

مفهوم المعلومة محل الاستغلال في عملية استغلال المعلومات الداخلية بموجب القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ (تعليق على حكم قضائي)

الدكتورة/ فاطمة عبدالله الشريعان
قسم القانون الخاص
كلية الحقوق - جامعة الكويت

ملخص:

تعتبر عملية استغلال المعلومات الداخلية من العمليات التي تحد من كفاءة أسواق المال وشفافيتها، وعليه حرص المشرع الكويتي على تنظيمها بكل دقة في القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، وحتى يكتمل الصرح المنظم بأسواق المال نص المشرع على إنشاء محكمة سوق المال لتختص بالنظر في القضايا ذات الشأن، إلا أن الواقع العملي أبرز جانباً من القصور التشريعي في تعريف المعلومة محل الاستغلال وانعكس ذلك على الأحكام القضائية، وهذه الدراسة تحاول البحث عن ماهية المعلومة الداخلية محل الاستغلال في عملية استغلال المعلومات الداخلية من الجانب الفقهي والقانوني، بالإضافة إلى الجانب القضائي من خلال التعليق على حكم قضائي في هذا الخصوص، وذلك بهدف الوقوف على مدى توافق الجانبين حول مفهوم المعلومة، ومدى الموامة بين النص القانوني والاجتهاد القضائي، وتكمن أهمية هذا البحث بأهمية الحفاظ على نزاهة وشفافية أسواق المال، وذلك يتحقق بحرص المشرع الكويتي على توفير الحماية الحقيقية للمتداولين في سوق الكويت للأوراق المالية، وأخيراً خلصت الدراسة إلى أن مفهوم المعلومة محل الاستغلال لم يكن محدداً وفقاً لللائحة القديمة، وعليه افترض القاضي استغلال المتهمين للمعلومة الداخلية، وفي ذلك نوع من التوسع في التطبيق جاء في غير صالح المتهمين.

مقدمة

عند الحديث عن عملية استغلال المعلومات الداخلية Insider Dealing فإن المثال الكلاسيكي الذي يطراً لشرح العملية هو "قيام عضو مجلس الإدارة في الشركة باستغلال المعلومات الداخلية غير المعلن عنها من خلال بيع أو شراء أسهم الشركة التي هو عضو في مجلس إدارتها"^(١)، ونظراً لما لهذه العملية من أثر سلبي بالغ على أسواق المال وكفاءتها، فالحقيقة أن هذه العملية قد تم تجريمها في أغلب القوانين المقارنة^(٢).

United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 651 (1997).

(١)

(٢) انظر لاحقاً: المبحث الأول.

وقد حصدت أيضاً اهتمام الفقه وشرح القانون، ومن الجدير بالذكر إن الفقه المقارن قد أقر عملية استغلال المعلومات الداخلية مع عملية أخرى، ألا وهي عملية التلاعب Market Manipulation، وعليه نظم الفقه وعلى أثره القوانين المقارنة هاتين العمليتين تحت عنوان واحد وهو Market Abuse^(٣)، والحقيقة أن هذا المصطلح لا توجد له ترجمة عربية وافية، وعليه لا خيار إلا باستخدام الترجمة الحرفية وهي "عملية الإساءة إلى السوق" مع التسليم بأننا قد نجد صعوبة في استساغة هذا المصطلح. ومع ذلك قد يكون مصطلح "قوانين حماية الأسواق" أفضل وإن كان لا يعكس الترجمة الدقيقة. وأياً ما كان الأمر فإن عملية الإساءة إلى السوق تحمل في طياتها صورتين للإساءة وهما استغلال المعلومات الداخلية والتلاعب، وما هما إلا وجهان لعملة واحدة وهي Market Abuse^(٤).

وفي الحقيقة، فإن عمليات الإساءة تهدد أسواق المال وكفاءتها^(٥)، وذلك ما دفع المشرع الكويتي إلى إصدار القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية^(٦)، والذي بدوره نظم في فصل خاص منه العمليات التي تشكل إساءة إلى السوق ونشاط الأوراق المالية، وعلى وجه الخصوص قام بتنظيم عملية استغلال المعلومات الداخلية^(٧)، والحقيقة أنه يمكن القول إن القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ قد صدر إثر أزمة الثقة التي تعرض لها سوق الكويت للأوراق المالية والتي حدثت في عام ٢٠٠٨^(٨)، حيث وصل المشرع إلى درجة من القناعة إلى

(٣) لمزيد من التفاصيل حول تعريف Market Abuse انظر: Edward J Swan and John Vigro, Market Abuse Regulation (2nd edition, Oxford 2010) p. 35.

(٤) هذا البحث مختص فقط بعملية استغلال المعلومات الداخلية وقد تم التطرق إلى التلاعب على سبيل التوضيح لا أكثر.

(٥) See Zohar Goshen and Gideon Parchomovsky, "The Essential Role of Securities Regulation", (2006) Vol 55 Duke Law Journal p. 711. See also Paul Barnes, Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse, (Gower Publishing Limited 2009) p. 3.

(٦) انظر: الكويت اليوم، العدد ٩٦٤، السنة السادسة والخمسون، ٢٨ فبراير ٢٠١٠.

(٧) انظر: الفصل الحادي عشر (العقوبات والجزاءات التأديبية، ثانياً: الجرائم والعقوبات) من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، وانظر: المواد ١١٨ و ١١٩ من نفس القانون.

(٨) أزمة الثقة التي تزامنت مع الأزمة العالمية، ونرفض تسميتها الأزمة العالمية حيث كان أهم أسباب الأزمة الكويتية هو النقص التشريعي في ذلك الوقت، انظر: تقرير مركز الجمان للاستشارات الاقتصادية، تقرير الجمان حول إدراج شركات جديدة في سوق الكويت للأوراق المالية الصادر في ٢٩ سبتمبر ٢٠٠٨.

الحاجة الماسة لإصدار قانون شامل متكامل ينظم كل أنشطة الأوراق المالية، وعلى الأخص إنشاء هيئة أسواق المال. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن المشرع قد نظم المفهوم الشامل لعمليات الإساءة بالأسواق أو ما يطلق عليه Market Abuse بكل تفصيل ودقة هذا من جهة، ومن جهة أخرى نص القانون على إنشاء محكمة سوق المال في المحكمة الكلية لتشمل دوائر جزائية وأخرى غير جزائية ليكتمل الصرح المختص بتنفيذ نصوص هذا القانون^(٩).

تطبيقاً لهذا التنظيم القانوني لعملية استغلال المعلومات الداخلية فقد أصدر القاضي الكويتي حكماً في هذا الشأن وهي عملية استغلال المعلومات الداخلية، حيث صدر حكم المحكمة الكلية رقم ١٧ لسنة ٢٠١٣ - أسواق المال - بتاريخ ٢٤/٣/٢٠١٤، وبعده صدر حكم محكمة الاستئناف رقم ١٥ لسنة ٢٠١٤ - أسواق المال - الصادر بتاريخ ٢٥/١١/٢٠١٤، حيث أدان القاضي المتهمين بتهمة استغلال المعلومات الداخلية. وبمطالعة أوراق الحكم والقضية يثار التساؤل في هذا الشأن ماهي المعلومة التي تم استغلالها وعلى أثرها صدر الحكم بالإدانة؟ وهل توسع القاضي في تطبيق النص القانوني؟

فهذا البحث من خلال التعليق على الحكم السابق سيحاول الإجابة عن ذلك التساؤل السابق على فرضية أن القاضي قد يكون قد أسهب في تفسير المعلومة محل الاستغلال، فباختصار يدور هذا البحث حول عملية استغلال المعلومات الداخلية من خلال التعليق على حكم قضائي، دون الخوض في فكرة نزاهة القضاء وعنوان الحقيقة للحكم القضائي، وإنما التأكيد على مفهوم اجتهاد الباحث من خلال التحليل وتقييم وجهات النظر باعتباره في النهاية مصدراً تفسيرياً للقانون قد يلجأ إليه القاضي في حل النزاعات المعروضة عليه، ومع عدم الإخلال بمفهوم أن البحث العلمي لا يشكل في النهاية إلا وجهة نظر للباحث مستندة على بعض المعطيات والتي قد تتغير مع تغير المستجدات.

ويكمن هدف هذه الدراسة في تسليط الضوء على مفهوم المعلومة محل الاستغلال في عملية استغلال المعلومات الداخلية لما في ذلك من فائدة للتداول والمهتم في سوق الأسهم والتداول ولل قضاء على حد سواء كمصدر تفسيري هذا من جانب، ومن جانب آخر تكمن أهمية الدراسة في إيجاد حماية أفضل لسوق الكويت للأوراق المالية، آخذين بالاعتبار أنه يمر بمرحلة انتقالية، من مرحلة النقص التشريعي

(٩) انظر: مادة ١٠٨ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

إلى مرحلة إصدار القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ وتجريم عملية استغلال المعلومات الداخلية، وإلى مرحلة السعي نحو تطوير سوق الكويت للأوراق المالية إلى أن وصل إلى مصاف الأسواق الناشئة، هذا بالإضافة إلى سد الثغرات القانونية بما يخص تداولات السوق، وأخيراً إلى مرحلة التطبيق والتنفيذ للقانون والتصدي للمخالفين من قبل النيابة والقضاء على عمليات الإساءة وفقاً للقانون المعني، وذلك حماية للمتداول والسوق ككل.

عليه تنقسم الدراسة إلى مبحثين، المبحث الأول يتكلم عن عملية استغلال المعلومات الداخلية من ناحية تعريف العملية والمعلومة ذاتها والغاية من هذا الحظر، ومن ثم يتناول المبحث الثاني تبيان الحكم محل القضية من حيث الوقائع والأساس القانوني، وأخيراً التعليق على الحكم من خلال بحث مدى تطبيق القاضي لمفهوم المعلومة المستخلص من المبحث الأول على وقائع القضية محل الحكم.

المبحث الأول حظر استغلال المعلومات الداخلية Prohibiting Insider Dealing

حظر المشرع الكويتي عمليات استغلال المعلومات الداخلية وفق القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء هيئة سوق المال. ويثور التساؤل أولاً حول ما هي عملية استغلال المعلومات الداخلية بشكل دقيق؟ وماهي المعلومات التي يحظر استغلالها؟ وعلى من يحظر ذلك؟ وفوق ذلك، لماذا يحظر القانون استغلال المعلومات الداخلية؟ وعليه فإن هذا المبحث سيحاول الإجابة على هذه التساؤلات من خلال خمسة مطالب، فأولاً: سيجيب عن الغاية من حظر عمليات استغلال المعلومات الداخلية، ثانياً: تاريخ التنظيم القانوني لعمليات استغلال المعلومات الداخلية، ثالثاً: ماهية عمليات استغلال المعلومات الداخلية، رابعاً: التنظيم القانوني لحظر استغلال المعلومات الداخلية وفقاً للقانون الكويتي، خامساً: التفسير القانوني للمعومة محل الاستغلال وفقاً للقانون الكويتي، وذلك في مطالب خمسة على الترتيب:

المطلب الأول الغاية من حظر عمليات استغلال المعلومات الداخلية

عملية استغلال المعلومات الداخلية قد تشير جداً في مسألة حظرها^(١٠)، إلا أننا نجد بأن قوانين أسواق المال المتطورة developed markets والتوجيهات الأوروبية في هذا الشأن قد حظرت مثل هذه العمليات. ويثار تساؤل حول ما هو السبب في منع عملية استغلال المعلومات الداخلية؟ وحتى يمكن الحديث عن الغاية من حظر هذه العمليات، فإنه من اللازم بيان أهمية تحقيق كفاءة أسواق المال وشفافيتها^(١١)، ومن الممكن أن يكون مصطلح كفاءة الأسواق وشفافيتها غامضاً ابتداءً، إنما من المهم أن ننوه بأن من أهم ما يهدف كفاءة الأسواق هي عمليات الإساءة إلى الأسواق أو كما

See ZoHar Goshen, ibid, p. 711.

(١٠)

For more information about “why Stock Market and its Efficiency are so Important?” See Paul Barnes, ibid, p. 3. For the objectives of financial Markets see Emillios Avgouleas, The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis, (Oxford University Press 2005) p. 167. See also Michael Blair QC, Blackstone’s Guide to The Financial Services and Markets Act 2000, (2nd edition, Oxford 2009) p. 56.

(١١)

تسمى Market Abuse. فهنا يتم التساؤل عن مدى أهمية كفاءة الأسواق المالية؟ وكيف تهدد عمليات الإساءة إلى الأسواق كفاءة هذه الأسواق؟^(١٢)

إن فكرة أسواق المال بشكل عام تقوم على سهولة تداول ملكيات وأسهم الشركات المساهمة المدرجة في هذا السوق^(١٣)، حيث يمكن للمساهم بيع أسهمه بسهولة ويسر دون أخذ موافقة بقية الشركاء في الشركة، هذا بالإضافة إلى قدرة المتداول في السوق على شراء أسهم الشركات المدرجة في السوق بكل يسر^(١٤)، وفي ذلك فإن سعر السهم يتحدد بالعرض والطلب على هذا السهم^(١٥)، وهو السعر الذي يطلبه المشترون لهذا السهم، والسعر الذي يعرضه المساهمون في الشركة لبيع هذا السهم^(١٦). ومما هو جدير بالذكر فإن ما يحدد هذا العرض والطلب هو المعلومات المتاحة عن سهم الشركة للمتداولين في السوق، ناهيك عن تأثير المعلومات على تقييم المتداولين لسعر هذا السهم^(١٧).

وفي هذا السياق، فإن السوق يعتبر متكافئاً إذا كانت المعلومات المتاحة للمتداولين في السوق تعادل تقييم سعر الأسهم^(١٨)، أو بعبارة أخرى الأسعار في

(١٢) See E. Avgouleas, ibid, p. 80. See also Mathias M. Siems, "The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis", (2008) Vol. 2 Law and Financial Markets Review, p. 39. See also Jiri Crha, Insider Dealing and Market Manipulation (A brief Overview of European Anti-Manipulation Law and its Impacts) (LAP LAMBERT Academic Publishing 2010), p. 20.

(١٣) See Paul Barners, ibid, p. 3. See also charle Goshen, ibid, p. 711.

(١٤) See George J. Stigler and Robert A. Sherwin, "The Extent of the Market", (1985) 28 J.L. & Econ HeinOnline, p. 555.

(١٥) See E. Avgouleas, ibid, p. 80. See also George J. Stigler, ibid, p. 555.

(١٦) لمزيد من التفاصيل حول مبدأ الشفافية والإفصاح راجع: أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، (دار الإيمان للطباعة ٢٠٠٧) ص ٩١. انظر أيضاً: أحمد باز محمد متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، (الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة ٢٠١٥) ص ١٠١.

