

تعويض المساهم عن الممارسات غير المشروعة أثناء تداول الأسهم في البورصة: دراسة على ضوء أحكام القضاء الفرنسي

الدكتور/ خالد عطشان الضفيري
أستاذ مشارك - قسم القانون الخاص
كلية الحقوق - جامعة الكويت

ملخص:

عملية تداول الأسهم باعتبارها من العمليات الخاضعة للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية واللائحة التنفيذية الصادرة وفقاً للقرار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٥ ليست بمنأى عن المسؤولية المدنية، فيحق للمساهم الرجوع بالمسؤولية المدنية عن الضرر الذي أصابه نتيجة البث أو النشر لمعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة يترتب عليها التأثير على أسعار الأسهم، أو نتيجة الاحتيال والتلاعب في البورصة. وإذا كان المشرع الكويتي لم يأت بنظام قانوني خاص للتعويض عن الأضرار الناشئة عن عمليات تداول الأسهم خصوصاً فيما يتعلق بالممارسات غير المشروعة، فإن تلك المسؤولية تخضع للقواعد العامة في القانون المدني، وبالرجوع للقواعد العامة لتلك المسؤولية لمعرفة مدى إمكانية انطباق شروطها لتعويض المساهمين المتضررين في مجال تداول الأسهم يتضح لنا وجود العديد من التساؤلات بخصوص توفر شرطي الخطأ والضرر في مجال التداول في العديد من الحالات، وبناء على تلك التساؤلات تم تقسيم البحث إلى مبحثين: المبحث الأول الخطأ في مجال تداول الأسهم، والمبحث الثاني ضرورة تحقق الضرر الشخصي للمساهم.

أهمية البحث:

المسؤولية المدنية عن عمليات تداول أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية تبقى من الموضوعات التي لم يتطرق لها الفقه القانوني كثيراً، إلا أن أهمية البحث في موضوع تعويض المساهم المتضرر عن الممارسات غير المشروعة أثناء تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية ترجع في حقيقة الأمر إلى مجموعة من الاعتبارات، أسهمت في الوقت ذاته في اختيار الموضوع محل البحث، ونورد من تلك الاعتبارات أولاً: الحاجة الضرورية لتطوير جهة الرقابة على سوق الكويت للأوراق المالية مع توفير أكبر قدر من المرونة في التعامل والسهولة في الإجراءات، ومن إضفاء حماية قانونية على المستثمرين في السوق خاصة الصغار منهم، والحد من التلاعب لتحقيق الربح غير المشروع من أهم الأسباب التي دفعت المشرع الكويتي إلى إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية بالقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، حيث يكون للهيئة وضع أو اعتماد كافة القواعد التي تنظم العمل في السوق ومنها القواعد

المتعلقة بحظر التلاعب في الأسعار والممارسات غير العادية الناتجة عن تسريب واستغلال المعلومات الداخلية وكشفها، وكذلك القواعد التي تلزم الشركات المدرجة في البورصة بالإسراع في الإفصاح عن أي تغيرات جوهرية غير معلومة للكافة، يمكن أن يكون لها تأثير جوهري على سعر الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة.

وثاني تلك الاعتبارات: عدم تناول القضاء الكويتي مسألة تعويض المساهم عن بعض الممارسات غير المشروعة في البورصة خاصة التعويض عن الأضرار التي تصيب المساهم نتيجة البث أو النشر لمعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة أو نتيجة التلاعب بأسعار الأسهم.

المقدمة:

للعديد من الأسباب الاقتصادية والقانونية المتمثلة بتنشيط الاقتصاد الكويتي وتنميته، ومواكبة للتطورات العالمية التي شهدتها أسواق رأس المال، ولسد أوجه القصور في النظام القانوني والتشريعي المنظم لسوق الكويت للأوراق المالية خاصة فيما يتعلق بالحاجة إلى تطوير جهة الرقابة عليه، فقد تم إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية بالقانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠^(١)، إن دور تلك الهيئة لا ينحصر في الرقابة على سوق الكويت للأوراق المالية، بل يمتد إلى عملية الإشراف والرقابة على جميع عناصر أسواق المال ابتداء من الترخيص بالتأسيس والممارسة حتى التصفية لجميع الشركات العاملة في هذه الأسواق^(٢)، ولقد منح القانون المذكور للهيئة اختصاصات بالغة الأثر حتى تتمكن من أداء دورها في التنظيم والتوعية والرقابة على نشاط الأوراق المالية بما يضمن تحقيق العدالة والتنافسية والشفافية، ويمنع تعارض المصالح وحماية المتعاملين في أنشطتها، مما يضمن عدم اضطراب أسواق الأوراق المالية وتشجيع استقرارها على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية في الكويت^(٣).

(١) جريدة الكويت اليوم، العدد ٩٦٤، السنة السادسة والخمسون، بتاريخ ٢٨ فبراير ٢٠١٠. فيما يتعلق بالقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، انظر: بدر الملا، النظام القانوني لأسواق المال، الطبعة الثانية، ٢٠١٢. انظر كذلك: قانون هيئة أسواق المال بعد مرور أربعة أعوام من النفاذ، حلقة نقاشية لمجلة الحقوق بتاريخ ٢٥/١١/٢٠١٤، مجلة الحقوق، ملحق العدد الثالث، السنة ٣٩، سبتمبر ٢٠١٥.

