بضرورة وقف تداولات المطلعين؛ لإعطاء فرصة لغير المطلعين لفهم وإدراك المعلومات الداخلية، واتخاذ القرار الاستثماري الملائم بشأنها.

ب - تعزيز التعاون الدولي بشأن المعلومات الداخلية عابرة الحدود

من المتصور أن تكون الأنظمة القانونية داخل الدول الأعضاء قد حددت إجراءات نشر المعلومات الداخلية، لكن تبقى مشكلة قانونية فيما يتعلق بنشر المعلومات الداخلية عبر الحدود. ومثال ذلك المعلومات الداخلية المتعلقة بالاستحواذ المقترح على شركة مدرجة في السوق المحلية، إذ تُستوفى متطلبات الإفصاح في السوق المحلية. ومع ذلك، قد لا تكون هذه المعلومات نُشِرت في الأسواق الأخرى غير المحلية، ويكون المستثمرون فيها غير قادرين على اتخاذ القرار الاستثماري الملائم؛ لعدم علمهم بالمعلومات الداخلية.

وعليه؛ فإن المنظمة العالمية للأسواق المالية توصي الدول الأعضاء بمراعاة الحاجة إلى الإفصاح عن المعلومات الداخلية في الوقت المناسب في جميع الأسواق

(٣٦) «الأيسكو» IOSCO منظمة دولية لهيئات الأوراق، وهي اختصار لـ International Organization of Securities Commissions. أُسِّسَتْ عام ١٩٨٢، وتجمع بين منظمي الأسواق المالية في العالم لهيئات الأوراق المالية. انظر: <https://www.iosco.org> تاريخ الاسترجاع ٢٠٢٢-٤-٢٢.

(٣٧) The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO"، insider trading how jurisdictions regulate it, report of the emerging markets committee, March 2003, Section 1.1.2.1. p. 2.

المالية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الخاصة بالمصدر؛ وذلك من خلال تعزيز التعاون الدولي بين الهيئات التنظيمية.

٢ - أن تكون المعلومة محدّدة

يُقصدُ بالمعلومة المحدّدة تلك المعلومة الدقيقة التي تتعلق بوقائع معيّنة قد حدثت أو من المتوقع حدوثها، ومثال ذلك أن هناك اندماجاً ما بين شركتين^(٣٨). ذلك أن المعلوماتَ غَيْرَ المحدّدة يبقى المطلاع عليها، رغم حيازته لها، مجازفاً ومعرضاً لخطر اتخاذ قرار البيع أو الشراء، ومن ثمّ لا يكون مخالفاً لقوانين الأسواق المالية^(٣٩).

ولم يوضّح المشرّعون الإماراتي والمصري والكويتي المقصود بهذا الشرط، لكنّ اللائحة الأوروبية نصت في الفقرة ٢ من المادة (٧) على تعريف المعلومات المحددة على النحو الآتي: «ووفقاً لأغراض الفقرة ١، تُعتبر المعلومات ذات طبيعة محدّدة إذا كانت تشير إلى مجموعة من الظروف الموجودة أو التي يمكن توقع حدوثها بشكل معقول، أو حدث وقع أو متوقع حدوثه، ويكون محدداً بما يكفي للتمكين من التوصل إلى استنتاج بشأن التأثير المحتمل لتلك المجموعة من الظروف أو الحدث في أسعار الأدوات المالية أو الأداة المالية المشتقة ذات الصلة، أو عقود السلع الفورية ذات الصلة، أو المنتجات التي تم بيعها في الأسواق المالية».

وفي أحد الأحكام الفرنسية، عرّفت محكمة باريس ماهية شرط أن تكون المعلومات الداخلية محددة *L'information précise* بأنها تلك «التي حدثت أو من المحتمل أن تحدث، والتي يمكن من خلالها التوصل إلى نتيجة بشأن التأثير في أسعار الأوراق المالية المعنية. قد يكون هذا هو الحال مع المعلومات حول مشروع محدد بشكل كاف بين الأطراف للحصول على فرص معقولة لتحقيق النجاح، حتى لو كانت هناك شكوك بشأن التحقيق الفعّال لهذا المشروع»^(٤٠).

(٣٨) EMANUEL Gaillard & PINGEL Isabelle, «Les opérations d'initiés dans la communauté économique européenne», Revue Trimestrielle de Droit Européen, Vol 26, n°2, 1990, p329.

(٣٩) د. محمد شحاته عبد الفتاح، مرجع سابق، ص ١٧١.

(٤٠) «L'information précise (définition) Est précise, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, une information qui fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou est susceptible de se produire et dont il est possible de tirer une conclusion quant à l'effet qui peut en résulter sur le cours de l'instrument financier concerné. Tel peut être le cas de l'information sur =

وَيُسْتَخْلَصُ من ذلك أن المعلومات الداخلية المحددة لا يعني حدوثها أن يكونَ على وجه اليقين، بل يُكْتَفَى باحتمالية حدوثها لتعطي ميزةً لحائزها عن سائر المتعاملين في الأسواق المالية.

٣- التأثيرُ في أسعار الأوراق المالية

يُقْصَدُ باشتراط التأثير أن تكون المعلومات على قدر من الأهمية بحيثُ يمكنها تحريك أسعار الأوراق المالية سلباً أو إيجاباً^(٤١). وقد اختلفت القوانين المقارنة بشأن هذا الشرط الذي ينقسم إلى قسمين؛ الأول: هل إحداثُ التأثير المطلوب يكونُ محتَملاً أو ممكناً أو فعلياً في أسعار الأوراق المالية؟ وأما الثاني، فيتمثل في درجة التأثير المطلوبة، وهل يجبُ أن يكون التأثيرُ جوهرياً، أو يُكْتَفَى بالتأثير مهما كانت درجته؟ وتكمنُ أهمية التفرقة بين المناهج الثلاثة في النتائج المترتبة على كل منها، إذ إنَّ المنهج الأول الذي يتطلَّب احتمالية حدوث التأثير فحسبُ سهلُ الإثبات، إضافةً إلى أنه ضدُّ مصلحة المتعامل الداخلي في الأسواق المالية^(٤٢)، وهو أكثرُ تحقيقاً للحماية الجزائية للمعلومات الداخلية؛ لأنَّ من شأنه الإحاطة بجميع المُتَمَهِّمين بالتعامل بناءً على معلومات داخلية، وعدم إفلاتهم من دائرة العقاب^(٤٣).

ومن جانب آخر؛ فقد ذهب البعض إلى أن المنهج الثالث الذي يتطلَّب أن يكونَ نشرُ المعلومات الداخلية قد أحدثَ تأثيراً فعلياً جوهرياً في أسعار الأوراق المالية على الرغم من أنه يحققُ مصلحة المتعامل الداخلي، فإنه ينسجمُ مع كون استغلال المعلومات الداخلية ينطوي على جريمة يتعيَّن أن تتحقق أركانها على نحو واضح^(٤٤).

= un projet suffi samment défi ni entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, même s'il existe des aléas quant à la réalisation effective de ce projet» CA Paris, 22 janvier 2015, n° 13/18202. MARCHÉS FINANCIERS: Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2017 – Commission des sanctions et juridictions de recours 2003-2017, <https://www.amf-france.org>, Accessed on 4/2/2022.

The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", (٤١) insider trading how jurisdictions regulate it, report of the emerging markets committee, March 2003, Section 1.1.2.1. page 4.

(٤٢) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي دولة الكويت: جامعة الكويت، ص ٢٢.

(٤٣) د. سيف إبراهيم المصاروة، الحماية الجنائية لتداول الأوراق المالية دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٢، ص ٢١٣.

(٤٤) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، مرجع سابق، ص ٢٣.

وبتطبيق هذا الشرط على الأنظمة القانونية؛ يُلاحظُ أن المشرع المصري نصَّ في المادة (٢٠ مكرر) من قانون سوق رأس المال على ما يأتي: «... وتحدّد اللائحة التنفيذية نوعية المعلومات التي يكون من شأنها التأثيرُ على عمليات التداول». وكذلك أيضاً المشرع الإماراتي الذي نص في المادة (٣٧) من القانون رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسَّلح على الآتي: «لا يجوز استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية...».

وبنظرة فاحصة لهذه المواد، يتبيّن لنا أن المشرعين المصري والإماراتي قد تبنيّا النهج الذي يتطلب إمكانية التأثير على أسعار الأوراق المالية، هذا إلى أنهما لم يتطلبا أن يكون التأثير جوهرياً.