(١٧) على سبيل المثال، ما يحدد سعر السهم هو تقييم المستثمر أو المتداول في السوق لقيمة سهم شركة معينة بناء على جميع المعلومات أو الأخبار المتعلقة بهذا السهم وتقييمه لما قد يربح في المستقبل من بيعه لهذا السهم بسعر أعلى من سعر الشراء، راجع:

Paul Barners, ibid, p. 4.

(١٨) See Paul Barners, ibid, p. 4. See also Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", (1969) Vol. 25 No. 2 The Journal of Finance, p. 383.

السوق تعكس المعلومات المتاحة عن السهم حتى يمكن اعتبار السوق متكافئاً^(١٩) وعليه يقول Emiliios Avgouleas أن لا شيء يهدد كفاءة الأسواق بقدر جريمتي استغلال المعلومات الداخلية والتلاعب والتتين تشكلان عمليات الإساءة للأسواق Market Abuse^(٢٠)، حيث بمطالعة تاريخ الأسواق المالية والتي كانت مليئة بالآزمات والأحداث الاقتصادية^(٢١)، يتبين للمفسرين أن Market Abuse هو أوقع تفسير لهذه الآزمات، فعلى سبيل المثال جنون التوليب Tulipmania، فقاعة البحر الجنوبي South Sea Bubble^(٢٢) كان من أهم أسبابها هو عمليات الإساءة للأسواق المالية^(٢٣)، وفي وقائع العهد الحديث نجد أن Enron, Tyco, Adelphia, Qwest and Worldcom من أهم أحد أسبابهم هو استغلال المعلومات الداخلية^(٢٤). ودون الخوض في تفاصيل هذه الآزمات فإن ما أردنا الإشارة إليه هو أن حماية الأسواق من عمليات الإساءة من شأنها أن توفر حماية للمتداول أو المستثمر في السوق^(٢٥)، وتوفر له بيئة تداول سليمة متكافئة في ظل سوق شفاف يعكس المعلومات الصحيحة المتاحة للمتداولين على الأسعار المتداولة في السوق، ومن هذا السياق يمكن الإجابة على التساؤل السابق وماهية الغاية من حظر استغلال المعلومات الداخلية.

فباستعراض عملية الاستغلال ذاتها، وهي أن يتم استغلال معلومات داخلية غير

(١٩) See Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency", vol. 70, no. 4, 1984 Virginia Law Review, p. 554.

(٢٠) See E. Avgouleas, ibid, p. 4. See also Stephen M. Bainbridge, The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer, 2001 available at (last visited 2nd of Feb. 2018).

(٢١) لمزيد من التفاصيل راجع: محمد فاروق عبد الرسول، الأحكام الموضوعية في جرائم التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة (أحكام التجريم وصوره (دراسة مقارنة)، (الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة ٢٠١٦) ص ٦. انظر أيضاً:

John R. Talbott, The 86 Biggest Lies on Wall Street, (1st edition, Constable 2009), See also Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber, Manias, Panics, and Crashes (A History of Financial Crises), (6th edition, Palgrave Macmillan 2011).

(٢٢) See Paul Barnes, ibid, p. 63.

(٢٣) لمزيد من التفاصيل حول الآزمات المالية في العهد القديم ودور عمليات الإساءة للأسواق فيها راجع:

E. Avgouleas, ibid, p. 63, 85. See also Paul Barnes, ibid, p. 63.

(٢٤) See E. Avgouleas, ibid, p. 3. See also John R. Talbott, ibid, See also Charles Kindleberger, ibid.

(٢٥) See Michael Blair QC, ibid, p. 56.

معلن عنها رسمياً بالسوق، وأن يتم التداول على أثرها، فإن هذه العملية تجعل الأسعار المتداولة في السوق غير متكافئة مع المعلومات المعلن عنها في السوق أو المتاحة لجميع المتداولين، وبعبارة أخرى فإن السوق يعتبر غير متكافئ أو غير شفاف؛ لأن هناك من يستغل معلومات داخلية مؤثراً على سعر التداول للسهم، فالغاية من هذا الحظر توفير سوق متكافئ شفاف^(٢٦)، حتى تعبر الأسعار المعلنة في السوق عن المعلومات المتاحة للمتداولين، مما يوفر حماية للمستثمر أو المتداول، ولتوفير حماية أكثر للسوق من الأزمات المالية أو الاقتصادية هذا من جانب.

ومن جانب آخر لا يغيب عن الذكر أن استغلال المعلومات غير المعلنة من قبل عضو مجلس الإدارة أو غيره به نوع من مخالفة واجبات مهنته والتزامه بحسن إدارة الشركة^(٢٧)، هذا بالإضافة إلى أن العضو يميز نفسه ويضعها بموقع أفضل من غيره من المساهمين بالشركة أو المتداولين في السوق ككل، مستغلاً في ذلك الأخبار الإيجابية أو السلبية للسهم، وماساً بذلك شرف مهنته ومبدأ تكافؤ الفرص، فمما لا شك فيه أن وظيفته تفرض عليه المحافظة على الشركة وأسرارها، بما في ذلك الأخبار أو المعلومات الداخلية غير المعلن عنها رسمياً للسوق. خلاصة القول فإن سلامة الأسواق وكفاءتها تلزمان المشرع بحظر مثل هذه العمليات.

المطلب الثاني

تاريخ التنظيم القانوني لعمليات استغلال المعلومات الداخلية

في الحقيقة، عمليات استغلال المعلومات الداخلية هي من العمليات التي تم تنظيمها في وقت حديث^(٢٨)، حيث لم تشكل قبل ذلك سوى مخالفات للقواعد الأخلاقية كواجب الصدق والأمانة الذي يجب أن يلتزم به عضو مجلس الإدارة^(٢٩)،

(٢٦) See Mathias M. Seims, ibid, p. 39.

(٢٧) انظر: محمد تنوير الرافي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم مقارنة بأسواق المال الأجنبية (دراسة مقارنة)، (القاهرة، دار النهضة العربية ٢٠٠٧) ص. ١٦١.

(٢٨) في ذلك راجع: النظريات الخاصة بالقوانين الاقتصادية لتقنين الأحكام الخاصة بالشؤون المالية والاقتصادية وأسواق المال وفي ذلك راجع:

Richard A. Posner, "Theories of economic regulation", (1974) Vol. 5 No. 2 The Bell Journal of Economics and Management Science, p. 335. See also Eugene F. Fama, ibid, p. 383.

(٢٩) انظر: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة مقارنة)، (الطبعة الأولى مجلس النشر العلمي ١٩٩٨) ص ٨. انظر أيضاً:

فلم تكن الأنظمة القانونية تقتنع بأهمية حماية سرية معلومات الشركة، وخصوصاً المعلومات الداخلية غير المعلنة، وقد يكون السبب في عدم التنظيم أنه لم تكن هناك عمليات قد تأثرت بالإخلال بسرية المعلومات للشركات في ذلك الوقت^(٣٠)، إلى حين أزمة الكساد العالمي Great Depression في أواخر العشرينيات، حيث كانت أكبر وأشهر أزمة اقتصادية ابتدأت في الولايات المتحدة، ومن أهم أحد أسبابها الإساءة إلى أسواق المال واستغلال المعلومات الداخلية.

وذلك ما قد يفسر الولادة التاريخية للتنظيم القانوني لعمليات استغلال المعلومات الداخلية إلى نهايات القرن العشرين^(٣١)، حيث بدأ مفهوم العدالة يسعف في تقنين هذه العمليات عند القضاء الأمريكي، وصدر القانونان Securities and Exchange Commission (SEC) Act 1933 and Securities Exchange (SE) Act 1934 ومازالا ساريين إلى الآن، وقد نظما عمليات استغلال المعلومات الداخلية من ناحية جنائية وإدارية أو كما تسمى "Civil penalties"^(٣٢).

وفي المملكة المتحدة، لم يتم منع عمليات استغلال المعلومات الداخلية إلا في عام ١٩٨٠ ولكن لم ينص على تجريمها، حيث بدأت الحكومة البريطانية بالاعتناق بأهمية حماية أسواق الأموال من عمليات الإساءة، فأصدرت قانون الشركات في ١٩٨٠ The Companies Act 1980، وبعده تم تجريم هذه العملية في عام ١٩٨٦^(٣٣)، إلا أنه صدر بعد ذلك قانون أسهم الشركات لعام ١٩٩٣ The Companies Securities (Insider Dealing) Act 1993^(٣٤). ولا يغيب عن الذكر أن القانون الحالي في المملكة

= Henry G. Manne, Insider Trading and the Stock Market (New York, The free Press 1966). See also Edward J Swan, ibid, p. 5. See also Eilis Ferran and Charles A. E. Goodhart, Regulating Financial services and Markets in the 21st century, (Oxford 2001) p. 1.

See Barry Rider et el, Market Abuse and Insider Dealing (2nd edition, Tottel Publishing Ltd 2009) p. 2. See also Ronald J. Gilson, p. 629. (٣٠)

See Barry Rider et el, ibid, p. 1. (٣١)

من الجدير بالذكر في هذا الشأن أنه لا يمكن ترجمة civil penalties ب عقوبات مدنية وفقاً للقانون الكويتي، وإنما الأصح استخدام جزاءات إدارية، وأياً ما كانت التسمية فالغاية واحدة. (٣٢)

See Paul Barners, ibid, p. 147. (٣٣)

فقبل ذلك كانت مدينة لندن منظمة ذاتياً "self-regulated" والصيغة السائدة في ذلك الوقت "my word is my bond" بمعنى أن كلمتي بمثابة عهد علي، وفي ذلك تفاصيل ذلك، راجع: Edward J Swan, ibid, p. 5.

See Edward J Swan, ibid, p. 6. (٣٤)

المتحدة هو (FSMA) Financial Regulation and Markets Act 2000 والذي صدر على إثر التوجيهات الأوروبية في هذا الشأن، هذا بالإضافة إلى أن هيئة الأسواق البريطانية FCA قد وضعت لوائح مفصلة ووافية حول عمليات استغلال المعلومات الداخلية^(٣٥).

وبالنسبة للتوجيهات الأوروبية فقد تناولت عمليات استغلال المعلومات الداخلية في عام ١٩٨٩ وتضمنت التوجيه رقم 89/592/EEC الذي جرم هذه العمليات^(٣٦)، ومن ثم أخذت أغلب قوانين الدول الأوروبية بهذا التوجيه، حيث أكدت التوجيهات بكل اختصار أن هذه العمليات تهدد كفاءة الأسواق وثقة المتداولين بأسعار الأسهم^(٣٧). وبعدها صدرت توجيهات قوانين الإساءة إلى السوق وهي Market Abuse Directive (MAD)، حيث وافق عليها البرلمان الأوروبي في عام ٢٠٠٣ والتي بدورها نظمت عمليتي استغلال المعلومات الداخلية وعمليات التلاعب، محاولة من دول الاتحاد الأوروبي لتحقيق أكبر قدر من الحماية للمتداولين في أسواق المال^(٣٨).

المطلب الثالث

ماهية عمليات استغلال المعلومات الداخلية

من خلال ما سبق ذكره، فإن عملية استغلال المعلومات الداخلية تهدد كفاءة أسواق المال وشفافيتها، وذلك ما دفع مشرعي الدول إلى حظرها وتجريمها، ولكن يثار التساؤل عن ماهية عملية الاستغلال ذاتها. وللبحث عن الماهية يجب تعريفها لتمييزها عما يختلط بها من عمليات أخرى مشابهة، لكن على الرغم من حرص قوانين الأسواق المتطورة على حظر عمليات الإساءة وعملية استغلال المعلومات الداخلية، إلا أن هذه القوانين لم تعرف عملية استغلال المعلومات، والأدهى أن بعضها لم ينص على

^(٣٥) Check at (last visited 12th of Nov 2017). Check also at <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0347&from=EN> (last visited 12th of Nov 2017). Check also Implementing Regulation 2016/347 at https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar-guidelines.pdf (Las visited 12th Nov 2017).

^(٣٦) See Jiri Crha, *ibid*, p. 19. See also Edward J Swan, *ibid*, p. 6. See also Mannig Gilbert Warren III, "The Regulation of Insider Dealing in the European Community", (1991) Vol. 48 issue 3 article 7 Washington and Lee Law Review p. 1037.

^(٣٧) See Mathias M. Seims, *ibid*, p. 4.

^(٣٨) See Jiri Crha, *ibid*, p. 21.

اصطلاح استغلال المعلومات الداخلية. فعلى سبيل المثال القانون الأمريكي تناول عملية استغلال المعلومات ولم ينص على المصطلح، على عكس التوجيه الأوروبي الذي نص عليه، والقانون البريطاني الذي نص على الاصطلاح بطريقة غير مباشرة، وعلى ذلك، يمكن القول بأنه لا يوجد تعريف للعملية.

إلا أنه لا يغيب عن الأمر أنه عند الحديث عن عملية استغلال المعلومات الداخلية، فإنه غالباً ما تتم الإشارة إلى المثال الكلاسيكي كما يقال لهذه العملية، ألا وهو "عندما يستغل عضو مجلس الإدارة أية معلومات أو أخبار عن الشركة التي يعمل بها، كأرباح الشركة مثلاً، وأن يقوم على أساس هذه المعلومات الداخلية غير المعلن عنها باستغلالها بالتداول في سوق الأوراق المالية"^(٣٩). ويمكن أيضاً طرح المثال للحكم الأمريكي في هذا الشأن وهو: "trad[ing] in the securities of his" corporation on the basis of material, non-public information^(٤٠).

ووفقاً لهذا المثال يمكن القول بأن عملية استغلال المعلومات الداخلية هي في الحقيقة استغلال عضو مجلس الإدارة لمنصبه وإطلاعه على المعلومات أو الأخبار الداخلية للشركة، وقيامه بالتداول على أساسها، فإن كانت هذه المعلومات إيجابية ومن شأن الإعلان عنها أن تؤثر في رفع سعر سهم الشركة، فيقوم هذا العضو باستغلال هذه المعلومة وشراء كمية من الأسهم باسمه أو باسم أحد من معارفه، إلى أن يتم الإعلان رسمياً عن المعلومة ليرتفع سعر السهم، وفي ذلك سيربح من فروق الأسعار. ويمكن القياس مع الفارق في حالة المعلومة السلبية عن الشركة، فيقوم عضو مجلس الإدارة بالتخلص من أسهمه قبل الإعلان رسمياً عن المعلومة في السوق وانخفاض سعر السهم.