وبالحديث عن المشرع الكويتي؛ فقد نصَّ في المادة الأولى من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ وتعديلاته في بيان مفهوم المطلع على ما يأتي: «هو أي شخص اطّلع بحكم موقعه على معلومات أو بيانات ذات أثر جوهري، عن شركة مدرجة، لم تكن متاحةً للجمهور». فالمشرع الكويتي تطلب صراحةً أن تُحدّث المعلومات الداخلية تأثيراً جوهرياً، وهذا النهج الضيق لا يتلاءم مع مكافحة استغلال المعلومات الداخلية في الأسواق المالية.

وأما المشرعان البريطاني والفرنسي، فوفقاً للائحة الأوروبية في المادة السابعة منها: «... بأنه إذا تم نشرها، فمن المحتمل أن يكون لها تأثير كبير في أسعار الأدوات المالية، أو في سعر الأدوات المالية المشتقة ذات الصلة».

وقد قضت محكمة باريس بما يأتي: «إنّ لجنة الجزاءات غير مطالبة بإثبات حقيقة التأثير الكبير للمعلومات في أسعار الأوراق المالية»^(٤٥). ويعني ذلك أنه يُكتفى باحتمالية تأثير المعلومات الداخلية على أسعار الأوراق المالية.

وبالنسبة لمنظمة الأيسكو، فقد أوضحت أن تشريعات الدول الأعضاء قد اختلفت إزاء هذا الشرط، فبعضها قد تطلب أن يكون نشر المعلومات الداخلية للجمهور من

(٤٥) « La Commission des sanctions n'est pas tenue de démontrer la réalité de l'infl uence sensible de l'information sur le cours des titres» CA Paris, 15 mai 2008, n° 07/09505, MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2017– Commission des sanctions et juridictions de recours 2003-2017, <https://www.amf-france.org> , Accessed on 4/2/2022.

المُحْتَمَل أن يُحْدِث تأثيراً كبيراً على سعر الأوراق المالية أو قيمتها، وبعضها الآخر استلزم أن يكون نشرها من المُرَجَّح أن يُحْدِث تأثيراً على أسعار الأوراق المالية. لكنَّ النهج الأول يُضفي الحماية اللازمة للأسواق المالية من استغلالها^(٤٦).

وبذلك؛ فإنه يجب على التشريعات العربية أن تنص صراحةً على أن المعلومات الداخلية من المحتمل أن يكون لها تأثير جوهري على أسعار الأوراق المالية.

٤- أن تتعلَّق المعلومة الداخلية بالأوراق المالية أو مصدرها تلك الأوراق (الشركات)

يجبُ إضافةً إلى ما سبق، حتَّى نكونَ بصدد معلومة داخلية، أن تتعلَّق هذه الأخيرة بورقة مالية معينة أو أكثر، أو بمصدر أو أكثر. ويقصد بالأوراق المالية أيُّ حقوق ملكية أو أي دلائل أو بيانات متعارف عليها بأنها أوراق مالية، سواء كانت محلية أو أجنبية، ما دامت هيئة أسواق المال قد وافقت عليها للتداول في أسواق الأوراق المالية الوطنية^(٤٧). ويُقصدُ بمصدر الأوراق المالية الشخصُ الاعتباريُّ الذي يصدر أوراقاً ماليةً، أو يعلن عن رغبته في إصدارها.

وقد نهبت المنظمة الدولية للأسواق المالية (الأيسكو) إلى أن الأنظمة القانونية المقارنة اختلفت إزاء هذا الشرط ما بين اتجاهين مختلفين: الأول ربط المعلومات الداخلية بمصدر معين أو الأوراق المالية الصادرة عن مُصدر معين. أما الاتجاه الثاني، فنصَّ على أنها قد تتعلَّق بوحدة أو أكثر من الأوراق المالية، أو مصدرها تلك الأوراق.

وتوصي منظمة الأيسكو باتِّباع الاتجاه التَّاني؛ لأنه إذا كانت المعلومات الداخلية تتعلَّق بأكثر من مصدر واحد أو ورقة مالية، فهذا يعني أنه يجب أن تتعلَّق أيضاً بالمصدرين الفرديين أو الأوراق المالية المدرجة في مجموعة^(٤٨).

وبتطبيق هذا الشرط على القوانين المقارنة، نجد أنَّ المشرع المصري قد نصَّ في المادة (٢٠) مكرَّر من اللائحة التنفيذية على أن المعلومات الداخلية هي: «المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين، وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية، أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها».

The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", (٤٦) insider trading how jurisdictions regulate it, op..cit, p 4.

(٤٧) د. سيف إبراهيم المصاروة، مرجع سابق، ص ٢١١.

The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO"، (٤٨) insider trading how jurisdictions regulate it,op..cit, p.6.

ويؤخذ على المشرع المصري أنه ربط المعلومات الداخلية بالشركات المدرجة فحسب، وهذا الربط الأخير محل نقد؛ لأن المعلومات الداخلية تأتي من مصادر متعددة من ضمنها الشركات المدرجة، بحيث لا يجوز الاقتصار عليها، فذلك يصيب البيئة التجارية في السوق بالتشتت وعدم الانسجام^(٤٩). هذا إلى أنه لم يُشر إلى أن المعلومات الداخلية تتعلق أيضاً بالأوراق المالية من حيث تطورها، مثل تجزئة الأسهم، أو إصدار أسهم مجانية لزيادة رأس مال الشركة.

أما بالنسبة للمشرع الكويتي، فقد نصت المادة (٢-٢) من «كتاب سلوكيات السوق» على أنه يجب أن تتوافر في المعلومات الداخلية الشروط الآتية: ١- أن تتعلق بورقة مالية أو بشركة مدرجة.... وبذلك؛ فإن المشرع الكويتي حالفه الصواب، قياساً على نظيره المصري، من حيث إنه ربط المعلومات الداخلية ليس فقط بمصدري الأوراق المالية، وإنما بالأوراق المالية ذاتها أيضاً.

ولم يحدد المشرع الإماراتي شروط المعلومات الداخلية كما هي الحال في التشريعات المقارنة، ولم ينص على أنها تتعلق بالأوراق المالية أو مصدري تلك الأوراق؛ وهذا الأمر يجب عليه أن يتداركه.

وبالحديث عن المشرعين البريطاني والفرنسي، فقد اتبعا نهجاً مغايراً بموجب المادة السابعة من لائحة الاتحاد الأوروبي التي نصت على الآتي: «أن تكون المعلومات الداخلية متعلقة بشكل مباشر أو غير مباشر بمصدر واحد أو أكثر، أو بواحد أو أكثر من الأدوات المالية»^(٥٠). ويتضح لنا أن المعلومات المتعلقة بشكل غير مباشر بمصدر أو بالأدوات المالية تتمثل في المعلومات المتعلقة بالاقتصاد الكلي والسياسة وغيرها من المعلومات التي قد يكون من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية^(٥١).

وقد ذهب الفقه الفرنسي إلى أن هذا الشرط يحتوي على مصطلحين غامضين هما: الأوراق المالية ومصدري تلك الأوراق، ومن شأن ذلك أن يقيد من نطاق الحماية المقررة للمعلومات الداخلية؛ لذلك ذهبت اللائحة الأوروبية إلى النص صراحةً على أن

(٤٩) د. عصام حجاب، مرجع سابق، ص ٩٣.

(٥٠) John Sturc, Differences Between US and UK Market Abuse Regimes, p.25, Available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/04/07/differences-between-us-and-uk-market-abuse-regimes> Accessed on 10/2/2022.

B. FERON et A. FINK, op. cit, p. 1443.

(٥١)

تتعلق المعلومات الداخلية بشكل مباشر أو غير مباشر بالأوراق المالية أو مصدرها تلك الأوراق لتشمل المعلومات الحكومية المتعلقة بمتطلبات الاقتراض أو أسعار الفائدة، والتي يكون لها تأثير كبير على الأسواق المالية^(٥٢).

وخلص القول أن التشريعات العربية يشوبها القصور، ولا تواكب التطورات المعاصرة والتعاملات الحديثة التي طرأت على الأسواق المالية، ولا سيما أن من المتصور أن تكون هذه المعلومات غير متعلقة بأوراق مالية، أو بمصدرها تلك الأوراق بشكل مباشر، لكن من شأنها التأثير؛ وهذا ما يتطلب حماية الأسواق من هذا التأثير وإعادة النظر في هذا الشرط.

المبحث الثاني

نطاق استغلال المعلومات الداخلية في التشريعات المقارنة

يتحدد نطاق حظر استغلال المعلومات الداخلية بالنطاقين الشخصي والموضوعي، ويُقصد بالنطاق الشخصي تحديد الأشخاص الذين ينطبق عليهم هذا الحظر. أما النطاق الموضوعي، فيقصد به كلُّ الحالات والأفعال التي تُعدُّ من قبيل استغلال المعلومات الداخلية^(٥٣). وفي حال تحقق النطاقين الشخصي والموضوعي لاستغلال المعلومات الداخلية؛ فإنه يترتب على ذلك قيام المسؤولية القانونية. وعليه، سوف نقسم هذا المبحث إلى مطلبين على النحو الآتي:

المطلب الأول: النطاق الشخصي والموضوعي لاستغلال المعلومات الداخلية.

المطلب الثاني: المسؤولية القانونية عن استغلال المعلومات الداخلية.

المطلب الأول

النطاق الشخصي والموضوعي لاستغلال المعلومات الداخلية

ووفقاً لما سلف بيانه، فإن حظر استغلال المعلومات الداخلية يتحدد بالنطاق الشخصي، وهذا ما سوف نتناوله في (الفرع الأول)؛ وبالنطاق الموضوعي، وسوف نتناوله في (الفرع الثاني).

Susannah Lindenfield, Insider trading in the United States, Canada and the United Kingdom, Institute of Comparative Law, p.100. Available at: <https://escholarship.mcgill.ca/concern/theses/nv935479k>, 10/2/2022.

(٥٣) د. جمال عبد العزيز العثمان، مرجع سابق، ص ٣٤٦.

الفرع الأول النطاق الشخصي لاستغلال المعلومات الداخلية

قد يتصف الأشخاص المحظور عليهم استغلال المعلومات الداخلية، سواءً تمثل فعلهم بالاستغلال الشخصي لها أو بإفشائها للغير، بصفات معينة في بعض القوانين، والتي تُسَمِّدُ من طبيعة الأعمال والوظائف التي يقومون بممارستها^(٥٤)؛ وهذا ما يدفعنا إلى توضيح مفهوم التعامل الداخلي للأشخاص الطبيعيين، ومن ثمَّ نعرِّج على التعامل الداخلي للأشخاص المعنويين.

أ - التَّعاملُ الداخليُّ من قبل الأشخاص الطبيعيين:

قسم الفقه القانوني الأشخاص الذين يستغلون المعلومات الداخلية إلى ثلاث فئات هي: المطلع الرئيسي: وهو الذي يحصل على هذه المعلومات بحُكْم الوظيفة أو المهنة، والمطلع الثانوي: وهو الذي يحصل على المعلومات الداخلية من المطلع الرئيسي، والغير الذي يحصل على المعلومات الداخلية من المطلع الثانوي أو من شخص آخر^(٥٥).

وبتطبيق ذلك على القوانين محلَّ البحث؛ نجد أن المشرِّع المصري ذهب في تحديد النطاق الشخصي، بموجب المادة (٢٠) مكرَّر من قانون سوق رأس المال، إلى ما يأتي: «يُحظَر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز القانونية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها، وغيرها من المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على أوضاع هذه الشركات - التَّعاملُ لحسابهم الشخصي أو الإفصاح عنها للجمهور. كما يُحظَر على هؤلاء إفشاء تلك المعلومات للغير بصورة مباشرة أو غير مباشرة...».

ووفقاً لذلك؛ فإنه يُؤخَذ على المشرع المصري أنه وضع شرطاً مُفترَضاً، تمثل في ضرورة توافر صفة خاصة في الجاني بأن يكون من الأشخاص الذين تتوافر لديهم

(٥٤) عاهد مبارك السعيد، رسالة ماجستير بعنوان: «التعامل بالمعلومات غير المعلنه للشركات المساهمة دراسة مقارنة»، رسالة ماجستير مقدَّمة إلى كلية الحقوق بجامعة الشرق الأوسط، عمَّان، (٢٠١٢)، ص ٤٩.

Frédéric STASIAK, Droit pénal des affaires, 2ème édition, Librairie Générale (٥٥) de Droit et de Jurisprudence, Paris, 2009, p 284.

معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيّدة في البورصة أو نتائج أنشطتها؛ ومن ثمّ فإنّ هذه الجريمة لا تتحقق بالسلوك المكوّن لها، أيّاً كان الفاعل، وإنما يُشترط أن يكون من الأشخاص المذكورين، وهم فئة المطلعين الأساسيين^(٥٦).

وأما المشرع الكويتي، فقد نصّ في المادة (١١٨) من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ على الآتي: «... يعاقب بالحبس كلُّ مطلع انتفع أو استغل معلوماتٍ داخليةً عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية، أو الكشف عن المعلومات الداخلية، أو إعطاء مشورة على أساس المعلومات الداخلية لشخص آخر غير مطلع، كما يعاقب بذات العقوبات أي شخص قام بشراء أو بيع ورقة مالية بناءً على معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع، مع علمه بطبيعة تلك المعلومات، بغرض تحقيق أي منفعة له أو لغيره...».

ويُستخلص من ذلك أن المشرع الكويتي قد حدد النطاق الشخصي لاستغلال المعلومات الداخلية في الشخص المطلع، ومن يحصل على هذه المعلومات الداخلية من قبل الشخص المطلع. ويرى الباحث أن المشرع الكويتي قد أخفق في تحديد النطاق الشخصي؛ لأنه في حال حصول الغير في المعلومات الداخلية من قبل شخص آخر من الغير، فإنه يكون خارج نطاق التجريم.

وجاء نصّ المادة (٣٧) من القانون رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسّلع على النحو الآتي: «لا يجوز استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية؛ لتحقيق منافع شخصية. ويقع باطلاً كلُّ تصرفٍ يتمّ بالمخالفة».

وباستقراء هذا النص؛ يتّضح أن المشرّع الإماراتي حالفه الصواب لأنه لم يتطلب توافر صفة خاصة في مرتكب الفعل المحظور بأن يكون (مطلّعا)؛ فالحظر يشمل كافة الأشخاص سواء كان مطلعاً أو من الغير.

وبالحديث عن المشرّعين البريطاني والفرنسي لتحديد النطاق الشخصي لاستغلال المعلومات الداخلية؛ فقد نصت المادة (٨) من اللائحة الأوروبية على الآتي: «تنطبق هذه المادة على أي شخص يمتلك معلومات داخلية نتيجة:

(أ) عضويته في الهيئات الإدارية أو الإشرافية للمصدر أو مشاركته في السوق.

(٥٦) د. محمد علي سويلم، تداول الأوراق المالية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ٢٠١٣، ص ١٩٩.

- (ب) التملك في رأس مال المصدر.
- (ج) الوصول إلى المعلومات من خلال ممارسة وظيفة أو مهنة أو واجبات.
- (د) تنطبق هذه المادة أيضاً على أي شخص يمتلك معلومات داخلية في ظل ظروف غير تلك المشار إليها في الفقرة الفرعية الأولى حين يعلم هذا الشخص أو يجب أن يعلم أنها معلومات داخلية^(٥٧).

ويلاحظ أن اللائحة الأوروبية فصلت في النطاق الشخصي فذكرت المطلع الرئيسي وأوردت عليه ثلاثة أمثلة؛ ومن ثم تركت الباب مفتوحاً ليشمل الحظر أي شخصٍ حائزٍ للمعلومات الداخلية وهو عالم بطبيعتها أو كان يجب عليه أن يعلم ذلك، وهذا النهج التشريعي هو لإحكام السياج حول استغلال المعلومات الداخلية بحيث لا يمكن إفلات أي شخص من طائلة العقاب في حال قيامه باستغلال المعلومات الداخلية.

وذهبت منظمة الأيسكو إلى أنه يجب أن يخضع جميع الأشخاص الذين يتداولون بناءً على المعلومات الداخلية للعقوبات الجنائية بصرف النظر عن صفتهم (كمطلع أساسي أو ثانوي)، وتمكن أهمية ذلك بأن هذا التنظيم القانوني سوف يشمل المطلع «العرضي» أو المطلع «بالصدفة» "Accidental insider"، وهو شخص ليس لديه حق الوصول إلى المعلومات الداخلية، ولكن تم الحصول عليها من قبل شخص لديه حق الوصول إلى هذه المعلومات بسبب ظروف خاصة، ومثال ذلك على هذه الظروف الاستماع إلى محادثة في المصعد أو عن طريق الهاتف المحمول، أو العثور على مستندات سرية في سلة المهملات، واستلام الفاكس يتم إرسالها إلى رقم خاطئ، وما إلى ذلك^(٥٨).