فكما سبق القول فإن العملية من شأنها أن تهدد كفاءة الأسواق وشفافيتها وتخل بمبدأ تكافؤ الفرص، إلا أن التساؤل يثور بشكل دقيق عن يقع عليه الحظر في استغلال المعلومات الداخلية؟ أهو عضو مجلس الإدارة فقط؟ أو كما يسمى المطلع على المعلومات الداخلية؟ فعبارة أدق من هو المطلع؟ والسؤال الآخر ما هي المعلومات الداخلية التي يحظر استغلالها؟ وما هي شروطها؟

للإجابة عن التساؤل الأول، ألا وهو من المطلع؟^(٤١) فإنه في الحقيقة أنه مع ذكر

See Mathias M. Seims, ibid, p. 39. See also Barry Rider, ibid, p. 3. (٣٩)

United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 651 (1997). (٤٠)

See Eric Engle, "Insider Trading in U.S. and E.U. law: A Comparison", (2010) Vol. 26 European Business law review, p. 6. (٤١)

عملية استغلال معلومات داخلية فإن أصابع الاتهام دائماً توجه إلى عضو مجلس الإدارة^(٤٢)، فيمكن القول أن المطلع الأساسي في عملية استغلال المعلومات الداخلية هو عضو مجلس الإدارة أو كما يسمى "Primary Insider"، ويضاف إلى هذه الفئة، على حد قول Barry، أي شخص على علاقة مع أعضاء مجلس الإدارة، وتمكن من الحصول على هذه المعلومات الداخلية^(٤٣)، وأيضاً هناك ما يدعى المطلع الثانوي "Secondary Insider"، حيث إنه ليس من أعضاء مجلس الإدارة وليس من الأشخاص الذين لهم علاقة بأعضاء مجلس الإدارة، وإنما تمكن من الحصول على هذه المعلومات الداخلية^(٤٤). واستناداً لذلك، يمكن والحال كذلك، اعتبار موظفين الشركة أو الطابعين أو مراقبي الحسابات أو غيرهم ممن يمكن أن يطلع على المعلومات مطلعين، ويقع عليهم الحظر، باختصار، المطلع هو من يملك المعلومة أو يطلع عليها وإن لم يكن مالِكاً لها ولكن بفسح المجال مع من يملكها بقصد أو بدون قصد^(٤٥).

إلا أنه بتمعن دقيق في هذه العملية نجد أن ما يعنينا هو البحث عن المنتفع بالمعلومة محل الاستغلال^(٤٦) وليس فقط المطلع "Insider"، فالمطلع قد أشرنا إليه

(٤٢) في ذلك وضعت التوجيهات الأوروبية أمثلة تفصيلية لمن هو المطلع Article 3.3 of the Market Abuse Directive (MAD) of 2014

This Article applies to any person who possesses inside information as a result of:

- Being a member of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer or emission allowance market participant;
- Having a holding in the capital of the issuer or emission allowance market participant;
- Having access to the information through the exercise of an employment, profession or duties; or
- Being involved in criminal activities.

This article also applies to any person who has obtained inside information under circumstances other than those referred to in the first subparagraph where that person knows that it is inside information."

See Barry Rider, ibid, p. 4. (٤٣)

See Barry Rider, ibid, p. 4. (٤٤)

See Edward J Swan, ibid, p. 47. (٤٥)

Tippee: "a person who receives a tip, esp regarding share prices." See dictionary.com available at (last cited 18th Jan 2018). See also the legal definition of Tippees "a tippee is a person acquires material nonpublic information from a source who is in a fiduciary relationship to the company to which the information refers." Blacks Law Dictionary (7th ed., 1999) cited at Eric Engle, ibid, p. 8. (٤٦)

بالفقرة السابقة وهو من اطلع بحكم موقعه في الشركة على المعلومات الداخلية للشركة، إلا أن الحظر يشمل أي شخص انتفع من هذه المعلومات، ويقصد بالانتفاع هنا أن يقوم هذا الشخص بالاستفادة من هذه المعلومة الداخلية في شراء أو بيع السهم، وقد أضيف إلى عمليتي الشراء والبيع عملية الإبقاء على السهم استناداً إلى المعلومة الداخلية^(٤٧). وعليه فإن هذا الشخص المنتفع لا يلزم أن يكون هو المطلع. باختصار المطلع هو من ميز هذا المنتفع بالمعلومات الداخلية الذي قد يكون أحد أقربائه أو أصحابه أو شخصاً تربطه علاقة به. وكما سبق القول فإن مبدأ كفاءة الأسواق وشفافيتها تحرم المنتفعين من استغلال المعلومات الداخلية، وعليه يحظر على المطلع بشكل عام والمنتفع على وجه الخصوص أن يستغل المعلومات الداخلية.

ولكن يثار التساؤل عن ماهية المعلومات الداخلية؟ أو بعبارة أدق ماهي المعلومات التي يحظر استغلالها؟ ففي حقيقة الأمر فإن المعلومة محل الاستغلال مبهمة، غامضة، وغير واضحة، حيث إن أغلب القوانين لم تعرف المعلومة بالشكل الوافي^(٤٨). وعلى الرغم من عدم تعريف المعلومة الداخلية إلا أنه يمكن القول بأنه لا خلاف على أن المعلومة يجب أن يكون لها قوة للتأثير على الرغبة في التعامل في السهم سواء بالبيع أو الشراء. ومن جانب آخر اختلف الفقهاء وشرح القوانين في تحديد ماهية المعلومة، إلا أنهم يتفقون على لزوم توافر شروط في المعلومة حتى يمكن الدخول في نطاق عملية استغلال المعلومات الداخلية. ويمكن استخلاص الشروط من المثال البسيط لعملية استغلال المعلومات الداخلية، وهي عندما يستغل عضو مجلس الإدارة معلومة داخلية، أي غير معلن عنها، ويجب أن تكون صحيحة، وبنفس الوقت مؤثرة على سعر السهم ومتعلقة بالشركة^(٤٩)، فيقوم هذا العضو أو المطلع باستغلال هذه المعلومة لنفسه أو لغيره. وفي هذا الشأن يرى الدكتور أحمد الملحم بأن المعلومة محل الاستغلال يفترض بأن تتكون من أربعة أركان رئيسية في معظم التشريعات المقارنة^(٥٠)، حيث يرى سيادته أن مفهوم المعلومات، وفقاً للتشريعات

(٤٧) فمن الممكن أن تكون المعلومات إيجابية من شأنها الإبقاء على السهم والانتظار لحين ارتفاع سعر السهم ومن ثم بيعه، وإن كان الواقع العملي يصعب إثبات مثل هذه الحالة إلا أنه لا يمكن إنكار بأنها عملية استغلال معلومات داخلية.

(٤٨) See Barry Rider, ibid, p. 5.

(٤٩) لمزيد من التفاصيل حول مفهوم المعلومة في FSMA و Directive راجع:

See Edward J Swan, ibid, p 49. See also Mathias M. Seims, ibid, p. 39.

(٥٠) انظر: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص. ١٥.

المقارنة، يفترض أن تكون معلومة غير معلنة وحقيقية، ومن شأن الإعلان عنها التأثير جوهرياً على أسعار الأوراق المالية، وأخيراً أن تكون متعلقة بالورقة المالية أو بمصدر الورقة المالية^(٥١). وعليه فإن شروط المعلومة^(٥٢):

١ - المعلومة غير معلنة "Non-public Information":

يفترض في المعلومة محل الاستغلال أن تكون داخلية، أي غير معلن عنها رسمياً من قبل الشركة^(٥٣)، حيث إن قنوات الإعلان أو الإفصاح مختلفة، فينبغي على الشركات الإعلان عن أخبارها رسمياً لإدارة سوق الأوراق المالية^(٥٤)، ومن وقت الإعلان رسمياً للسوق تصبح المعلومة معلناً عنها ولا تكون سرية، وعليه هنا يمكن للكافة شراء سهم هذه الشركة بناء على هذه المعلومة المفصح عنها من قبل الشركة. أما إذا مازالت المعلومة سرية ولم يتم الإعلان عنها، فلا يجوز للمطلعين عليها تفضيل أنفسهم واستغلال هذه المعلومة سواء بشراء السهم إن كانت المعلومة إيجابية أو ببيعه إن كانت سلبية، فمن باب تحقيق التكافؤ في الفرص والمساواة بين المتداولين وتحقيق الشفافية وكفاءة السوق - كما تكلمنا سابقاً - حظرت القوانين استغلال المعلومات الداخلية غير المعلن عنها.

(٥١) انظر: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٣٦.

(٥٢) انظر: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٦-٢١. انظر: شروط المعلومة وفقاً للقانون الإنجليزي FSMA 2000 حيث نصت المادة 2 118C:

"In relation to qualifying investments, or related investments, which are not commodity derivatives, inside information is information of precise nature which:

a) Is not generally available,

b) Relates, directly or indirectly, to one or more issuers of the qualifying investments or to one or more of the qualifying investments, and would generally available, be likely to have a significant effect on the price of the qualifying investments or on the price of related investments."

(٥٣) See Eric Engle, ibid, p. 465. See also Barry Rider, ibid, p. 6. See also Mathias M. Seims, ibid, p. 39.

(٥٤) انظر: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٦.

٢ - المعلومة صحيحة "Accurate":

الشرط الثاني من الشروط التي يجب توافرها في المعلومة هو صحتها، أي يجب أن تكون المعلومة صحيحة، أي فعلية واقعية، وبعبارة أخرى فإن كانت المعلومة مجرد إشاعة فإننا ندخل في باب التلاعب وليس استغلال المعلومات الداخلية، حيث إن معيار التفرقة بين استغلال المعلومات الداخلية والتلاعب هو صحة المعلومة، وفق الحالات التي نصت عليها أغلب التشريعات للتلاعب صراحة هي الشائعات "Information based manipulation or rumors"^(٥٥)، فحتى لا يتم الخلط بين عملية استغلال المعلومات الداخلية وعمليات التلاعب، فالمعلومة يجب أن تكون صحيحة غير مزيفة من قبل المطلع مثلاً، ولا تكون مجرد توصيات بتوقعات صادرة من أحد مراكز الاستشارات الاقتصادية.

٣ - المعلومة مؤثرة على سعر سهم الشركة "Materiality":

يجب أن تكون المعلومة مؤثرة على سعر سهم الشركة، بالإضافة إلى كونها صحيحة وداخلية^(٥٦). وفي ذلك يقول Barry إن المعلومة يجب أن تكون مميزة privileged وليس فقط سرية^(٥٧)، أي أن تكون مؤثرة على سهم الشركة في سوق التداول، والمعيار هنا على حد قول البعض بأنه متى كان من شأنه الكشف عن المعلومات أن يؤثر على سعر السهم^(٥٨)، فالتأثير لا يشترط أن يكون إيجابياً فيمكن أن يكون سلبياً، كأن تكون المعلومة بالإعلان عن صفقة أو أرباح للشركة، فمن شأن الإعلان عن هذا الخبر أن يرفع سعر السهم، فيقوم المطلع باستغلال هذا الخبر غير المعلن عنه رسمياً بشراء السهم، وعلى العكس إذا كان الخبر سلبياً كالإعلان عن ميزانية خاسرة، فهنا يقوم المطلع بالتخلص من أسهمه تفادياً لأية خسارة محتملة بعد نزول سعر السهم من بعد الإعلان عن الميزانية رسمياً^(٥٩).

See E. Avgouleas, ibid, p. 119. (٥٥)

See Mathias M. Seims, ibid, p. 6. (٥٦)

See Barry Rider, ibid, p. 6. (٥٧)

See Mathias M. Seims, ibid, p. 6. (٥٨)

(٥٩) ويمكن القول في هذا الشأن إن مسألة التأثير على سعر السهم هي مسألة نسبية نوعاً ما، وفي ذلك اختلفت المناهج القانونية فمنهم من تطلب أنه من بعد الإعلان عن المعلومة أن يتم التأثير الجوهري على سعر السهم، والمنهج الآخر تطلب فقط احتمالية التأثير على سعر السهم. وفي ذلك راجع: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٣.

٤ - أن تكون المعلومة متعلقة بورقة مالية أو بمصدر الورقة المالية:

من الضروري أن تكون المعلومة غير المعلن عنها متعلقة بورقة مالية، أي بسهم أو بمصدر الورقة المالية^(٦٠)، أي متعلقة بصورة مباشرة أو غير مباشرة بالسهم أو الشركة المصدرة لهذا السهم، فلا يمكن أن نكون بصدد عملية استغلال المعلومات الداخلية إلا إذا كانت هذه المعلومة متعلقة بالورقة المالية أو الشركة المصدرة لها، فمن غير المنطقي أن تكون المعلومة محل الاستغلال متعلقة بخصوصيات عضو مجلس الإدارة أو بمعلومات عامة متعلقة بسوق التداول مثلاً، فمن المهم التنويه بأنه إذا كانت المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على سعر السهم غير متعلقة بالسهم ذاته أو الشركة المصدرة له فإنها تتعلق بالتلاعب وليس الاستغلال.

المطلب الرابع

التنظيم القانوني لحظر استغلال المعلومات الداخلية وفقاً للقانون الكويتي

بالنسبة للتنظيم القانوني لعمليات استغلال المعلومات الداخلية، فإنه يمكن القول بأن الحظر والتجريم الحقيقي قد جاء وفق القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء هيئة سوق المال^(٦١)، حيث إن هذا القانون وإن كان قد صدر متأخراً بالمقارنة لتاريخ تأسيس سوق الكويت للأوراق المالية، إلا أن صدوره كان على أثر نتيجة أزمة الثقة لعام ٢٠٠٨ التي تعرض لها السوق^(٦٢). ففي القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ نص المشرع الكويتي على حظر استغلال المعلومات الداخلية في المادتين ١١٨ و ١١٩^(٦٣)،

(٦٠) انظر: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٥.

See also Mathias M. Seims, ibid, p. 6.

(٦١) حيث إنه في حقيقة الأمر التنظيم التشريعي لعملية استغلال المعلومات الداخلية قد نظم من قبل وفقاً لقانون الشركات إلا أنه كان يشوبه بعض أوجه من القصور، فلم يكن قانون الشركات رادعاً لتلك العمليات ولم يتم تنظيم المسألة من ناحية جنائية، هذا بالإضافة إلى أن عقوبة الغرامة والتي لا تقل عن عشرة دنانير ولا تزيد على مائتي دينار لم تشكل رادعاً حقيقياً، ومن جانب آخر صفة الضبطية القضائية التي لم تكن متاحة في ذلك الوقت لسوق الكويت للأوراق المالية، كل ذلك من شأنه أن يضعف هذا التنظيم القانوني. راجع في ذلك: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص. ١٠٨.