وعليه، نأمل من المشرّعين الكويتي والمصري أن يسايرا موقف المشرّعين الإماراتي والبريطاني، وتوصيات المنظمة العالمية لهيئات الأسواق المالية من حيث النص صراحةً على حظر استغلال المعلومات الداخلية بالنسبة إلى كافة الأشخاص الحائزين للمعلومات الداخلية، وهم على علم وإدراك لطبيعتها، أو كان يجب عليهم العلم بذلك.

(٥٧) See Article 8 From Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014.

(٥٨) The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op..cit, p.9.

ب - تكريس المسؤولية الجنائية للشخص الاعتباري عن استغلال المعلومات الداخلية

أصبحت مُساءلة الشخص الاعتباري جنائياً حقيقةً لا تحتاج إلى إثبات، ولكي يُساءل الأشخاص الاعتباريون عن جريمة استغلال المعلومات الداخلية؛ لا بدّ أن يكون هذا التصرف (التعامل الداخلي) قد توافرت فيه شروطاً للمسؤولية الجنائية للأشخاص الاعتباريين، والتي تتمثل فيما يأتي^(٥٩):

١ - أن يتصرّف الموظفُ في نطاقِ عمله وطبيعته باسم الشخص الاعتباري.

٢ - أن يتصرّف لمصلحة الشركة ولو جزئياً؛ بحيثُ تنصرف نيته إلى ذلك.

ولما لم تُنصّ التشريعات العربية محل البحث صراحةً على مسؤولية الأشخاص الاعتباريين في حال استغلالهم للمعلومات الداخلية؛ فهل من الممكن تطبيق نصوص الحظر عليهم؟

للإجابة عن هذا التساؤل انقسم الفقه إلى اتجاهين؛ ذهب الأول منهما إلى أن لفظ «شخص» الذي ذكرته بعض التشريعات ينطبق على كافة الأشخاص القانونية، سواءً الشخص الاعتباري أو الشخص الطبيعي، وذلك وفقاً لقواعد التفسير الأصولية بأنّ العام يبقى على عُمومه ما لم يرد ما يخصه. إضافةً إلى أن الشخص الاعتباري يتمتع بوجود فعلي حقيقي، وإدارة مستقلة، وذمة مالية خاصة^(٦٠).

وأما الاتجاه الثاني الذي نشاطه الرأي، فذهب إلى أن المشرّع إذا أراد معاقبة الأشخاص الاعتباريين فلا بدّ من النص صراحةً على ذلك؛ لأن نصوص حظر استغلال المعلومات الداخلية ترصد عقوبات جنائية؛ ومن ثمّ لا يجوز التوسع في تفسيرها^(٦١).

(٥٩) اشترط المشرع الفرنسي لقيام المسؤولية للأشخاص الاعتباريين عن جرائم أسواق المال ضرورة توافر شرطين متلازمين؛ هما: أن تكون الجريمة قد ارتكبت لحسابه، أو بواسطة أعضائه أو ممثليه؛ وذلك وفقاً لنص المادة (١٢١-٢) من تقنين العقوبات الفرنسي، المعدلة بموجب المادة (٥٤) من القانون رقم ٢٠٠٤-٢٠٤، المؤرخ في ٩ مارس ٢٠٠٤ - على أن:

«...Toutefois, les collectivités territoriales et leurs groupements ne sont responsables pénalement que des infractions commises dans l'exercice d'activités susceptibles de faire l'objet de conventions de délégation de service public... », Loi n° 2004-202 du 9 mars 2004 portant adaptation de la justice aux évolutions de la criminalité, JORF du 10 mars 2004, Available at: <http://www.legifrance.gouv.fr>. Accessed on 2-4-2022.

(٦٠) د. شريف سيد كامل، المسؤولية الجنائية للأشخاص المعنوية دراسة مقارنة. (الطبعة الأولى). دار النهضة العربية، القاهرة، (١٩٩٧)، ص ٢٥-٢٦.

(٦١) د. سيف إبراهيم المصاروة، مرجع سابق، ص ١٥٨.

وبالحديث عن المشرع البريطاني؛ فقد نص صراحة على المسؤولية الجنائية للأشخاص الاعتباريين في حال استغلالهم للمعلومات الداخلية؛ وذلك وفقاً للمادة (٨) من اللائحة الأوروبية، والتي نصت على الآتي: «... عندما يكون الشخص شخصاً اعتبارياً، تنطبق هذه المادة أيضاً، وفقاً للقانون الوطني، وكذلك على الأشخاص الطبيعيين الذين يشاركون في قرار تنفيذ تداولات الأوراق المالية لحساب الشخص الاعتباري المعني»^(٦٢).

ويلاحظ في هذا الشأن، أن المشرع المصري قد نص في المادة ٦٨ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدلة بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨^(٦٣) على أن: «يعاقب المسئول عن الإدارة الفعلية للشركة، بالعقوبات المقررة عن الأفعال التي

The article 8 stated that” For the purposes of this Regulation, insider dealing (٦٢) arises where a person possesses inside information and uses that information by acquiring or disposing of, for its own account or for the account of a third party, directly or indirectly, financial instruments to which that information relates. The use of inside information by cancelling or amending an order concerning a financial instrument to which the information relates where the order was placed before the person concerned possessed the inside information. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>, Accessed on. 2-4-2021.

(٦٣) تجدر الإشارة بأن المادة ٦٨ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدلة بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، قد طعن عليها بعدم الدستورية، واستند الطاعن إلى أن هذه المادة تخالف مبدأ شخصية العقوبة، وشخصية المسؤولية الجنائية، لافتراضها مسؤولية القائم بالإدارة الفعلية للشركة عن الأفعال التي ترتكب بالمخالفة لأحكام القانون، وتحميله تبعات جريمة ارتكباها غيره، بما يمثل افتتاتاً على اختصاص السلطة القضائية، إلا أن المحكمة الدستورية العليا قد رفضت الدعوى مبررة ذلك بأن: «ويسأل عن هذه الجريمة المسئول عن الإدارة الفعلية للشركة، والذي يجب دوماً أن يكون من الأشخاص الذين يعهد إليهم بقسط من نشاط الشركة يمارسه نيابة عنها، ويرتبط بتنفيذ الالتزام القانوني الذي فرضه المشرع عليها، وجعل الإخلال به جريمة حرصاً منه على التزام الشركات العاملة في سوق رأس المال بالضوابط التشريعية، ليكون مناهج مسئوليته عن الجريمة ثبوت مسئوليته عن الإدارة الفعلية للشركة في حدود الصلاحيات الممنوحة له، وهو يسأل عن فعله شخصياً، ولو كان ارتكابه للجريمة قد تم باسم الشركة وحسابها ولمصلحتها، دون أن يقيم النص المشار إليه مسئوليته عن فعل الغير، أو يقرر مسئوليته عن الجريمة المنسوبة إليه خارج نطاق الاختصاص والسلطة المعهود له بمباشرتها نيابة عن الشركة، ذلك أن الجريمة لا تقوم بحقه إلا بتوافر أركانها، والتي يتعين دوماً على سلطة الاتهام إثباتها كاملة».

الحكم الصادر في الدعوى المقيدة بالمحكمة الدستورية العليا برقم ١٨٦ لسنة ٢٣ قضائية دستورية، والمنشور في الجريدة الرسمية، العدد ٤٢ مكرر في ٢٢ أكتوبر سنة ٢٠١٨م.

ترتكب بالمخالفة لأحكام هذا القانون، متى ثبت علمه بها وكانت المخالفة قد وقعت بسبب إخلاله بواجباته الوظيفية. وتكون أموال الشركة ضامنة في جميع الأحوال للوفاء بما يحكم به من غرامات مالية».

ويرى الباحث أن العقوبة المقررة على الشخص الاعتباري (الشركة) هي عقوبة غير مباشرة باعتبار أن الشركة ضامنة في حال عدم قيام المسؤول عن الإدارة بالوفاء بقيمة الغرامات المالية، فالشخص الاعتباري وفقاً للقانون المصري لا يعاقب بالغرامة المالية مباشرة وإنما العقوبة الجنائية تصدر على المسؤول عن الإدارة الفعلية، وفي حال عدم قيامه بالوفاء فإن الشركة تقوم بدفع الغرامة المالية باعتبارها ضامنة.

وخلاصة القول أنه يتعين على المشرعين في الدول العربية إقرار المسؤولية الجزائية للأشخاص الاعتباريين صراحة كما هي الحال في التشريعات الأوروبية؛ نظراً للدور الكبير للأشخاص الاعتباريين من جانبين؛ الأول: أن الأوراق المالية التي تتداول في البورصة صادرة عن الأشخاص الاعتباريين. وأما الثاني فإن أغلب المتعاملين بالأوراق المالية هم الشركات الكبرى، مثل شركات التأمين وشركات الاستثمار. إضافة إلى أن التشريعات حصرت ممارسة الوساطة المالية للأشخاص الاعتباريين، وبناءً عليه يجب إقامة المسؤولية الجزائية للأشخاص المعنويين، ووضع العقوبات التي تتلاءم مع طبيعتهم.

الفرع الثاني

النطاق الموضوعي لاستغلال المعلومات الداخلية

يُقصد بالنطاق الموضوعي تحديد الحالات أو الصور التي تعد من قبيل التعاملات الداخلية. ويرى الفقه أن حالات التعامل الداخلي تتمثل في صورتين: تظهر الصورة الأولى في الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية، وهذه هي الصورة الاعتيادية. أما الصورة الثانية، فهي إنشاء المعلومات الداخلية للغير^(٦٤)، وسوف نوضح ذلك على النحو الآتي:

أ - الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية:

ينقسم الاستغلال الشخصي إلى صورتين، تتجلى الأولى منهما في الاستغلال

(٦٤) د. عصام حجاب، مرجع سابق، ص ١٥٤.

الشخصي المباشر الذي يتمثل في الصورة الاعتيادية، إذ يقوم من يحوز المعلومات الداخلية بالتعامل بالأوراق المالية، سواء بالبيع أو بالشراء، باسمه ولحسابه. أمّا الصورة الثانية، فتتمثل في الاستغلال الشخصي غير المباشر، بحيث يقوم من يحوز المعلومات الداخلية بتسخير غيره لمصلحته الشخصية، ويقوم الوسيط بإجراء التعامل الداخلي باسمه، ولمصلحة حائزها^(٦٥).

وبتطبيق الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية على القوانين المقارنة محل البحث؛ يلاحظ أن المشرع المصري تطرّق إلى حالة الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية في المادة (٢٠) مكرر من قانون سوق المال؛ فقد نصّت على ما يأتي: «يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز القانونية للشركات - التعامل معها لحسابهم الشخصي، أو الإفصاح عنها للجمهور...».

ويؤخذ على المشرع المصري أنه تطلب أن يكون هذا التعامل لحسابه الشخصي، فإذا كان تعامل المطلع لحساب الغير، يكون خارج نطاق هذا الحظر التشريعي، كأن يكون التعامل لحساب زوجته أو ابنه القاصر، والقول بخلاف ذلك يجعل هناك توسعاً في تفسير النصوص الجنائية، وهذا أمرٌ غير مقبول.

وكذلك المشرع الإماراتي أيضاً، إذ نصت المادة (٣٧) على الآتي: «لا يجوز استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر في أسعار الأوراق المالية؛ لتحقيق منافع شخصية...».

وباستقراء هذا النص؛ يتضح أن المشرع الإماراتي جانبه الصواب؛ إذ لم يحظر سوى الانتفاع الشخصي. فإن كان الفعل يتمثل في إفشاء المعلومات الداخلية للغير، أو تحقيق منافع له؛ فإن مرتكب هذا الفعل لا يقع تحت طائلة العقاب.

أما موقف المشرع الكويتي من هذه الصورة، فيتضح في المادة (١١٨) التي نصّت على الآتي: «يعاقب بالحبس ... كل مطلع قام ببيع أو شراء ورقة مالية أثناء حياته لمعلومات داخلية عنها، أو كشف عن المعلومات الداخلية، أو أعطى مشورة على أساس المعلومات الداخلية لشخص آخر. كما يعاقب بذات العقوبات أي شخص قام بشراء أو بيع ورقة مالية، بناء على معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع، مع علمه بطبيعة تلك المعلومات؛ بغرض تحقيق أي منفعة له أو لغيره».

(٦٥) د. جمال عبد العزيز العثمان، مرجع سابق، ص ٣٥٨.

ويلاحظ أن المشرع الكويتيَّ جانبه الصوابُ بدايةً من خلال تطلبه أن يكون المتعامل مطلعاً أو قد حصل على المعلومات الداخلية من قبل شخص مطلع، وأن يقومَ باستغلال المعلومات الداخلية في شراء أو بيع الأوراق المالية، هذا إلى أن النصَّ لا يطبق في حالة استغلال المعلومات الداخلية عن طريق الاحتفاظ بالأوراق المالية. ومثال ذلك رغبةُ المطلع في بيع أوراقه المالية، وذلك بعد علمه بالمعلومة الداخلية التي يحتفظُ بها. وبالنظر لذلك؛ فإن هذا الحظرَ لا ينطبق إذا ما كُنَّا بصدد أيِّ تصرف قانونيٍّ آخرَ دون البيع أو الشراء للأوراق المالية، لذا يجب على المشرع الكويتي أن يتدارك هذا القصور التشريعي.

وبالحديث عن اللائحة الأوروبية؛ فقد نصت المادة (٨) على ما يأتي: «لأغراض هذه اللائحة، يكون استغلالاً للمعلومات الداخلية عندما يحصل الشخص على معلومات داخلية ويستخدم تلك المعلومات مباشرة لحسابه الخاص، أو بشكل غير مباشر لحساب طرف ثالث، كما يعد استغلالاً للمعلومات الداخلية في حال قيام الشخص بإلغاء أو تعديل أمر التداول الذي يتعلق بالأداة المالية للمعلومات الداخلية، والتي قام بها قبل أن يعلم بالمعلومات الداخلية»^(٦٦).

ويستخلص أن اللائحة الأوروبية قد حظرت صراحة استغلال المعلومات الداخلية بشكل مباشر لحساب الشخص الذي يعلم عنها، أو بشكل غير مباشر، كما أنها استحدثت صورة لا نظير لها في التشريعات العربية محل البحث، وهي حالة إلغاء أمر التداول أو تعديله بعد علم الشخص بالمعلومات الداخلية؛ فقد اعتبرت ذلك استغلالاً لها.

ب - إفشاء المعلومات الداخليَّة:

لم تقتصر التشريعات المقارنة على حظر استغلال المعلومات الداخلية؛ إذ أقرت التزاماً آخر هو ضرورة المحافظة على المعلومات الداخلية وعدم إفشائها للاستفادة

The article 8 stated that” For the purposes of this Regulation, insider dealing (٦٦) arises where a person possesses inside information and uses that information by acquiring or disposing of, for its own account or for the account of a third party, directly or indirectly, financial instruments to which that information relates. The use of inside information by cancelling or amending an order concerning a financial instrument to which the information relates where the order was placed before the person concerned possessed the inside information. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>, Accessed on 7-4-2022.

منها^(٦٧). ويرى الباحث أنّ من الأفضل أن نطلق عليها: «إفشاء المعلومات الداخلية» دون ربطها بلفظ «الغير»؛ فعبارة «إفشاء المعلومات الداخلية للغير» قد توحي بأنّ هذه الصورة تكون في حال إفشاء المُطَّلَعِ المعلوماتِ الداخليةِ للغيرِ فحسب؛ ذلك أن من المتصور أيضاً أن يقوم بتسريب المعلومات الداخلية شخص آخر غير المُطَّلَعِ، وذلك بأن يكونَ هذا الإفشاء من الغير إلى الغير.

ومن القضايا الشهيرة المتعلقة بإفشاء المعلومات الداخلية^(٦٨)، ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية في قضية *Matter of cady ,roberts and co*، حيث تتمثل وقائع القضية بأن مجلس إدارة شركة *Curtiss-Wright Corporation*، قد قرر خفض الأرباح السنوية للشركة، فاعتمد سمسار شركة الوساطة على هذه المعلومة؛ وقام بنصح عملائه ببيع أسهم شركة *Curtiss-Wright* قبل الإعلان عن المعلومات الداخلية، وانخفاض قيمة سهم الشركة.

وتكمن الإشكالية القانونية التي واجهت المحكمة الأمريكية العليا بأن السمسار الذي أفشى المعلومات الداخلية لم يحقق أرباحاً من معرفته للمعلومة الداخلية أي ما يعرف بالاحتيايل المباشر، ولكن الشخص الذي «تم إبلاغه» بالمعلومات هو الذي قد حقق الأرباح.