(٦٢) راجع سابقاً مقدمة البحث.

(٦٣) سوف نعرض المواد بالتفصيل لاحقاً.

فخصص المشرع باباً للجرائم والعقوبات، وتكلم عن عدة عمليات تهدد كفاءة السوق ومنها عمليات الإساءة مثل استغلال المعلومات الداخلية والتلاعب، هذا بالإضافة إلى تنظيم عمليات الإفصاح والاستحواذ وغيرها من العمليات التي تشكل مخالفتها جرائم تهدد سلامة سوق المال^(٦٤).

ومن الجدير بالذكر هنا أن المشرع الكويتي لم تكن هذه بدايته لتنظيم مسألة استغلال المعلومات الداخلية، فمن الواجب التنويه بأن قانون الشركات الكويتي القديم (الملغي) وقانون الشركات الكويتي رقم ١ لسنة ٢٠١٦ (الحالي) قد حظرا استغلال المعلومات الداخلية، أي أن عملية استغلال المعلومات الداخلية محظورة وفقاً للقانون الكويتي منذ عام ١٩٧٣^(٦٥)، ففي قانون الشركات الحالي نصت المادة ٢٢٦ على أنه "لا يجوز لرئيس أو عضو مجلس الإدارة، ولو كان ممثلاً لشخص طبيعي أو اعتباري، أن يستغل المعلومات التي وصلت إليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة لنفسه أو لغيره، كما لا يجوز له التصرف بأي نوع من أنواع التصرفات في أسهم الشركة التي هو عضو في مجلس إدارتها طيلة مدة عضويته إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة، وتضع الهيئة القواعد التي تنظم " (٦٦).

وعليه فإن عملية استغلال المعلومات الداخلية منظمة في القانون الكويتي تحت مظلة قانون الشركات، والقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء هيئة سوق المال، وقانون الشركات أيضاً، إلا أنه وفقاً للمادة ٢٢٦ سابقة الذكر يتبين أن المشرع حظر على عضو مجلس الإدارة أن يستغل المعلومات التي اطلع عليها بحكم منصبه في

(٦٤) راجع المواد ١١٨، ١١٩، ١٢٠، ١٢١، ١٢٢، ١٢٣، ١٢٤، ١٢٥ من الفصل الحادي عشر من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

(٦٥) قانون الشركات التجارية القديم الملغي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ والذي عدل بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٧٣.

(٦٦) وذات الحظر قد جاء في قانون الشركات التجارية القديم الملغي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ والذي عدل بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٧٣، ونصت المادة رقم ١٤٠ على "..... لا يجوز لعضو مجلس الإدارة..... أن يستغل المعلومات التي وصلت إليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة لنفسه أو لغيره، كما لا يجوز له بيع أو شراء أسهم الشركة التي هو عضو في مجلس إدارتها طيلة مدة عضويته فيها". ويقول د. أحمد الملحم في هذا الشأن: "إن هذا الحظر لا يوجد له تشريع مقارب في القوانين المقارنة على أغلب الظن"، راجع: أحمد الملحم، "مدى صحة حظر بيع أو شراء عضو مجلس الإدارة أسهم الشركة التي يتولى عضوية مجلس إدارتها، الوارد في عجز الفقرة الأخيرة من المادة رقم (١٤٠) من قانون الشركات التجارية (تعليق على حكم محكمة التمييز رقم ٢٠٠٩/٩٢٦ تجاري ٤ الصادر بتاريخ ٢٤/٦/٢٠١٠"، (سبتمبر ٢٠١١) العدد ٣ السنة ٣٥، مجلة الحقوق، ص ٤٣٩.

شراء أو بيع أسهم الشركة التي هو عضو في مجلس إدارتها، سواء استفاد من هذه المعلومات لنفسه أو لغيره، هذا بالإضافة إلى أن المشرع قد تشدد في الحظر ومنع عضو مجلس الإدارة من تداول أسهم الشركة التي هو عضو في مجلس إدارتها طيلة فترة عضويته فيها^(٦٧). لكن هذه المادة لم تعرف عملية استغلال المعلومات الداخلية أو تعرف المعلومة الممنوع استغلالها.

أما بالنسبة للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ فقد نظم المشرع هذه المسألة وفقاً للمادتين ١١٨ و ١١٩، ونصت المادة ١١٨ على أن "يعاقب كل مطلع 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 مطلع مع علمه بطبيعة تلك المعلومات بغرض تحقيق "أي منفعة له أو لغيره".

ف نجد أن هذا النص قد تضمن حظر استغلال المعلومات الداخلية من خلال شرح العملية ذاتها دون تعريفها ودون النص على اصطلاح العملية، إلا أنه يمكن من خلال المادة ١١٨ شرح عملية الاستغلال بأنها بيع وشراء السهم بناء على معلومات داخلية، وأيضاً الكشف عن المعلومة وإعطاء مشورة على أساسها، فكل هذه الأمور تشكل عملية استغلال المعلومات الداخلية.

ومن جانب آخر، فقد توسع هذا الحظر ليشمل المطلع الذي قام بالعمليات السابقة، وأيضاً ليشمل الشخص المستفيد من المعلومات الداخلية، فالمطلع هو أي شخص اطلع بحكم موقعه على معلومات أو بيانات ذات أثر جوهري عن شركة مدرجة لم تكن متاحة للجمهور، فيمكن القول بأن المطلع في ظل قانون الشركات هو عضو مجلس الإدارة، أما في ظل القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء هيئة سوق المال توسع ليشمل أي شخص يمكن أن يطلع على هذه المعلومات ولو لم يكن من أعضاء مجلس الإدارة، فقد يكون المطلع عضو مجلس إدارة، وقد يكون المطلع شخصاً آخر توافرت له ظروف الاطلاع بنفس الدرجة أو بدرجة أعلى كبعض الموظفين^(٦٨).

(٦٧) انظر: أحمد الملحم، "مدى صحة حظر بيع أو شراء عضو مجلس الإدارة أسهم الشركة التي يتولى عضوية مجلس إدارتها، الوارد في عجز الفقرة الأخيرة من المادة رقم (١٤٠) من قانون الشركات التجارية (تعليق على حكم محكمة التمييز رقم ٢٠٠٩/٩٢٦ تجاري ٤ الصادر بتاريخ ٢٤/٦/٢٠١٠"، مرجع سابق، ص ٤٣٩.

See Barry Rider, ibid, p. 4.

(٦٨)

وفي ذلك نصت اللائحة التنفيذية الجديدة لقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ على تعريف المطلع بكل تفصيل، فوفقاً للمادة ٢-٤ "يعد مطلعاً كل شخص اطلع بحكم موقعه على معلومات أو بيانات ذات أثر جوهري عن شركة مدرجة لم تكن متاحة للجمهور، ويشمل ذلك الحالات التالية:

١ - أعضاء مجلس الإدارة والجهاز الإداري لدى الشركة المدرجة وشركتها الأم وشركاتها التابعة الذين لديهم معلومات داخلية تتعلق بالشركة المدرجة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

٢ - موظفو الجهات الأخرى الذين يطلعون على معلومات داخلية تتعلق بالشركة المدرجة أو بالأوراق المالية المدرجة، ويدخل في ذلك مراقب الحسابات والجهات الاستشارية، ووكالات التصنيف الائتماني.

٣ - المساهمون الذين أطلعهم ممثلوهم بمجلس إدارة الشركة المدرجة عما لديهم من معلومات داخلية عن هذه الشركة.

٤ - موظفو الشخص المرخص له ممن توافر لديهم معلومات عن قيام أحد العملاء ببيع أو شراء ورقة مالية مدرجة.

٥ - الأشخاص الذين يطلعون - بشكل غير مشروع - على المعلومات الداخلية عن شركة مدرجة، أو تداول ورقة مالية مدرجة.

٦ - أي شخص ينطبق عليه تعريف المطلع."

وبالنسبة للمعلومة محل الاستغلال، لم نجد لها شروطاً واضحة لما يعده المشرع معلومة وما لا يعد معلومة، حيث نرى أن القانون لم يكن مسعفاً في تعريف المعلومات الداخلية، فجاء النص غير دقيق في وضع حدود أو إطار للمعلومة الداخلية التي هي محل الحظر، هذا بالإضافة إلى أن اللائحة التنفيذية القديمة للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ لم تعرف المعلومة أو تضع إطاراً أو شروطاً لها^(٦٩). على عكس اللائحة التنفيذية الحالية والتي نظمت الموضوع بقدر من الدقة والتفصيل، فنصت في كتاب (سلوكيات السوق) في المادة ٢-٢ على "تعريف المعلومات الداخلية:

يجب أن يتوافر في المعلومات الداخلية الشروط التالية:

١ - أن تتعلق بورقة مالية أو بشركة مدرجة في البورصة.

٢ - ألا تكون متاحة للجمهور بأي شكل من الأشكال.

(٦٩) اللائحة التنفيذية القديمة هي التي كانت سارية وقت صدور الحكم.

٣ - أن يكون من شأنها التأثير على سعر أو تداولات ورقة مالية." المادة ٢-٣ نصت على أن "لا تعد المعلومات داخلية في الأحوال التالية:

- ١ - إذا تم الإفصاح عنها في البورصة.
- ٢ - إذا كانت ضمن سجلات متاحة للاطلاع عليها من أي شخص.
- ٣ - إذا كانت عبارة عن تحليل فني أو دراسة بحثية عن ورقة مالية، وتم إعدادها بناء على معلومات متاحة للجمهور."

من خلال هاتين المادتين من كتاب (سلوكيات السوق) يتضح أن المعلومة وفقاً للمشرع الكويتي الحالي لها شروط واضحة تميزها عن غيرها من العمليات المشابهة كالتلاعب مثلاً، فيشترط أن تكون المعلومة متعلقة بورقة مالية أو بالشركة المصدرة لها، وأن تكون داخلية، أي غير معلن عنها، أي كما نصت اللائحة، غير متاحة للجمهور، وأخيراً أن تكون مؤثرة على سعر السهم. ومن جانب آخر تتحول المعلومة من داخلية إلى علنية إذا تم الإفصاح عنها، أو كانت متاحة للاطلاع عليها من أي شخص، أو إذا كانت عبارة عن تحليل فني ومالي.

فمسألة تحول المعلومة إلى علنية متى تم الإعلان عنها يثير بعض التساؤلات عن كيفية الإفصاح عنها، أو بعبارة أدق ما هي المرحلة من الإفصاح التي يمكن من بعدها القول بأن المعلومة خرجت من إطار كونها داخلية، فهل إذا تم الإعلان عنها من قبل الشركة لإدارة السوق تتحول إلى معلومة علنية، أم يشترط أن يتم الإعلان عنها رسمياً في إعلانات السوق لجميع المتداولين من قبل إدارة الإفصاح حتى يمكن القول بأنها غير داخلية؟ وماذا لو تقاعست إدارة السوق في الإعلان رسمياً عن المعلومة، فهل تظل المعلومة سرية أم تصبح علنية؟

ومن جانب آخر، فقد نصت المادة ٢-٣ (البند ٣) بعدم اعتبار المعلومة داخلية إذا كانت ضمن سجلات متاحة للجمهور، فالحقيقة أن هذا النص يكتنفه بعض الغموض وعدم التوصيف الدقيق، فأية سجلات يقصد بها؟ بل كان من الأرجح النص على سجلات السوق أو هيئة سوق المال. وأخيراً، فقد نصت ذات المادة على أن التوصيات أو التحليلات الفنية أو المالية لسهم ما لا تعد معلومة داخلية، ولكن يشترط أن تكون هذه التحليلات مستندة إلى معلومات معلن عنها في البورصة متاحة لجميع المتداولين، فقد يتسع المقام هنا لتوضيح مسألة التحليلات الفنية والمالية بأنها يجب أن تكون منظمة بصورة دقيقة مع تحديد اشتراطات معينة لمعلنينها، آخذين بالاعتبار بأن هذه التوصيات والتحليلات ما هي بالنهاية إلا مؤثر على سعر السهم، وعلى رأي المتداول في السوق، فيجب أن يكون الشخص المقدم لهذه الدراسات الفنية صاحب

رخصة حتى نتجنب الدخول في دائرة عملية التلاعب بسعر السهم من خلال الأخبار أو الإشاعات بقصد التأثير على المتداولين في الشراء أو البيع.

المطلب الخامس

التفسير القانوني للمعلومة محل الاستغلال وفقاً للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠

مما سبق عرضه نخلص إلى أن مفهوم المعلومة كان مبهماً إلى حد ما في ظل اللائحة التنفيذية القديمة للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠. أما الآن وفي ظل اللائحة الجديدة فالمعلومة محل الاستغلال معرفة أكثر ومحددة شروطها، وتتميز عن العمليات الأخرى المحظورة المشابهة لها في ظل القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، فنصت اللائحة على أن تكون المعلومة داخلية ومؤثرة ومتعلقة بورقة مالية أو بشركة مدرجة في البورصة.

لكن ما يعنينا في هذا الشأن مفهوم المعلومة وقت صدور الحكم محل القضية والذي لم يكن واضحاً من الناحية القانونية، إلا أنه يمكن استنباط شروط المعلومة وفقاً لنص المادة ١١٨ ذاتها بطريقة غير مباشرة، حيث نص المشرع على "بيع أو شراء ورقة مالية أثناء حيازته لمعلومات داخلية عنها" وعليه فافتراض المشرع هنا شرطاً باعتبار المعلومة داخلية أي غير معلن عنها، وأيضاً تعلقها بورقة مالية وخصوصاً عندما نص على "معلومات عنها" أي عن الورقة المالية، هذا بالإضافة إلى افتراض المشرع بأن تكون المعلومة صحيحة ومؤثرة عندما نص المشرع على "تداول بناء على تلك المعلومات" أي قد تفسر أن هذه المعلومات كان لها أثر في اتخاذ أمر التداول سواء بالشراء أو البيع، وأيضاً افتراض بأن تكون متعلقة بالشركة أو السهم كما سبق القول، هذا بالإضافة إلى النص "اتصل بعلمه بحكم طبيعة عمله أو وظيفته أو منصبه".

ومن جانب آخر، ربط المشرع عملية استغلال المعلومات الداخلية بالمنتفع وليس فقط المطلع، أي أن المحظور عليه استغلال هذه المعلومة الداخلية أو الإفصاح عنها هو أي شخص اطلع على معلومات داخلية وانتفع من هذه المعلومات، لكن بشرط أن تكون هذه المعلومات داخلية غير معلن عنها، فخلاصة القول أن المفهوم القانوني للمعلومة وقت صدور الحكم هو بأن تكون المعلومة داخلية ومؤثرة ومتعلقة بالسهم أو الشركة المصدرة. ويثار التساؤل في هذا الشأن، ما مدى تطبيق القاضي لهذا المفهوم على الحكم القضائي محل البحث؟ وهذا ما سنحاول الإجابة عنه في المبحث القادم.

المبحث الثاني بيان الحكم محل البحث والتعليق عليه

في هذا المبحث نعرض الحكم القضائي محل البحث والذي تدور وقائعه حول عملية استغلال المعلومات الداخلية، فنتناول أولاً الأساس القانوني للقضية محل الحكم، ومن ثم نعرض وقائع القضية، ثم حكم المحكمة الكلية ومحكمة الاستئناف، وأخيراً نحاول الإجابة عن تساؤل البحث، ومدى تطبيق المحكمة لمفهوم المعلومة على القضية المعنية، محاولين في ذلك تحليل أسباب الحكم، وأسباب إدانة المتهمين بتهمة استغلال المعلومات الداخلية، والبحث عن انطباق هذه العملية وعناصرها على المتهمين. وعليه ينقسم المبحث إلى خمسة مطالب.

المطلب الأول النصوص القانونية التي استند إليها الحكم

في الحقيقة إن الأساس القانوني الذي تطرق إليه حكم المحكمة الكلية رقم ١٧ لسنة ٢٠١٣ - أسواق المال - بتاريخ ٢٤/٣/٢٠١٤ في تحليل القضية محل البحث هو المواد رقم ١١٨ و ١١٩ و ١٢٢ من قانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، ويمكن القول إن هذه المواد يمكن ترجمتها بأنها الخاصة بعمليات الإساءة إلى أسواق المال "Market Abuse"، وهما عملياً استغلال المعلومات الداخلية وعمليات التلاعب.

فالمادتان رقم ١١٨ و ١١٩ تتعلقان باستغلال المعلومات الداخلية، حيث تنص المادة ١١٨ على أن "يعاقب بالحبس مدة لا تجاوز خمس سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن قيمة المنفعة المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها، أو مبلغ عشرة آلاف دينار - أيهما أعلى - ولا تتجاوز ثلاثة أضعاف قيمة المنفعة المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها، أو مبلغ مائة ألف دينار - أيهما أعلى - أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل مطلع 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 مطلع مع علمه بطبيعة تلك المعلومات بغرض تحقيق أي منفعة له أو لغيره" (٧٠).

(٧٠) انظر: المادة ١١٨ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، عدلت هذه المادة بموجب القانون رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٥.

وتنص المادة ١١٩ والتي قد تكون مكتملة للمادة السابقة ومتعلقة أيضاً بعملية استغلال المعلومات الداخلية على أن "يعاقب بالحبس مدة لا تجاوز سنة وبغرامة لا تقل عن ثلاثة آلاف دينار ولا تجاوز عشرة آلاف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل من يخضع لأحكام هذا القانون وأفشى سراً اتصل بعلمه بحكم طبيعة عمله أو وظيفته أو منصبه. وتكون العقوبة الحبس مدة لا تجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تجاوز مائة ألف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين، إذا ثبت أنه حصل بأي شكل من الأشكال على منفعة أو مصلحة أو مقابل لنفسه أو لغيره مقابل إفشاء السر أو المعلومة" (٧١).

أما عمليات التلاعب market manipulation فنص عليها القانون بكل تفصيل في المادة رقم ١٢٢ والتي تنص على أن "يعاقب بالحبس مدة لا تجاوز خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تجاوز مائة ألف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل من ثبت قيامه عمداً بأحد الأفعال الآتية: ١- تصرف تصرفاً ينطوي على خلق مظهر وإيحاء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي لورقة مالية أو لسوق الأوراق المالية عن طريق: - أ- الدخول في صفقة بشكل لا يؤدي إلى تغيير فعلي في ملكية الورقة المالية. ب- إدخال أمر شراء أو بيع ورقة مالية، وهو على علم بأن أمراً مقارباً من حيث الحجم والسعر وزمن البيع أو الشراء لتلك الورقة المالية قد تم أو سيتم إصداره من قبل نفس الشخص أو أشخاص يعملون باتفاق مع ذلك الشخص. ٢- كل من أبرم صفقة أو أكثر في ورقة مالية من شأنها: أ - رفع سعر تلك الورقة المالية لنفس المصدر، بهدف حث الآخرين على شرائها. ب - تخفيض سعر تلك الورقة المالية لنفس المصدر، بهدف حث الآخرين على بيعها. ج - خلق تداول فعلي أو وهمي بهدف حث الآخرين على الشراء أو البيع. وتضع الهيئة القواعد التي تبين الحالات التي تقع فيها الأفعال المنصوص عليها في البندين (١/أ، ٢/ج)، وتحدد تلك القواعد الممارسات المشروعة المستثناة من تطبيق حكم هذه المادة" (٧٢).

وكما سبق القول هذا البحث مختص فقط بعمليات استغلال المعلومات الداخلية، وتم عرض المادة رقم ١٢٢ والخاصة بعمليات التلاعب على سبيل الاستئناس فقط، حيث إن هذا الحكم بعيد عن عمليات التلاعب.

(٧١) انظر: المادة ١١٩ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، عدلت هذه المادة بموجب القانون رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٥.

(٧٢) انظر: المادة ١٢٢ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، عدلت هذه المادة بموجب القانون رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٥.

المطلب الثاني وقائع القضية محل الحكم

تدور وقائع القضية محل البحث حول شركة كويتية مساهمة، وهي بنك كويتي مدرج في سوق الكويت للأوراق المالية^(٧٣)، وقيام هذا البنك ببيع أسهم الخزينة لديه، وما أثار شك وريبة المحكمة أن رئيس مجلس إدارة هذا البنك هو شقيق المشتري لهذه الأسهم، والذي هو عضو مجلس إدارة البنك المعني.

ويمكن تلخيص وقائع القضية في أن هذا البنك المعني أراد بيع أسهم الخزينة رغبة منه في زيادة رأس مال الشركة، وفي ذلك فوضت الجمعية العامة العادية للمساهمين مجلس إدارة البنك في بيع وشراء أسهم الشركة، كما تمت الموافقة من قبل بنك الكويت المركزي للبنك المعني بالتصرف في أسهمه بنسبه ١٠٪ من رأسماله خلال مدة ستة أشهر في الفترة من ٣٠ مايو ٢٠١٢ إلى ١٢ ديسمبر ٢٠١٢، ناهيك عن أن البنك قد أخطر مدير إدارة الرقابة في البورصة برغبة البنك ببيع عدد ١٥٦٠٠٠٠ سهم من أسهم الخزينة خلال الفترة القادمة.

وفي المقابل فإن مشتري أسهم الخزينة كان قد حصل على موافقة البنك المركزي بطلب زيادة رأس ماله في البنك لنسبة ٧٪ بتاريخ ١٠ مايو ٢٠١٢ خلال مدة ٣ أشهر، هذا بالإضافة إلى قيام المشتري بتوجيه كتاب إلى مدير إدارة الإفصاح بتاريخ ١٦ مايو ٢٠١٢ يخطره بموافقة البنك المركزي على زيادة حصته في أسهم البنك المعني.

وقد بدأت وقائع القضية بقيام تداولات حول سهم البنك المعني في الفترة ما بين ١٥ مايو ٢٠١٢ إلى ٢٦ يوليو ٢٠١٢ وزيادة ملكية أحد المساهمين وهو المتهم الثاني في القضية لتصل إلى نسبة ٦٨،٤٪، حيث إن هذه التداولات قد تمت من خلال إدخال رئيس مجلس إدارة البنك (المتهم الأول) بأمر بيع لعدد ١٥٦٠٠٠٠٠ سهم من أسهم

(٧٣) ويجب الإشارة هنا إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية هو المرخص له كبورصة رسمية للأوراق المالية حتى صدور قرار مجلس مفوضي هيئة سوق المال رقم ٣٧ لسنة ٢٠١٣، فمن خلال هذا الأخير منحت هيئة أسواق المال ترخيص بورصة شركة مساهمة لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية وأصبحت شركة بورصة الكويت، وفي ذلك راجع المادة رقم ٣٣ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، ولتوحيد الأسماء في هذا البحث سيتم استخدام الاسم القديم لبورصة الكويت والذي كان سارياً وقت القضية وهو سوق الكويت للأوراق المالية، الموقع الرسمي لبورصة الكويت:

<http://www.boursakuwait.com.kw/A/Default.aspx> (last visited 23rd Nov 2017).

الخزينة في بداية فترة إدخال الأوامر في السوق، وفي المقابل قام المتهم الثاني بإدخال أوامر شراء لجميع الأسهم المعروضة من قبل البنك في الدقائق الأولى لفترة التداول.

فهذه التداولات قد أثارت شك إدارة الرقابة في سوق الكويت للأوراق المالية وأيضاً هيئة أسواق المال، وذلك ما دفع رئيس مفوضي هيئة أسواق المال بتقديم بلاغ إلى النائب العام بتاريخ ١٨/٤/٢٠١٣ بوقوع مخالفة للمادتين ١١٩، ١٢٢ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، حيث اتضح للهيئة وقوع هذه المخالفات على تداولات أسهم البنك المعني خلال الفترة من ١٥/٥/٢٠١٢ إلى ٢٦/٧/٢٠١٢.

وقد تمثل ادعاء إدارة التحقيق بأن المتهم الأول كونه رئيس مجلس إدارة البنك فهو مطلع على المعلومات الداخلية للبنك، وعليه فإنه استغل هذه المعلومات الخاصة ببيع أسهم الخزينة، وأفشى هذه المعلومات الداخلية إلى شقيقه الذي قام بدوره بشراء هذه الأسهم، فباختصار أفشى المتهم الأول سراً اتصل بعلمه بحكم منصبه للمتهم الثاني عن كمية وتوقيت عرض أسهم خزينة البنك. وجاء اتهام مشتري هذه الأسهم (المتهم الثاني) بأن تصرفه في شراء هذه الكمية من الأسهم ينطوي على خلق مظهر وإيحاء مضلل بشأن التداول الفعلي للسهم، وهو شراء سهم بمبلغ قدره عشرة ملايين ومائة وأربعة وخمسون ألفاً وخمسمائة ١٠,١٥٤,٥٠٠ دينار كويتي.

وفي تحقيقات النيابة العامة مع رئيس مجلس الإدارة، المتهم الأول فإنه أقر بإصداره أوامر بيع بعدد ١٩٦٠٠٠٠ من أسهم الخزينة للبنك وشراء المتهم الثاني والذي يقربه لهذه الأسهم، وأيضاً بتحقيق النيابة مع مشتري الأسهم المتهم الثاني أقر بشرائه لتلك الأسهم.

المطلب الثالث

حكم المحكمة الكلية (الدرجة الأولى)

نظرت المحكمة الكلية هذه الدعوى بالوقائع سابقة الذكر، حيث تقدم رئيس مفوضي هيئة سوق المال ببلاغ إلى النائب العام بتاريخ ١٨ ابريل ٢٠١٣ عن وقوع الجريمة المنصوص عليها في المادتين ١١٩ و ١٢٢ من قانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، وتبين للمحكمة من تقرير هيئة أسواق المال أن رئيس مجلس إدارة البنك (المتهم الأول) قام بإفشاء أسرار وصلت بحكم عمله ومنصبه إلى شقيقه (المتهم الثاني) عن وقت وكمية عرض أسهم خزينة البنك، هذا بالإضافة إلى شبهة خلق إيحاء زائف ومضلل بشأن تداول أسهم البنك من خلال بيع ١٥,٦٠٠,٠٠٠ سهم باتفاق سابق بينهم.

وفي ذلك قدم كل من المتهمين رئيس مجلس إدارة البنك ومشتري الأسهم المستندات التي تنفي عنهم التهم، حيث قدما:

- ١ - صورة لتفويض الجمعية العامة العادية للمساهمين لمجلس إدارة البنك في بيع وشراء أسهم البنك.
- ٢ - صورة موافقة البنك المركزي للبنك المعني بالتصرف في أسهمه بنسبة ١٠٪ من رأسماله من تاريخ ٣٠ مايو ٢٠١٢ إلى ١٢ ديسمبر ٢٠١٢.
- ٣ - صورة لكتاب موجه من البنك إلى إدارة الرقابة في السوق بتاريخ ٢٤ يوليو ٢٠١٤ ليخطرهم برغبة البنك ببيع عدد ١٥,٦٠٠,٦٠٠ سهم في الفترة القادمة.
- ٤ - صورة موافقة من البنك المركزي لطلب المتهم الثاني لزيادة نسبته في رأس مال الشركة إلى ٧٪ بتاريخ ١٠ مايو ٢٠١٢ ولمدة ٣ أشهر.
- ٥ - صورة لكتاب موجه من المتهم الثاني إلى إدارة الإفصاح في السوق بتاريخ ١٦ مايو ٢٠١٠ ليخطرهم بموافقة البنك المركزي على زيادة حصته في أسهم البنك محل القضية.

إلا أن المحكمة وجدت أن الثابت لها بعد الاطلاع على أوراق الدعوى والمستندات المقدمة، أن البنك وإن كان قد حصل على تفويض من الجمعية العامة العادية ببيع جزء من رأس مال البنك إلا أن هذا التفويض لم يحدد به وقت البيع، حيث نص الحكم على "حيث إنه بالبناء على ما سلف وهدياً به، فإن الثابت للمحكمة من اطلاعها على أوراق الدعوى ومستنداتها إن صورة الواقعة حسبما اعتنقتها المحكمة تتحصل في أن البنك كان قد تحصل على تفويض من الجمعية العمومية له ببيع جزء من رأس ماله دون تحديد لوقت البيع، كما تحصل على إذن من البنك المركزي بالتصريح له في بيع أسهمه بحدود ١٠٪ من تاريخ ٣٠ مايو ٢٠١٣ وحتى ١٢ ديسمبر ٢٠١٢، كما هو ثابت بالكتاب الصادر عن بنك الكويت المركزي بتاريخ ٣٠ مايو ٢٠١٢، وذلك في الوقت الذي إذن فيه للمتهم الثاني بزيادة نسبته في رأس مال البنك إلى ٧٪ لمدة ثلاثة أشهر من تاريخ موافقته في ١٤ مايو ٢٠١٢، ثم أنه في الفترة من ٢١ مايو ٢٠١٢ وحتى ١٨ يوليو ٢٠١٢ قام المتهم الثاني بشراء أسهم البنك المعروضة للبيع ومقدارها ثلاثة ملايين وسبعمئة وثمانية وستون ألفاً وستمئة وثلاثة وأربعون سهماً موزعة على تسع صفقات، وفي يوم الواقعة بتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٢ قام البنك بإدخال أربعة أوامر بيع لعدد ١٥,٦٠٠,٠٠٠ سهم من أسهم الخزينة مع بداية فترة إدخال الأوامر في سوق الكويت للأوراق المالية، ثم قام المتهم الثاني بإدخال أربعة أوامر شراء لكامل العدد المعروض للبيع في الدقائق الأولى من بداية الجلسة.