وقد ذهبت المحكمة الأمريكية العليا بأن المعلومات تخص الشركة، وبالتالي فإن أي استخدام لها من قبل أي فرد لتحقيق مكاسب شخصية يقع ضمن محظورات القاعدة القانونية ١٠ ب ٥ من قانون سوق الأوراق المالية لعام ١٩٣٤. وقد أرست المحكمة الأمريكية العليا مبدأ قانونياً أصبح يُعرف باسم «قاعدة الإفصاح أو الامتناع»، «disclose or abstain» والتي بموجبها يجب على المطلع الذي يمتلك معلومات جوهرية غير معلنة الكشف عن هذه المعلومات قبل التداول، وإذا كان الإفصاح غير ممكن لاعتبارات يحددها القانون، فيجب عليه الامتناع عن التداول في أسهم تلك الشركة. ومن هنا لا بد من بيان موقف التشريعات المقارنة من حظر إفشاء المعلومات

(٦٧) Alain COURET & Hervé LE NABASQUE, Droit financier, 2ème édition, Edition Dalloz, Paris, 2012, p 1136.

(٦٨) IN THE MATTER OF CADY, ROBERTS & CO. File No. 8-8925. Promulgated November 8, 1961, Available at: <https://insidertrading.procon.org/sourcefiles/CadyRobertsCo.pdf>, Accessed on: 19-9-2022.

الداخلية للغير؛ فقد ذهب المشرع المصري في نص المادة (٢٠) مكرر إلى ما يأتي: «يُحظر على الأشخاص ... كما يحظر على هؤلاء إفشاء تلك المعلومات للغير، بصورة مباشرة أو غير مباشرة».

يتضح لنا أن المشرع المصري قد تطرق صراحة إلى الإفشاء بصورتيه: الإفشاء الذي يتم بشكل مباشر من خلال قيام المطلع بنقل هذه المعلومات للغير، والإفشاء الذي يكون بصورة غير مباشرة كأن يُبدي المطلع النصيحة للغير بالشراء أو البيع، مع أنه لم يَقم بالإفشاء على نحو مباشر. ويرى الباحث أن المشرع المصري قد جانبه الصواب في حصر تجريم إفشاء المعلومات الداخلية بالشخص المطلع فقط. أما المشرع الإماراتي، فوفقاً لما سبق أن أوضحناه لم يحظر هذه الصورة من صور استغلال المعلومات الداخلية، ويجب عليه أن يتدارك هذا الأمر.

وقد سار المشرع الكويتي على ذات نهج المشرع المصري؛ إذ نصت المادة (١١٨) على الآتي: «... كل مَطَّلِع قام ببيع أو شراء ورقة مالية أثناء حيازته لمعلومات داخلية عنها، أو كشف عن المعلومات الداخلية أو أعطى مشورة على أساس المعلومات الداخلية لشخص آخر. كما يعاقب بذات العقوبات أي شخص قام بشراء أو بيع ورقة مالية بناء على معلومات داخلية حصل عليها من شخص مَطَّلِع، مع علمه بطبيعة تلك المعلومات بغرض تحقيق أي منفعة له أو لغيره».

وبذلك يكون المشرع الكويتي حَظر على المطلع إفشاء المعلومات الداخلية للغير؛ وذلك بإيراد عبارة «الكشف عن المعلومات الداخلية» أو «إعطاء المشورة بناء عليها»، وهاتان الحالتان تندرجان تحت صور إفشاء المعلومات الداخلية.

وقد ذهب اللائحة الأوروبية وفقاً لنص المادة (١٠) من لائحة إساءة استخدام السوق، التي جاءت بعنوان: «الإفصاح أو الإفشاء غير القانوني للمعلومات الداخلية» Unlawful disclosure of inside information - إلى ما يأتي: «لأغراض هذه اللائحة، يكون الإفشاء غير قانوني عن المعلومات الداخلية عندما يحصل الشخص على معلومات داخلية ويفصح عن تلك المعلومات لأي شخص آخر، باستثناء الحالات التي يتم فيها الكشف أثناء الممارسة العادية لوظيفة أو مهنة أو الواجبات. تنطبق هذه الفقرة على أي شخص طبيعي أو اعتباري في الحالات أو الظروف المشار إليها في المادة (٨) ...».

٢- لأغراض هذه اللائحة؛ فإن الكشف بناءً على التوصيات المشار إليها في المادة (٢/٨) يرقى إلى مستوى الكشف غير القانوني عن المعلومات الداخلية بموجب هذه المادة، حين يعلم الشخص الذي يفصح عن التوصية أو المشورة بأنها تستند إلى المعلومات الداخلية.

ويلاحظ أن هذه اللائحة قد حظرت إفشاء المعلومات الداخلية من قبل أي شخص ولأي شخص آخر، وكذلك القيام بإبداء التوصيات بناءً على علمه بأنها تستند إلى معلومات داخلية، وهذا التوسع محمود للحد من استغلال هذه المعلومات الداخلية.

وقد أوصت منظمة الأيسكو المشرعين بضرورة النص على أن: «يحظر على أي شخص القيام باستغلال المعلومات الداخلية بصورة غير قانونية سواء لمصلحته أو لمصلحة شخص آخر، فإن هذا يعد توسعاً في النطاق الموضوعي لحظر استغلال المعلومات الداخلية، بحيث يشمل ذلك تقديم توصيات الشراء أو البيع أو: «حث شخص آخر على الاشتراك من أجل شراء أو بيع أو الدخول في اتفاقية للاشتراك في أي منها أو شرائها أو بيعها بناءً على المعلومات الداخلية»^(٦٩).

المطلب الثاني

المسؤولية القانونية لاستغلال المعلومات الداخلية

ذهبت المنظمة الدولية الأيسكو إلى توصية الدول بضرورة التشدد في العقوبات الجنائية بشأن استغلال المعلومات الداخلية بحيث يمكن معاقبة المتعامل الداخلي بالسجن لمدة تصل إلى ١٠ سنوات، وغرامة مالية لا تقل عن الربح المحقق وحتى ١٠ أضعاف الأرباح المحققة^(٧٠).

وعليه، تباينت التشريعات المقارنة محل البحث بشأن العقوبات الجنائية المرتبة على استغلال المعلومات الداخلية؛ فقد نص المشرع المصري في المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ المعدلة بالقانون رقم (١٧) لسنة ٢٠١٨ على الآتي: «مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون

The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", (٦٩) insider trading how jurisdictions regulate it,op..cit, p.11.

The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", (٧٠) insider trading how jurisdictions regulate it,op..cit, p.17.

آخر، يعاقب بالحبس مدّة لا تقلُّ عن سنتين، وبغرامةٍ لا تقل عن خمسين ألف جنيه، أو ما حققه المخالف من نفع مؤثّم أو توقاه من خسائر أيهما أكبر، ولا تزيد على (٢٠) مليون جنيه أو مثلي ما حققه المخالف من نفع مؤثّم أو توقاه من خسائر أيهما أكبر، أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من...، أو تعامل في الأوراق أو الأدوات المالية بالمخالفة للأحكام المنصوص عليها في المادة (٢٠ مكرراً) من هذا القانون».

وبالتأمل في التعديل الأخير للنص، يتبين أن المشرع المصري قد عدل في سياسته التشريعية للعقوبة الجنائية المترتبة على استغلال المعلومات الداخلية، حيث أضاف الغرامة النسبية إلى جانب الغرامة المحددة، تحسباً لأن تكون الأرباح المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها تتجاوز مبلغ خمسين ألف جنيه، لذلك فقد وضع معياراً عاماً أيهما أكبر الغرامة المحددة أو النسبية، بحيث تكون عقوبة الغرامة في حدها الأدنى لا تقل عن خمسين ألف جنيه أو ما حققه المخالف من نفع مؤثّم أو ما توقاه من خسائر أيهما أكبر، وجعل الحد الأقصى للغرامة لا يزيد على ٢٠ مليون جنيه أو مثلي ما حققه المخالف من نفع مؤثّم أو ما توقاه من خسائر أيهما أكبر.

أما المشرع الإماراتي، فقد نصّ في المادة (٤١) على الآتي: «يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر، ولا تتجاوز ثلاث سنوات، وبالغرامة التي لا تقل عن مئة ألف درهم، ولا تتجاوز مليون درهم، أو بإحدى هاتين العقوبتين - كلٌّ من خالف أحكام المواد: ٣٦، ٣٧، ٣٩ من هذا القانون».