حيث إن صورة الواقعة على النحو السالف بسطه تقطع باتصال يد المتهمين بالإثم المحمول على كل منهما بعد استقام دعوته على الدليل المعتبر قانوناً والمستمد مما أفرزته أوراق الدعوى ومستنداتها، وذلك أخذ من جميع الظروف والدلائل والقرائن المتضافرة على ثبوت الأوصاف المقدم بها المتهمان للمحاكمة الجزائية. وذلك إن الثابت للمحكمة أن المتهم الأول وهو مطلع بحكم موقعه كرئيس لمجلس إدارة البنك على معلومة اعتزام البنك بيع ما مجموعه ١٥,٦٠٠,٠٠٠ سهم من أسهم الخزينة في يوم ٢٦ يوليو ٢٠١٢ دون أن تكون هذه المعلومة متاحة للجمهور، قام باستغلال تلك المعلومة وأفشى السر بشأنها المتهم الثاني الذي يعلم أنه يسعى إلى زيادة نسبته في رأس مال البنك إلى نسبة ٧٪، وهو ما يحقق لهما موقعاً مالياً في البنك ذا أثر بالغ التوجيه عمله لرعاية مصالحهما وتعزيز مكانتهما فيه، ويشير إلى ذلك ويدل عليه واقعه بين أسهم الخزينة محل التهمة الأولى المقدم بها كل من المتهمين".

حيث رأت المحكمة أنه يوم الواقعة ٢٦ يوليو ٢٠١٢ قام البنك بإدخال أربعة أوامر بيع لبيع ١٥,٦٠٠,٠٠٠ سهم من أسهم الخزينة في بداية فترة إدخال الأوامر من جلسة التداول، ثم قام المتهم الثاني بإدخال أربعة أوامر شراء لكامل العدد المعروض للبيع في الدقائق الأولى من بداية يوم التداول، فعليه فإن الثابت للمحكمة أن المتهم الأول هو مطلع بحكم منصبه كرئيس مجلس إدارة البنك، فاطلع على معلومة اعتزام البنك بيع ١٥,٦٠٠,٠٠٠ سهم من أسهم الخزينة في يوم ٢٦ يوليو ٢٠١٢، ولم تكن هذه المعلومة متاحة للجمهور، وقام باستغلالها وإفشائها لشقيقه (المتهم الثاني) وهو يعلم أنه يسعى لزيادة نسبته في رأس مال البنك إلى ٧٪، وقام المتهم الثاني بناء على علمه بهذه المعلومة الداخلية بإدخال أوامر شراء بذات القيمة والقدر بعد دقائق قليلة تصل إلى ما يقارب ١٢ دقيقة من أوامر البيع وذلك من خلال شركة الوساطة المالية التي عرض من خلالها المتهم الأول أسهم الخزينة، وذلك بناء على المعلومة التي أفشى سريتها المتهم الأول كما نص في الحكم "فقام الثاني بناء على علمه بتلك المعلومة التي أفشى سرها المتهم الأول بإدخال أربعة أوامر شراء بذات القيمة والقدر بعد دقائق قليلة تصل إلى اثنتي عشرة دقيقة من خلال .."

فتمت الصفقات الأربع، ورأت المحكمة أن في ذلك مخالفة لنصوص القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ على النحو السالف الذكر، حيث نص الحكم على "فتمت الصفقات الأربع بالمخالفة لنصوص مواد القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ على النحو السالف الذكر إذ افترض المشرع استغلال المطلع لتلك المعلومة المطلع عليها في البيع أو الشراء، إلا إن استطاع أن يثبت عكس ذلك بنفي قيامه بالبيع أو الشراء على أساسها، وهو ما

لم يتحقق له أمام هذه المحكمة التي تجيب عما أثاره المتهم الأول - لإثبات عدم قيامه بالبيع على أساس تلك المعلومات - من أن المتهم الثاني على علم بوجود تفويض من الجمعية العمومية للبنك في بيع جزء من أسهم خزينته لمجلس إدارته ممثلاً في المتهم الأول باعتباره عضواً في الجمعية العمومية للبنك، أن ذلك التفويض غير محدد فيه وقت معين لبيع تلك الأسهم حتى يصح القول بأن المتهم الثاني كان على علم باعتزام المتهم الأول بيع أسهم خزينة البنك في يوم الواقعة بذلك المقدار وتلك الأسعار التي تستلزم مبالغ ضخمة من الأموال لشرائها، وهو ما لا يحقق العدالة بين جمهور المتداولين الذين كانوا في غفلة عما اتفق عليه المتهمان الأول والثاني للاستفراء بشراء كامل كمية الأسهم دون تمكين أحد من المتداولين من شرائها، المتهم الثاني قيامه بمخاطبة مدير إدارة الرقابة في سوق الكويت للأوراق المالية بتاريخ ٢٤ يوليو ٢٠١٢ لإبلاغه برغبة البنك ببيع تلك الأسهم خلال الفترة القادمة، وإن تلك المخاطبة لا تضيف على هذه المعلومة وصف المتاحة للجمهور، وذلك لضيق تداولها وعدم الإعلان عنها للجمهور أو جعلها في متناول أيديهم حال سؤالهم عنها".

بعبارة أدق فإنه على الرغم من قيام البنك بإبلاغ مدير إدارة الرقابة في سوق الكويت للأوراق المالية بتاريخ ٢٤ يوليو ٢٠١٢ برغبة البنك ببيع أسهم الخزينة خلال الفترة القادمة، لم تقتنع المحكمة بأن هذه المعلومة متاحة للجمهور، وتأسيساً على ما سبق، أصدرت المحكمة الكلية الحكم رقم ١٧ لسنة ٢٠١٣ - أسواق المال - بتاريخ ٢٤/٣/٢٠١٤ بتغريم المتهم الأول مبلغ مليون ونصف دينار كويتي، ورد مبلغ مقداره مليون ونصف المليون دينار كويتي، وتغريم المتهم الثاني مبلغ مائة ألف دينار كويتي.

المطلب الرابع حكم محكمة الاستئناف

أقام كل من المتهم الأول رئيس مجلس الإدارة والمتهم الثاني وهو مشتري الأسهم استئنافاً، ودفعاً بعدم دستورية المواد ١١٢، ١١٨، ١٢٢، ١٦٤، من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ لمخالفتها لأحكام مواد ٧، ١٦، ١٨، ٣٠، ٣٢، ٣٤ من الدستور الكويتي. ولا نريد الخوض تفصيلاً في هذه المسألة باعتبار أن مسألة الدستورية من عدمه ليست من صميم البحث وموضوع مغاير عن موضوع الدعوى كأصل عام، إلا أنه من الجدير الإشارة إلى أن المحكمة ارتأت عدم جدية هذا الدفع وهو عدم الدستورية، وبررت المحكمة ذلك بأن ارتباط فكرة الانتفاع بفكرة العلم بالمعلومات الداخلية هو ارتباط غير وثيق ويمكن إثبات عكسه، حيث نص الحكم على "... بينما

نجد أن نص المادة ١١٨ لم تعف جهة الاتهام من عبئها الكلي في الإثبات باعتبار أن جهة الاتهام لازال واجب عليها القيام بإثبات علم المنتفع بتلك المعلومات الداخلية والتي جعلت منه في مركز قانوني متميز عن غيره من المتداولين بالأوراق المالية، أما ما جاء من ربط بين الانتفاع والعلم بالمعلومات الداخلية لا يدعو إلا أن يكون قرينة تمثل في حقيقتها ضماناً للأفراد باعتبار أنها قرينة تحمي الأفراد من جور السلطة التقديرية الواسعة التي تمنحها نظرية الإثبات الجنائي للقاضي في معرض فصله في الخصومة الجنائية"، هذا بالإضافة إلى أن المحكمة بينت أن المواد محل الطعن ليست بجرائم سلبية مما تسبب مخالفات دستورية، وإنما هي أنشطة إيجابية من وضع أوامر شراء أو بيع أو غيرها من المسالك الإيجابية، فعليه رفضت المحكمة الدفع بعدم الدستورية ووجدت عدم جديته.

وانتهت المحكمة إلى أن المتهم الأول كونه رئيس مجلس إدارة البنك قد أفشى سراً وصل إليه بحكم منصبه للمتهم الثاني عن وقت وكمية عرض أسهم الخزينة، وأنهما تصرفا تصرفاً ينطوي على خلق مظهر وإيحاء زائف ومضلل بشأن التداول الفعلي لتلك الأسهم وذلك بإدخال أمر بيع وشراء لعدد ١٥,٦٠٠,٠٠٠ سهم باتفاق مسبق فيما بينهما من حيث الحجم والسعر والزمن، حيث نص الحكم على " ... من أن المتهم الأول حال كونه رئيس مجلس إدارة البنك إفشاء للمتهم الثاني أسرار اتصلت بحكم عمله عن وقت وكمية عرض أسهم خزينة البنك، وتصرف المتهمان تصرفاً ينطوي على خلق مظهر وإيحاء زائف ومضلل بشأن التداول الفعلي لتلك الأسهم بإدخال أمر بيع وشراء لعدد خمسة عشر مليون وستمائة ألف سهم باتفاق مسبق بينهما من حيث الحجم والسعر وزمن البيع والشراء".

ومن سرد حكم الاستئناف يتبين أن الاختصاصي بدائرة الادعاء الجنائي بإدارة التحقيق بهيئة أسواق المال وضح أن المتهم الثاني ومن تاريخ حصوله على موافقة البنك المركزي بتاريخ ١٤ مايو ٢٠١٢ وهو يحاول زيادة حصته في البنك عن طريق شراء أسهم البنك من السوق، وحصل على ٣,٧٦٨,٦٤٣ سهم حتى تاريخ ١٨ يوليو ٢٠١٢، إلا أنه بتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٢ وبعد عرض البنك أوامر البيع مارس حقه في الشراء بعد ١٢ دقيقة تقريباً، من خلال ٤ صفقات لم تؤثر على سعر التداول. إلا أن الذي أثار شك إدارة الرقابة فقط كبر حجم الصفقات وليس تأثيرها على سعر السوق، على حد قول الإدارة المشار إليه في الحكم حيث نص على "شهد الاختصاصي بدائرة الادعاء الجنائي بإدارة التحقيق بهيئة أسواق المال من أن المتهم الأول حال كونه رئيس مجلس إدارة شركة مساهمة عامة هو أفشى سراً اتصل بعلمه

بحكم طبيعة عمله لشقيقه المتهم الثاني عن كمية وتوقيت عرض أسهم خزانة البنك، وتصرفاً تصرفاً ينطوي على خلق مظهر وإيحاء زائف ومضلل بشأن التداول الفعلي لتلك الأسهم بإدخال المتهم الأول أمر بيع لعدد خمسة عشر مليون وستمئة ألف سهم من أسهم الخزانة للبنك وهو عالم بأن المتهم الثاني سيدخل أمر شراء لتلك الأسهم مطابق من حيث الحجم والسعر وزمن البيع والشراء لتلك الورقة المالية، وكان ذلك بناءً على اتفاق بينهما، وقد حقق البنك والمتهمة الثاني منفعة من ذلك الاتفاق وإفشاء المتهم الأول للمعلومات، وأضاف في أنه بتاريخ ١٤ مايو ٢٠١٢ أصدر البنك المركزي موافقة لصالح المتهم الثاني بزيادة حصته في أسهم البنك على أن تنتهي الموافقة في ٩ أغسطس ٢٠١٢ وخلال الفترة من ٢١ مايو ٢٠١٢ إلى ١٨ يوليو ٢٠١٢ حاول المذكور زيادة حصته في البنك عن طريق شراء أسهم من السوق، إلا أنه لم يتحصل إلا على ٣٧٦٨٦٤٣ سهم "ثلاثة ملايين وسبعمئة وثمانية وستون ألف وستمئة وثلاثة وأربعون سهم" بسبب ضعف التداول على ذلك السهم، وقبل انقضاء المدة الممنوحة له من البنك المركزي وبتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٢ وبعد أن عرض البنك الأهلي في الساعة العاشرة ونصف صباح ذلك اليوم وفق ممارسة حقه في بيع أسهم الخزانة ومجموعها خمسة عشر مليون وستمئة سهم قام المتهم الثاني في الساعة العاشرة واثنيتي وأربعين دقيقة (١٠،٤٢ - ١٠،٤٣) بشراء جميع تلك الكمية بأربعة أوامر شراء، ولم تلاحظ إدارة الرقابة أي زيادة أو انخفاض في سعر السهم، إلا أن كبر كمية التداول على ذلك السهم أثار الشك لدى الإدارة، وحال تقصيها للأمر تبين لها أن المشتري على صلة قرابة برئيس مجلس إدارة البنك ... مما يثير وجود اتفاق لإجراء الصفقة للتقارب الزمني بين إدخال طلب أوامر البيع وطلب الشراء وتماها في ذات الكمية المعروضة فقط من مكتب الوسيط مخالفاً بذلك قانون تنظيم أسواق المال، وأضاف بأن البنك تحصل بناءً على تلك الصفقات على فائدة مالية قدرها مليون وخمسمئة ألف دينار، ونفى أن يكون المتهمان الأول والثاني قد استفادا مادياً من الصفقة عدا تقديم المتهم الأول خدمة لقربيه المتهم الثاني بتمكينه من زيادة حصته، وخلص إلى أن استفادة المتهم الثاني تمثلت بزيادة نسبة حصته من أسهم البنك بحدود ١٪ وزيادة سيطرة مجموعة عائلته على رأس مال البنك".

هذا بالإضافة إلى إن ضابط المباحث لم يستطع إثبات وجود اتفاق مسبق بين المتهمين، وإنما مارسا حقهما وفقاً للقانون والسبل الصحيحة حيث نص الحكم "شهد ضابط المباحث بأن تحرياته لم تستدل على وجود اتفاق سابق بين المتهمين نافياً الاتهام عنهما، وأضاف من أن المتهمين قد مارسا حقهما وفقاً للقانون بأن قام الأول بأخذ تفويض من الجمعية العمومية للبنك ... ببيع ١٠٪ من أسهم الخزانة، وتقدم

يطلب للبنك المركزي وأسواق المال بحقه بالتصرف وفق المدة المقررة، وأنه قام بالبيع بتلك المدة قانوناً، كما أن المتهم الثاني أظهر رغبته بزيادة نسبة حصته بالبنك وشراء أسهم البنك واستحصل على موافقة البنك المركزي وإدارة أسواق المال وأن تصرفه قانوني".