ويلاحظ أن المشرع الإماراتي تبني مبدأ الغرامة المحددة دون النسبية؛ فعدم مرونة الغرامة قد يصعب تصوّرها في حالات يكون فيها تحقيق أرباح ضخمة ناتجاً من استغلال المعلومات الداخلية؛ من خلال تنفيذ صفقات كبيرة جداً في بورصة الأوراق المالية. وتبدو هذه العقوبة هشة في تحقيق الحماية اللازمة للأسواق المالية.

أما المشرع الكويتي، فقد تبني الغرامة المختلطة وهي التي تجمع بين الغرامتين النسبية والمحددة، وهذا النهج يحقق الحماية اللازمة للأسواق المالية من استغلال المعلومات الداخلية، فقد نصت المادة (١١٨) على الآتي: «يعاقب بالحبس مدّة لا تتجاوز خمس سنوات، وبالغرامة التي لا تقل عن قيمة المنفعة المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها، أو بمبلغ عشرة آلاف دينار أيهما أعلى، ولا تتجاوز ثلاثة أضعاف قيمة المنفعة المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها، أو بمبلغ مئة ألف دينار أيهما أعلى، أو بإحدى هاتين العقوبتين».

وبالنسبة إلى المشرع الفرنسي، فالعقوبة المقررة وفقاً للمادة L. 465-1 من القانون رقم 819 لسنة 2016 هي السجن لمدة 5 سنوات، وغرامة قدرها 100 مليون يورو، ويمكن زيادة هذا المبلغ حتى عشرة أضعاف مبلغ المنفعة المستمدة من المخالفة، دون أن تكون الغرامة أقل من هذه الفائدة^(٧١). وفي حال ارتكاب جريمة استغلال المعلومات الداخلية من قبل الأشخاص الاعتباريين، فإنه وفقاً للمادة (131) من القانون الجنائي رقم 392/96 الصادر بتاريخ 13 مايو 1993: «يخضع الأشخاص الاعتباريون لعقوبة الغرامة التي تساوي خمسة أضعاف العقوبة المقررة للأشخاص الطبيعيين»^(٧٢).

وهذا التشدد بحق الأشخاص الاعتباريين يسوّغُه أنّ عقوبة الحبس التي تطبق على الأشخاص الطبيعيين غير قابلة للتطبيق على الأشخاص الاعتباريين^(٧٣). ونأمل من التشريعات العربية أن تحذو حذو المشرع الفرنسي.

الخاتمة

تطرّقنا، من خلال هذا البحث، إلى المواجهة التشريعية لحماية المعلومات الداخلية في الأسواق المالية؛ فتناولنا ماهية المعلومات الداخلية، ومن ثم عرّجنا على الحماية القانونية لحظر استغلال المعلومات الداخلية، وانتهينا إلى النتائج والتوصيات الآتية:

أولاً- النتائج

- 1 - نهجت التشريعات المقارنة على اعتبار استغلال المعلومات الداخلية جريمة من جرائم أسواق المال.
- 2 - لم يعرف المشرع الإماراتي ماهية المعلومات الداخلية، على الرغم من أنه قد أورد عقوبات جنائية في حال استغلالها، وهذا القصور التشريعي لا يتوافق مع مبدأ الشرعية.

(٧١) L. 465-1, I, La loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

(٧٢) Article 131, La loi n° 96-392 du 13 mai 1996 Code penal.

(٧٣) د. حسين بوعركي، الحماية القانونية لأسواق المال في التشريعين الفرنسي والكويتي، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص 175.

- ٣ - أخفق المشرعان المصري والكويتي في تعريف المعلومات الداخلية، فقد ربطها المشرع المصري بشركات المساهمة، وهذا الربط يؤدي إلى تشتت البيئة التجارية. أما المشرع الكويتي، فلم يوضح أنها قد تتعلق بشكل مباشر أو غير مباشر بالأوراق المالية أو مصدريها.
- ٤ - تطلبت اللائحة الأوروبية في تعريفها للمعلومات الداخلية أن تتعلق بشكل مباشر أو غير مباشر بالأوراق المالية أو مصدريها، وهذا الارتباط غير المباشر لم تتناوله التشريعات العربية على وجه الإطلاق.
- ٥ - أوصت المنظمة الدولية للأسواق المالية (الأيسكو) الدول الأعضاء بالنص في تشريعاتها على أن المعلومات الداخلية إذا نُشِرتْ فإنَّ من المحتمل أن يكون لها تأثيرٌ كبيرٌ على الأوراق المالية، وهذه الدرجة من التأثير لم تنص عليها التشريعات العربية.
- ٦ - حظر المشرع الإماراتي استغلال المعلومات الداخلية على كافة الأشخاص، في حين تطلب المشرع المصري لتطبيق الحظر أن تتوافر صفة خاصّة في الجاني بأنَّ يكونَ من الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلوماتٌ عن المراكز المالية للشركات المقيّدة في البورصة أو نتائج أنشطتها. وبالنسبة إلى المشرع الكويتي، فإن الحظر ينحصر في الشخص المطلع ومن يحصل على المعلومات الداخلية من الشخص المطلع.
- ٧ - توسعت اللائحة الأوروبية في النطاق الموضوعي لحظر استغلال المعلومات الداخلية، واعتبرت أن قيامَ الشخص بإلغاء أو تعديل أمر التداول الذي يتعلق بالأداة المالية للمعلومات الداخلية، والذي قام به قبل أن يعلم بالمعلومات الداخلية، يُعدُّ استغلالاً لهذه المعلومات.

ثانياً- التوصيات

- وفي ضوء ذلك، نقدّم بعض التوصيات التي أشرنا إليها سلفاً في مواضع متفرقة من هذا البحث؛ أملين أن تكون نبراساً للجهات التشريعية والرقابية ذات الصلة بالأسواق المالية، ونجملها فيما يأتي:
- ١ - نوصي المشرع الإماراتي بضرورة تعريف المعلومات الداخلية، وكذلك نوصي

المشرّعين المصري والكويتي بإعادة النظر في تعريف المعلومات الداخلية، وأن تُعرّف بأنها: «المعلومات السرية ذات الطبيعة الدقيقة، والتي تتعلق بشكل مباشر أو غير مباشر بمصدر واحد أو أكثر أو بوحدة أو أكثر من الأدوات المالية، وإذا نُشِرتْ، فَمِنَ المُحتمل أن يكون لها تأثير كبير في أسعار تلك الأدوات المالية أو في سعر الأدوات المالية المشتقة ذات الصلة».

٢ - يجب على المشرّعين الكويتي والمصري التوسع في النطاق الشخصي لحظر استغلال المعلومات الداخلية، بحيث يشمل الحظر كل شخص حائز للمعلومات الداخلية، وهو على علم بطبيعتها أو يجب عليه العلم بذلك.

٣ - يجب على المشرع الإماراتي النص صراحة على حظر إفشاء المعلومات الداخلية، فهذا الإفشاء يعد من أوجه استغلالها.

٤ - التوسع في النطاق الموضوعي لاستغلال المعلومات الداخلية في التشريعات العربية، واعتبار قيام الشخص بإلغاء أو تعديل أمر التداول الذي يتعلق بالأداة المالية للمعلومات الداخلية - استغلالاً لهذه المعلومات، ولو قام به قبل أن يعلم بها.

٥ - نهيب بالتشريعات العربية إلى ضرورة إقرار المسؤولية الجنائية على الأشخاص الاعتباريين؛ من خلال تضمين قوانين البورصة نصوصاً صريحة تقرر المسؤولية الجنائية عن استغلال المعلومات الداخلية.

٦ - ضرورة تعزيز التعاون الدولي في الإفصاح عن المعلومات الداخلية، ولا سيّما مع وجود معلومات داخلية عابرة للحدود، لذلك يجب أن يكون الإفصاح عن المعلومات الداخلية في كافة الأسواق المالية المدرجة بها، وفي الوقت ذاته.

٧ - نوصي المشرّع الإماراتي بضرورة الأخذ بالغرامة النسبية في جريمة استغلال المعلومات الداخلية، وعدم تحديد قيمة الغرامات المقررة. على أن يُراعى في الغرامة النسبية قيمة ما حققه الجاني من كسب، أو تجنبه من خسارة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

١ - الكتب العامة والمتخصصة:

- د. أحمد عبد الرحمن الملحم. حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية دراسة مقارنة. الطبعة الأولى. لجنة التأليف والتعريب والنشر. مجلس النشر العلمي. دولة الكويت: جامعة الكويت، ١٩٩٨.
- د. جمال عبد العزيز العثمان. الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة. دار النهضة العربية. القاهرة. ٢٠١٠.
- د. حسين بوعركي. الحماية القانونية لأسواق المال في التشريعين الفرنسي والكويتي. الطبعة الأولى. دار النهضة العربية. القاهرة. ٢٠١٦.
- د. سيف إبراهيم المصاروة. الحماية الجنائية لتداول الأوراق المالية دراسة مقارنة. الطبعة الأولى. دار الثقافة للنشر والتوزيع. عمان. ٢٠١٢.
- د. شريف سيد كامل، المسؤولية الجنائية للأشخاص المعنوية دراسة مقارنة. الطبعة الأولى. دار النهضة العربية. القاهرة. ١٩٩٧.
- د. عصام حجاب. جريمة استغلال المعلومات الداخلية للشركات المساهمة دراسة مقارنة. دار النهضة العربية. القاهرة. ٢٠١٣.
- د. محمد شحاته عبد الفتاح. جريمة الاتجار بالمعلومات التفضيلية في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة. دار النهضة العربية. القاهرة.
- د. محمد علي سويلم. تداول الأوراق المالية. دار المطبوعات الجامعية. الإسكندرية. ٢٠١٣.

٢ - الرسائل العلمية:

- عاهد مبارك السعيد، رسالة ماجستير بعنوان: «التعامل بالمعلومات غير المعلنة للشركات المساهمة دراسة مقارنة». رسالة ماجستير مقدّمة إلى كلية الحقوق بجامعة الشرق الأوسط. عمان. ٢٠١٢.

ثانياً: المراجع الأجنبية

المراجع الفرنسية

- Alain COURET & Hervé LE NABASQUE, Droit financier, 2ème édition, Edition Dalloz, Paris, 2012.
- B. FERON et A. FINK, «les abus de marché et autres délits de marché», in Traité pratique de droit commercial, Tome 5, Volume 1, 2éd., Waterloo, Wolters Kluwer, 2016.
- BONFILS Philippe, Droit pénal des affaires, Montchrestien, Paris, 2009.
- Claud GARCIN, «Les délits et manquements boursiers», Revue Lamy droit pénal des affaires, Paris, 2013.
- Charles ARSOUZE & Patrik LEDOUX, «L'indemnisation des victimes d'infraction boursières», Bulletin Joly Bourse , n°4 , juillet 2006,
- Emmanuel Roger France, Françoise Roggen, Jean Spreutel, Droit pénal des affaires, Bruxelles, Bruylant, 2005.
- Jean François, Le délit d'initié, Presses Universitaires de France, Coll. Que sais-je ? Paris, 1995.
- Jeandidier WILFRID ,Droit pénal des affaires, 3ème édition, Edition Dalloz, Coll. Précis, Paris, 1999.
- Maxime BERLINGIN «L'utilisation abusive d'informations privilégiées (délict d'initié)», L'information financière, Séminaire Vanham & Vanham, Bruxelles, 2015.
- Michel VERON, Droit pénal des affaires, 9 ème édition, Edition Dalloz, Paris, 2011.
- Stefanie Volz, la surveillance des bourses en France et en Allemagne une comparaison Allemagne une comparaison analytique, Université Robert Schuman, Strasbourg III, année universitaire 2002/2003.

- Thierry BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in Régulation bancaire et financière européenne et internationale, Bruxelles, Bruylant, 2014.
- Frédéric STASIAK, Droit pénal des affaires, 2ème édition, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 2009.

٢- المراجع الإنجليزية:

- Anne Hutchinson, 'The Case of Decriminalizing Insider Dealing' 11 Economic Affairs Journal 1990.
- Emiliós E. Avgouleas, , The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis, 2005, New York, United States: Oxford University Press.
- Ester Herlin-Karnell, , 'White-collar crime and European financial crisis: getting tough on EU market abuse' (2012) 37 European Law Review.
- Hayne E. Leland, insider trading: should it be prohibited? the Journal of Political Economy, the University of Chicago press, Vol. 100, No. 4. August 1992.
- John Sturc, Differences Between US and UK Market Abuse Regimes, Available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/04/07/differences-between-us-and-uk-market-abuse-regimes>.
- Stephen M. Bainbridge, 'Insider Trading: An Overvie', (1998) University of California, Los Angeles-School of Law. Economy, the University of Chicago press, Vol. 100, No. 4., August 1992.
- Susannah Lindenfield, Insider trading in the United States, Canada and the United Kingdom, Institute of Comparative Law, Available at: <https://escholarship.mcgill.ca/concern/theses/nv935479k>.
- Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3ed, Oxford European Union Law Library ,2014, P.699-700.

Legislative Confrontation to Protect Inside information in Financial Markets In Light of the Standards of the International Organization of Securities Commissions IOSCO and Comparative Law

Dr. Samar Salah Abdullah*

Abstract:

Objectives: This study aims to clarify the concept of internal information in financial markets, ways to exploit it, and explain the challenges facing financial markets. To combat the exploitation of inside information in financial markets. **Method:** The study relied on a three-dimensional approach: descriptive, analytical, and comparative. To reach appropriate mechanisms to combat the exploitation of inside information in financial markets. **Results:** The most prominent results of the study can be summarized as follows: 1- The Kuwaiti legislator overlooked the necessity of linking internal information indirectly to securities or their issuers, to include government information related to borrowing requirements, interest rates, and other information that has a significant impact on the financial markets. 2- The Kuwaiti legislator narrowed the personal scope for exploiting inside information, as it was limited to the insider, and those who obtain this inside information from the insider. If the internal information is obtained by another third party, or what is called an accidental insider, then it is outside the scope of criminality. 3-: The European regulation has expanded to tighten the fence around the protection of inside information. It is considered an exploitation of inside information in the event that a person cancels or amends a trading order related to inside information securities, which he did before he became aware of the inside information. This expansion of the objective scope is unparalleled in Kuwaiti legislation. **Conclusion:** The researcher calls on the Kuwaiti legislator to address the legislative shortcomings by amending Article 118 of the Financial Markets Law in terms of the personal and objective scope of the prohibition of insider trading, guided by the recommendations of the International Securities Organization (IOSCO) and the European regulation.

Keywords: Exploitation, Inside information, Financial Market, Insider trading.

* Teacher Assistant in Kuwait International Law School (Kilaw).

Email: samar.a@kilaw.edu.kw

- Submitted: 12 /6 /2022, Accepted: 3/10/2022.

All Rights Reserved-Academic Publication Council-Kuwait University.

To Cite P.188

د. سمر صلاح عبدالله، حاصلة على الدكتوراه بامتياز في القانون التجاري من كلية الحقوق جامعة القاهرة ٢٠٢٢، تعمل حالياً محاضرة بكلية القانون الكويتية العالمية في دولة الكويت، محكمة في المسابقة الدولية لمركز التحكيم التجاري السعودي، ومحكمة للأبحاث القانونية في بعض الجامعات العربية. وشاركت في العديد من المؤتمرات القانونية في دولة الإمارات، ومملكة البحرين، ودولة الكويت. **الاهتمامات البحثية:** الأسواق المالية، حقوق الملكية الفكرية، الاستثمار الأجنبي، الشركات التجارية.

البريد الإلكتروني: samar.a@kilaw.edu.kw

للاستشهاد:

عبد الله، سمر. (٢٠٢٤). المواجهة التشريعية لحماية المعلومات الداخلية في الأسواق المالية في ضوء توجيهات المنظمة الدولية لأسواق المال الأيسكو IOSCO والقانون المقارن. *مجلة الحقوق*، ٤٨ (١)، ١٤٥-١٨٨.

To Cite:

Abdullah, Samar. (2024). Legislative Confrontation to Protect Inside information in Financial Markets In Light of the Standards of the International organization of Securities Commissions IOSCO and Comparative Law. *Journal of Law*, 48(1), 145-188.

JOURNAL OF LAW

A Refereed Academic Quarterly, Published by the Academic Publication Council - University of Kuwait

Legislative Confrontation to Protect Inside information in Financial Markets In Light of the Standards of the International Organization of Securities Commissions IOSCO and Comparative Law.

Dr. Samar Salah Abdullah



جامعة الكويت
KUWAIT UNIVERSITY

P-ISSN: 1029 - 6069

E-ISSN: 2960 - 2742

No. 1 - Vol. 48

Ramadan 1445 - March 2024