وعلى الرغم مما سبق خلصت محكمة الاستئناف إلى أن "كمية الأسهم المعروضة على غير المعتاد في السوق بتاريخ معين ووقت معين وتقاربها الزمني مع أمر الطلب وبذات الكمية بين إدخال أمر البيع من قبل المتهم الأول وزمن إدخال أوامر الشراء من المتهم الثاني عن ذات الكمية المعروضة يؤكد وجود اتفاق مسبق، ولا محل للقول إنه بمحض الصدفة، ويدعم ذلك صلة القرابة بين المتهمين بل أن تلك الظروف سألقة البيان يستظهر منها العقل والمنطق إنها لا تجتمع ما لم يكن هناك كشف عن المعلومة وهي توقيت البيع وكمية الأسهم وهو أمر تحت يد المتهم الأول كشف به للمتهم الثاني"، وعليه أيدت المحكمة الحكم المستأنف لتطبق معه أحكام المواد ١١٨، ١١٩، ١٢٢، ١٢٨، ١٢٩ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، إلا إنها لم تؤيده بخصوص تقدير العقوبة.

فقد كان تقدير حكم المحكمة الكلية للمتهم الأول بناء على الربح الذي تحقق من تلك الصفقة، إلا أن محكمة الاستئناف رأت أن "إلا أنه بالنسبة لما قضي به الحكم المستأنف في تقديرها إذ إن الثابت وفقاً لأقوال شاهد الإثبات وسوق المال وما قرره المتهم الأول أن الربح الذي تحقق من تلك الصفقة هو بقيمة ١,٥٠٠,٠٠٠ دك. مليون وخمسمائة ألف دينار عادت للبنك ومن ثم لا يمكن القول أن المتهم الأول هو البنك فإن كان هو رئيس مجلس إدارته ويمثله بحكم القانون فلا يعني ذلك أن الأرباح المتحصلة تعود كلها له، وإنما تعود لجميع المساهمين، خاصة أنه قد تم تقديم قيمة هذا الربح فرق بين السعر الأساسي لسهم البنك والسعر الذي اشترى به المتهم الثاني والذي سبق أن حدد هذا السعر في صفقات سابقة بيعاً وشراءً، ومن ثم انتفت المنفعة المادية الحقيقية بالنسبة للمتهمين"، وعليه فقد ألغيت الغرامة الخاصة للمتهم الأول واكتفت المحكمة بتغريمه ١٠٠ ألف دينار كويتي وتأييد ما قضي للمتهم الثاني.

المطلب الخامس

مدى تطبيق القاضي لمفهوم المعلومة المستخلص من نص المادة ١١٨ على الحكم القضائي

تبين لنا من خلال سرد وقائع القضية، أن المعلومة الداخلية والتي كانت سنداً في إدانة المتهمين محل القضية هي "وقت اعتزام البنك لبيع أسهم الخزينة"، حيث

كما هو واضح من قراءة الحكم القضائي، أن القاضي استند في الإدانة إلى أن المتهم الأول أراد إفادة المتهم الثاني بهذه المعلومة الداخلية وهي "وقت بيع الأسهم" مما يثير التساؤل هل هذه المعلومة داخلية والتي يحظر المشرع استغلالها من قبل المطلع أو المنتفع؟

قبل الخوض في هذه المسألة فيجب الإشارة إلى أن مسألة اعتزام بيع البنك لأسهم الخزينة لا يمكن اعتبارها معلومة داخلية محل عملية الاستغلال، حيث إن هذه المعلومة خرجت من كونها داخلية من وقت حصول البنك على تفويض من الجمعية العامة للمساهمين ببيع وشراء الأسهم وإن لم يكن محدد التاريخ، وموافقة البنك المركزي على التصرف في أسهم البنك بنسبة ١٠٪ المحددة بتاريخ ٣ مايو ٢٠١٢ حتى ١٢ ديسمبر ٢٠١٢، وبالكتاب الموجه من البنك إلى مدير إدارة الرقابة لإخطاره برغبة البنك بيع عدد ١٥٦٠٠٠٠ سهم من أسهم الخزينة، فكل هذه الموافقات المسبقة جعلت من المعلومة علنية يصعب اعتبارها داخلية، فقد اتخذ طرف البنك جميع السبل القانونية السليمة لبيع أسهم الخزينة.

أما معلومة توقيت البيع أو اعتزام البنك بيع أسهم الخزينة في اليوم المعني فهي المعلومة التي أسس عليها القاضي حكمه وكيفها على أنها معلومة داخلية، وقام المتهم الأول بإفشائها للمتهم الثاني على حد قول القاضي، فيثار التساؤل هل "وقت بيع أسهم الخزينة" من المعلومات الجوهرية أو المؤثرة محل عملية استغلال المعلومات الداخلية، فهل هي معلومة داخلية ومؤثرة ومتعلقة بالسهم؟ أي ما مدى توافر الشروط الخاصة بالمعلومة والتي سبق الإشارة إليه بالمبحث الأول؟

ففي مسألة مدى اعتبار المعلومة داخلية، نحن نعتقد أن القاضي في هذه المسألة قد توسع في تطبيق مفهوم المعلومة، فما نجده أن المتهم الأول قد اتخذ جميع السبل لرفع الحرج عنه وإبعاد أية شبهة بأية مخالفة قانونية، وقد أبلغ إدارة الرقابة في السوق هذا من جانب، ومن جانب آخر، فإن مسألة تطبيق عملية بيع أسهم الخزينة هي مسألة عملية إجرائية بحتة خاصة في البنك ذاته آخذين بالاعتبار بأن أوامر بيع أسهم الخزينة كانت وفقاً لتواريخ الموافقات المأخوذة مسبقاً.

ومن ناحية اعتبار هذه المعلومة مؤثرة أو جوهرية، فيمكن طرح هذا التساؤل هل إعلان البنك لبيع أسهم الخزينة بوقت وتاريخ معين من شأنه أن يرفع سعر السهم أو يخفضه؟ في الحقيقة فإن هذه المعلومة قد تدخل في مجال الاحتمالية، والمختصون الماليون أو الاقتصاديون هم الأولى بالإجابة على ذلك، وإن لم أجد

استعانة من القاضي في هذا الشأن، وأياً ما كان الأمر، فإن هذه المعلومة ليست بصفة مربحة على سبيل المثال من شأنها زيادة الطلب على سهم البنك أو إعلان خسائر لتقوم بالعكس، إنما إعلان عن بيع، وقد تم الإعلان مسبقاً كما سبق القول، وإنما توقيت البيع مسألة لم يتم الإعلان عنها حيث إنها مسألة إجرائية داخلية ترجع إلى قرار مجلس إدارة البنك باتخاذ التوقيت المناسب. أما مسألة تعلق المعلومة بالسهم أو الشركة المصدرة فلا خلاف على هذا الأمر.

فمن خلال قراءة الحكم القضائي نجد أن القاضي قد افترض إفشاء المطلع المتهم الأول للمتهم الثاني المعلومة الخاصة بتوقيت البيع، وبعبارة أخرى فإن المتهم الأول قام باستغلال معلومة داخلية وهي اعتزام البنك ببيع أسهم الخزينة لديه وأصح عنها إلى شقيقه والذي قام باستغلال هذه المعلومة الداخلية، حيث نص حكم المحكمة الكلية على ".... من أن المتهم الثاني على علم بوجود تفويض من الجمعية العمومية للبنك في بيع جزء من أسهم خزينته لمجلس إدارته ممثلاً في المتهم الأول باعتباره عضواً في الجمعية العمومية للبنك، أن ذلك التفويض غير محدد فيه وقت معين لبيع تلك الأسهم حتى يصح القول بأن المتهم الثاني كان على علم باعتزام المتهم الأول بيع أسهم خزينة البنك في يوم الواقعة...."، ونص حكم الاستئناف على " ... يؤكد وجود اتفاق مسبق ولا محل للقول إنه بمحض الصدفة، ويدعم ذلك صلة القرابة بين المتهمين المتمثلة بكونهما أشقاء مما تطمئن معه المحكمة من قيام الجرائم المسندة للمتهمين"، وكيف الحكمان المعلومة الداخلية محل الاستغلال هي فقط وقت إدخال أوامر بيع الأسهم المعنية، فاقتنعت المحكمة بأن هذه هي المعلومة التي قام رئيس مجلس الإدارة بالإعلان عنها للمتهم الثاني والذي قام بدوره بإدخال أوامر شراء في الحال على أثرها، فرأت المحكمة كما سبق الإشارة مقدماً في هذا المبحث بأن موافقة الجمعية العامة العادية على تفويض الشراء، وأن الكتاب الموجه لإدارة الرقابة من قبل البنك لإخطار الإدارة برغبة البنك ببيع عدد من الأسهم لا يجعل هذه المعلومة علنية وإنما تبقى المعلومة سرية داخلية، وقد قام المتهمان باستغلالها، هذا بالإضافة إلى اقتناع القاضي بأنها مؤثرة وإن لم تكن هناك إشارة صريحة لذلك.

ونحن نختلف مع تفسير القاضي لماهية المعلومة الداخلية محل عملية استغلال المعلومات الداخلية، آخذين بالاعتبار أن نص المشرع في القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، مع عدم وجود لائحة تفصيلية واضحة في ذلك الوقت، من شأنه أن يجعل المعلومة غير محددة شروطها، فلم يكن القانون مسعفاً في تحديد ماهية المعلومة وتعريفها، أو تحديد ماهية الأحوال المشروعة التي لا تعد تداولاً نتيجة لاستغلال المعلومات

الداخلية^(٧٤). فمسألة اعتزام البنك في بيع أسهم الخزينة بتوقيت معين من الصعب اعتباره معلومة داخلية وفقاً لهذا الأساس المبهم. ومن جانب آخر، فنحن قد لا نتفق مع القاضي باعتبار هذه المعلومة داخلية، فمتى قام المتهم الأول بإبلاغ إدارة الرقابة في سوق الكويت للأوراق المالية، وهي الجهة المعنية بالرقابة والتدقيق على التداولات اليومية، قد تغلب كفة رفع الشك على كفة التأكيد والجزم باستغلاله للمعلومة الداخلية، وعليه قد ننفي تهمة استغلال المتهم الأول للمعلومة الداخلية.

وبالنسبة للمتهم الثاني، فكان محور اتهامه بانتفاعه من المعلومة الداخلية التي قام المتهم الأول بإبلاغه إياها، فإن المتهم الثاني أو مشتري الأسهم قدم كتاباً موجهاً للبنك المركزي بطلب زيادة أسهمه في البنك إلى نسبة ٧٪، وموافقة البنك المركزي على ذلك، وكتاب موجه إلى إدارة الإفصاح بتاريخ ١٦ مايو ٢٠١٠ لإخطار الإدارة بموافقة البنك المركزي على زيادة حصته في أسهم البنك محل القضية، هذا بالإضافة إلى علمه المفترض باعتباره عضواً في الجمعية العامة للشركة بتقويض الجمعية للبنك في بيع وشراء أسهم البنك، فمن الواضح مما سبق أن مشتري الأسهم لديه رغبة في الشراء وزيادة نسبته في أسهم البنك، وترتيباً عليه فإن من المفترض أن يكون متحفزاً ومنتظراً لأية أوامر بيع من قبل البنك في أي يوم تداول، فمتى أخطر إدارة الإفصاح برغبته بزيادة حصته في أسهم البنك، فإن من الممكن أن يقوم بالشراء في أي يوم لأية أسهم معروضة.

والأكثر من ذلك كما سبق تبيانه في حكم الاستئناف في المطلب، إن المتهم الثاني ومن تاريخ حصوله على موافقة البنك المركزي بتاريخ ١٤ مايو ٢٠١٢ وهو يحاول زيادة حصته في البنك عن طريق الشراء كما تم توضيحه من قبل الاختصاصي بدائرة الادعاء الجنائي بإدارة التحقيق بهيئة أسواق المال، وبالفعل حصل على ما يقارب ٤ مليون سهم حتى تاريخ ١٨ يوليو ٢٠١٦، فالترتيب المنطقي لذلك بأنه بعد عرض البنك لأوامر بيع أسهم الخزينة أن يكون المتهم الثاني متأهباً للشراء، وأن تكون السيولة متوفرة لديه في حساب للتداول، هذا بالإضافة إلى أن عرض الشراء من المتهم الثاني للأسهم جاء بعد أمر البيع، بمعنى أنه من الصعب افتراض علمه "بهذه

(٧٤) راجع المواد رقم ١-٢ و ٢-٢ و ٣-٢ من قرار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٥ بشأن اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ (كتاب سلوكيات السوق)، فقد تم تعريف جريمة التداول أثناء حيازة معلومات داخلية وتم تعداد شروط المعلومة وما لا يعد معلومة داخلية، كما سبق القول في المبحث الأول من البحث.

المعلومة"، وحتى إن كان أمر البيع بعده بدقائق إلا أنه جاء بعده، وكما هو واضح أنه كان ينوي الشراء فمن المؤكد أن المبلغ كان متوافراً في حساب التداول.

لكن المريب للقاضي كما هو واضح في حكمه لماذا بعد وضع البنك أوامر البيع لأسهم الخزينة قام المشتري ووضع أوامر الشراء بعدها بدقائق، فقد اختلف مع وجهة النظر هذه بأن القاضي افترض إبلاغ المتهم الأول للمتهم الثاني بوقت وضع الأوامر، وإنما الواضح من المستندات أن المتهم الثاني لديه الرغبة الحقيقية لزيادة نسبة أسهمه في الشركة، وقد اتخذ جميع الإجراءات القانونية السليمة لتطبيق ذلك وإظهار حسن النية، فلا أجد دليلاً واضحاً لإدانته بتهمة استغلال المعلومات الداخلية، والتي كما سبق القول، قد لا اختلف مع القاضي في تكييفها بأنها داخلية أم معن عنها.

ويغلب أن القاضي اعتبر صلة القرابة بين المتهمين دليلاً قاطعاً على نقل هذه المعلومة الداخلية الخاصة بوقت إدخال الأوامر، وبذلك يكون قد أسس الحكم على ذلك على الرغم من قيام كلا المتهمين باتخاذ جميع السبل القانونية لإظهار حسن النية، واتخاذ الإجراءات اللازمة للقيام بالعملية محل القضية، إلا أن القاضي أساساً لم يحدد مادة معينة واضحة استند إليها في حكمه، ففي حكم المحكمة الكلية أشار القاضي بالعموم بأن ما جرى مخالف لنصوص قانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، وحكم بالغرامة المالية، فلم تكن العقوبة مسببة بناء على أية مادة ١١٨ أو ١١٩، ولماذا تقرر المبلغ الذي حدده كغرامة، ولماذا تم تغريم المتهم الأول بعقوبة مالية أكبر من المتهم الثاني؟ أما ما جاء في حكم محكمة الاستئناف فقد كان أكثر تفصيلاً حيث نص الحكم على "مما تنطبق معه أحكام المواد ١١٨، ١١٩/١، ١٢٢/أ-ب، ١٢٨، ١٢٩ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية"، وقد سبق أن بينا هذه المواد في المطلب الأول وإنها تشمل عمليات الإساءة بصورتها، وقد يبدو أن القاضي لم يفرق بين عملية استغلال المعلومات الداخلية وعملية التلاعب، على الرغم من أن الحكم برمته كيف الأمر على أنه استغلال المعلومات الداخلية، ولا يغيب عن الذكر أن حكم محكمة الاستئناف قد تفوق على حكم المحكمة الكلية في تحليل الربح الذي عاد إلى المتهم الأول وقد سبق الإشارة إلى ذلك في المطلب الرابع، وعليه تم الاكتفاء بتغريم المتهم الأول بمائة ألف دينار والمتهم الثاني بمائة ألف دينار دون أي توضيح لهذا المبلغ بالتحديد.

الخاتمة:

تخلص هذه الدراسة إلى أن القاضي الكويتي في الحكم القضائي محل البحث قد توسع في تعريف المعلومة محل عملية استغلال المعلومات الداخلية، فلم يأخذ

بالاعتبار في حالة كونها فعلاً معلومة داخلية صحيحة جوهرية مؤثرة على سعر السهم، كما أن الحكم قد رجح كفة الشك على كفة اليقين في مسألة اعتبار المعلومة الداخلية محل عملية الاستغلال من عدمها، فعلى الرغم من أن هذه العملية تشكل مخالفة جنائية إلا أن القاضي قد تراخى في تكييفها، وقد يكون السبب هو رفع كفة حماية سوق الكويت للأوراق المالية من العمليات المشبوهة والتي قد تشكل مخالفات لتحقيق تكافؤ السوق على كفة المتداول الفرد في السوق.

والحقيقة أنه في حالة الشك أو عدم الوضوح في هذه المسائل فإنه من الأجدر التروي بالإدانة كما هو الحال في قوانين الأسواق المتقدمة، فإنه في حالة عدم توافر الأدلة اليقينية الواضحة في تكييف جريمة استغلال المعلومات الداخلية فإنه يتم الاكتفاء فقط بالجزاءات الإدارية أو كما تسمى بالتأديبية من قبل هيئة سوق المال^(٧٥)، فذلك ما يفسر العدد القليل من الأحكام القضائية في هذا الشأن في المحاكم البريطانية على سبيل المثال، وفي المقابل الجزاءات الإدارية التأديبية أو كما تسمى بالقانون البريطاني بالجزاءات المدنية الصادرة من هيئة سوق المال ذات نسب عالية مما يحقق الردع المرجو^(٧٦).

ومما تم استخلاصه من البحث:

- ١ - تم تجريم عمليات الإساءة إلى السوق بصورتها كالتلاعب واستغلال المعلومات الداخلية في القانون الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.
- ٢ - قد أحسن المشرع الكويتي في تقنيته لعملية استغلال المعلومات الداخلية، إلا أنه لم ينص على اصطلاح العملية ذاتها في النص القانوني، هذا بالإضافة إلى أنه لم يوضح شروط المعلومة في اللائحة القديمة على عكس اللائحة الجديدة التي نصت على اصطلاح "التداول أثناء حيازة معلومات داخلية"، هذا بالإضافة إلى تحديد شروط للمعلومة.
- ٣ - عدم النص على المصطلحات الخاصة بعمليات الإساءة في القانون ذلك من شأنه أن يعرقل تطبيق النصوص أو مزجها مع العمليات المشابهة، هذا بالإضافة إلى أن المتداول قد لا يعي سلفاً ما يشكل مخالفة قانونية.
- ٤ - لما كان مفهوم المعلومة غير معرف وفقاً للقانون فنجد أن القاضي قد توسع في

(٧٥) في ذلك راجع الجزاءات التأديبية التي يملكها مجلس التأديب في هيئة سوق المال أو كما تدعى civil penalties المواد من ١٣٨-١٤٧ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

(٧٦) See Barry Rider, ibid, p. 174.

تطبيق الإدانة على المتهمين بعملية استغلال المعلومات الداخلية في الحكم القضائي.

٥ - كيف الحكمان المعلومة الداخلية محل الاستغلال هي فقط "وقت إدخال أوامر بيع أسهم الخزينة"، فاقتنعت المحكمة بأن هذه هي المعلومة التي قام رئيس مجلس الإدارة بالإعلان عنها للمتهم الثاني والذي قام بدوره بإدخال أوامر شراء في الحال على أثرها، على الرغم من اتخاذهما جميع السبل والإجراءات القانونية السليمة، وعلى الرغم من عدم وجود دليل مادي واضح على إدانتهم، إلا أن القاضي قد غلب كفة الشك على كفة اليقين.

٦ - معلومة "وقت إدخال أوامر بيع أسهم الخزينة"، من الصعب اعتبارها معلومة داخلية، فالقاضي في كلتا الدرجتين قد توسع في التحقق من مدى انطباق مفهوم المعلومة من ناحية تحقق شروطها (داخلية - صحيحة - مؤثرة - متعلقة بالسهم أو المصدر)^(٧٧)، ناهيك عن أن المتهمين قد اتخذوا جميع السبل القانونية لإظهار حسن النية، هذا بالإضافة إلى عدم وجود لائحة تفصيلية في ذلك الوقت لتوضح شروط المعلومة.

٧ - القاضي في الحكم الأول لم يسند إلى مادة بعينها، فلم يفرق بين التلاعب واستغلال المعلومات الداخلية، ويغلب الأمر أنه خلط بين العمليتين على الرغم من الاختلاف بينهما.

٨ - فالحكم القضائي يدفع للقول بأنه على الرغم من اتخاذ السبل القانونية لإظهار حسن النية، فإن ذلك لا يحول دون إدانة المتهم لمادة ١١٨، فعلى الرغم من اتخاذ المتهم الثاني مشتري الأسهم السبل القانونية لرفع الحرج عنه وإظهار حسن النية، إلا أن الأمر لم يعفه من الإدانة دون وجود سبب واضح سوى قرابته لرئيس مجلس الإدارة.

٩ - معيار التفرقة بين تحقق عملية استغلال المعلومات الداخلية من عدمه غير واضح للأسف وفقاً للتطبيق القضائي الكويتي، أملين أن تكون الأحكام القادمة أكثر وضوحاً مع الإسناد مع تطبيق اللائحة التفصيلية الجديدة.

١٠ - قد نجد أن من شأن هذه النوعية من الأحكام، وعدم وضوح الرؤية مسبقاً للمتداولين بما يشكل مخالفة أو غيره، وعدم كفاية اتخاذ الأسباب القانونية لرفع

(٧٧) انظر سابقاً: المبحث الأول.

حرج الإساءة إلى السوق، كل ذلك من شأنه أن يباعد المتداولين عن السوق، ويضعف الثقة بالتداول وبالسوق ككل. وعليه توصي الدراسة:

- ١ - ضرورة تعديل نص المادة ١١٨ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، والنص على اصطلاح عملية استغلال المعلومات الداخلية وتوحيدها مع اللائحة لعدم اللبس.
- ٢ - ضرورة تحديد المعلومة بشكل أكثر دقة في القانون وفي اللائحة، ووضع أمثلة عليها، وأن يتم تنظيم مسألة اعتبار المعلومة داخلية من عدمها، ومتى تتحول المعلومة من داخلية إلى معن عنها بصورة دقيقة، فهل بمجرد الإفصاح عن المعلومة للسوق تدخل في دائرة العلنية؟ أم يلزم إدارة الإعلان بالإعلان عنها حتى يمكن اعتبارها معن عنها رسمياً؟ هذا بالإضافة إلى ضرورة إلزام إدارة الإعلان في السوق بالإعلان الفوري؛ لأنه من شأن ذلك الحد من عمليات استغلال المعلومات الداخلية المشبوهة.
- ٣ - الاكتفاء بالجزاء التأديبية الإدارية من قبل هيئة أسواق المال على العمليات المشبوهة، حيث إنه من الضروري التفرقة بين العقوبات الجنائية والجزاءات الإدارية على عمليات الإساءة للأسواق، مع وضع شروط تفصيلية لمدى تحقق المخالفتين، على أن تكون الشروط الجنائية أكثر شدة لما لها من أثر بالغ وهو التقييد في الصحافة الجنائية.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

١ - الكتب والمراجع العامة:

- أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة مقارنة)، (الطبعة الأولى مجلس النشر العلمي ١٩٩٨).
- أحمد باز محمد متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، (الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة ٢٠١٥).
- أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، (دار الإيمان للطباعة ٢٠٠٧).
- محمد تنوير الرفاعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم مقارنة بأسواق المال الأجنبية (دراسة مقارنة)، (القاهرة، دار النهضة العربية ٢٠٠٧).
- محمد فاروق عبد الرسول، الأحكام الموضوعية في جرائم التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة (أحكام التجريم وصوره (دراسة مقارنة))، (الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة ٢٠١٦).

٢ - الأبحاث العلمية والتقارير الاقتصادية:

- أحمد الملحم، "مدى صحة حظر بيع أو شراء عضو مجلس الإدارة أسهم الشركة التي يتولى عضوية مجلس إدارتها، الوارد في عجز الفقرة الأخيرة من المادة رقم (١٤٠) من قانون الشركات التجارية (تعليق على حكم محكمة التمييز رقم ٢٠٠٩/٩٢٦ تجاري ٤ الصادر بتاريخ ٢٤/٦/٢٠١٠"، (سبتمبر ٢٠١١) العدد ٣ السنة ٣٥، مجلة الحقوق، ص ٤٣٩.
- تقرير مركز الجمان للاستشارات الاقتصادية، تقرير الجمان حول إدراج شركات جديدة في سوق الكويت للأوراق المالية الصادر في ٢٩ سبتمبر ٢٠٠٨.

٣ - التشريعات والقوانين:

- دستور دولة الكويت.
- قانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.
- قانون رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٥ بتعديل بعض أحكام القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

- قانون الشركات التجارية القديم الملغي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠.
- قانون الشركات الكويتي رقم ١ لسنة ٢٠١٦.
- اللائحة التنفيذية (القديمة) لقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.
- قرار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٥ بشأن اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ (كتاب سلوكيات السوق).

٤ - الأحكام القضائية:

- حكم المحكمة الكلية رقم ١٧ لسنة ٢٠١٣ - أسواق المال - بتاريخ ٢٤/٣/٢٠١٤.
- حكم محكمة الاستئناف رقم ١٥ لسنة ٢٠١٤ - أسواق المال - الصادر بتاريخ ٢٥/١١/٢٠١٤.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

١ - الكتب والمراجع العامة:

- Barry Rider et el, Market Abuse and Insider Dealing (2nd edition, Tottel Publishing Ltd 2009).
- Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber, Manias, Panics, and Crashes (A History of Financial Crises), (6th edition, Palgrave Macmillan 2011).
- Edward J Swan and John Vigro, Market Abuse Regulation (2nd edition, Oxford 2010).
- Eilis Ferran and Charles A. E. Goodhart, Regulating Financial services and Markets in the 21st century, (Oxford 2001).
- Emillios Avgouleas, The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis, (Oxford University Press 2005).
- Henry G. Manne, Insider Trading and the Stock Market (New York, The free Press 1966).
- Jiri Crha, Insider Dealing and Market Manipulation (A brief Overview of European Anti-Manipulation Law and its Impacts) (LAP LAMBERT Academic Publishing 2010).

- John R. Talbott, The 86 Biggest Lies on Wall Street, (1st edition, Constable 2009).
- Michael Blair QC, Blackstone's Guide to The Financial Services and Markets Act 2000, (2nd edition, Oxford 2009).
- Paul Barnes, Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse, (Gower Publishing Limited 2009).
- Black's Law Dictionary (7th ed., 1999).

٢ - الأبحاث العلمية:

- Eric Engle, "Insider Trading in U.S. and E.U. law: A Comparison", (2010) Vol. 26 European Business law review, p. 6.
- Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", (1969) Vol. 25 No. 2 The Journal of Finance, p. 383.
- George J. Stigler and Robert A. Sherwin, "The Extent of the Market", (1985) 28 J.L. & Econ HeinOnline, p. 555.
- Mannig Gilbert Warren III, "The Regulation of Insider Dealing in the European Community", (1991) Vol. 48 issue 3 article 7 Washington and Lee Law Review p. 1037.
- Mathias M. Siems, "The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis", (2008) Vol. 2 Law and Financial Markets Review, p. 39.
- Richard A. Posner, "Theories of economic regulation", (1974) Vol. 5 No. 2 The Bell Journal of Economics and Management Science, p. 335.
- Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency", vol. 70, no. 4, 1984 Virginia Law Review, p. 554
- Stephen M. Bainbridge, The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer, 2001 available at < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277 > (last visited 2nd of Feb. 2018).

- Zohar Goshen and Gideon Parchomovsky, “The Essential Role of Securities Regulation”, (2006) Vol 55 Duke Law Journal p. 711.

٣ - التشريعات والقوانين:

- القانون الأمريكي:
 - Securities and Exchange Commission (SEC) Act 1933.
 - Securities Exchange (SE) Act 1934.
- القانون البريطاني:
 - The Companies Act 1980.
 - The Companies Securities (Insider Dealing) Act 1993.
 - Financial Regulation and Markets Act 2000 (FSMA).
 - Market Abuse Conduct.
- التوجيهات الأوروبية:
 - Market Abuse Directive (MAD).

٤ - الأحكام القضائية:

- United States v. O’Hagan, 521 U.S. 642, 651 (1997).

ثالثاً - المواقع الإلكترونية:

- < <http://www.boursakuwait.com.kw/A/Default.aspx> > (last visited 23rd Nov 2017).
- < <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0347&from=EN> > (last visited 12th of Nov 2017).
- https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf < https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-%201130_final_report_on_mar_guidelines.pdf > (last visited 12th of Nov 2017).
- < <http://www.dictionary.com/browse/tippee?s=t> > (last cited 18th Jan 2018).