(٢) انظر في ذلك: المذكرة الإيضاحية للقانون رقم (٧) ٢٠١٠.

(٣) انظر: الطعن رقم ٢٠١٢/٣٢٥ إداري، جلسة ٢١/٤/٢٠١٥، المستحدث، مجموعة من أهم أحدث المبادئ القانونية الصادرة عن محكمة التمييز، مايو ٢٠١٧، ص ٨١.

إن سوق الأوراق المالية (البورصة) هي السوق التي تتم فيها عمليات تداول الأوراق المالية من خلال البيع والشراء وفقاً للإجراءات الخاصة بها^(٤)، ومن الأوراق المالية التي تكون محلاً للبيع والشراء أسهم الشركات المدرجة في البورصة^(٥)، ويقصد بالأسهم حصة الشريك في رأس مال الشركة بصك قابل للتداول بالطرق التجارية^(٦). ومن المقرر أن السهم يخول صاحبه حقوقاً أساسية لا يجوز حرمانه منها أو المساس بها، وأخص هذه الحقوق حق تداول الأسهم من بيع وشراء وتنازل^(٧)، والتصرف في أسهم الشركات المساهمة الذي يتم خارج قاعة سوق الكويت للأوراق المالية^(٨)، وإن كان يتم بين المتعاقدين بمجرد الاتفاق بينهما، إلا أنه لا يجوز الاحتجاج بالتصرف في مواجهة الشركة أو الغير إلا من تاريخ قيده في سجل المساهمين^(٩).

إن أسعار الأسهم المدرجة في البورصة تتأثر بشكل واضح بالعديد من العوامل التي تلعب دوراً أساسياً في زيادة تلك الأسعار أو انخفاضها، ومن تلك العوامل، أولاً: العرض والطلب على السهم المتداول، وبالتالي فإنه في حالة زيادة الطلب على سهم معين مع انخفاض العرض فإن سعر هذا السهم يتجه نحو الارتفاع، والعكس صحيح فلو انخفض الطلب على السهم وأصبح العرض أكبر من الطلب فإن السعر سيتجه نحو الانخفاض. ثانياً: النتائج المالية للشركة: تعتبر من العوامل المؤثرة جداً على أسعار أسهم تلك الشركات في البورصة، فالنتائج المالية الإيجابية للشركة تؤدي إلى زيادة

- (٤) نص المادة ٣١ من القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠.
- (٥) المادة ١٧٣ من قانون الشركات رقم ١ لسنة ٢٠١٦ تنص على خضوع تداول الأسهم لأحكام القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠، وما تصدره الهيئة من قواعد بهذا الشأن.
- (٦) انظر في ذلك: أحمد الملحم، قانون الشركات الكويتي المقارن- وفق المرسوم بقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ وتعديلاته الصادرة بالقانون رقم ٩٧ لسنة ٢٠١٣ - الجزء الأول: القواعد العامة للشركات، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، الطبعة الثانية، ٢٠١٤، ص ٥٣.
- (٧) انظر: الطعان رقماً ٢٠٦٢/٢٠١١، ٢٠١٢/٢٠١٢ تجاري، جلسة ٢٩/٢٥ م ٢٠١٣، مجلة القضاء والقانون، يونيو ٢٠١٧، السنة الحادية والأربعون، الجزء الثاني، ص ١٤٦. الطعان رقماً ١٥٨٩، ١٥٨٤ تجاري، جلسة ١٨/١١/٢٠١٤، المستحدث، مجموعة من أهم وأحدث المبادئ القانونية الصادرة عن محكمة التمييز، مايو ٢٠١٧، ص ١٢٧.
- (٨) انظر: طعمة الشمري، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي، مجلة الحقوق، العدد الرابع، السنة السابعة، ديسمبر ١٩٨٣.
- (٩) انظر: الطعان ٦١٥/٢٠٠٢، إداري جلسة ١٧/١١/٢٠٠٣، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، ديسمبر ٢٠٠٨، القسم الخامس، المجلد الثالث، قاعدة رقم ٣، ص ٣٨٩.

الطلب على شراء أسهم تلك الشركة، وبالتالي ارتفاع قيمة السهم في البورصة، ثالثاً: توقعات السوق: إن أسعار الأسهم تتغير نتيجة الإعلان عن نتائج لا تكون متوقعة من السوق، بحيث ترتفع أو تنخفض أسعار الأسهم قبل الإعلان عن النتائج المالية، بحيث يقوم المستثمرون بالدخول في صفقات على أسهم الشركات في محاولة استباق السوق والحصول على الأسهم بأفضل سعر للاستفادة من التقلبات التي قد تحدث لأسعار الأسهم بعد الإعلان عن النتائج المالية، رابعاً: سلوكيات السوق: ونقصد بسلوكيات السوق الأفعال أو الممارسات غير المشروعة التي لها تأثير على أسعار الأسهم.

لتوفير القدر الكافي من الحماية القانونية لعمليات تداول الأوراق المالية (الأسهم) حرص المشرع الكويتي، من خلال القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠، على تحديد الأفعال التي تدخل ضمن الأفعال المجرمة مع تحديد العقوبة، والأفعال التي تعتبر ضمن الممارسات غير المشروعة، ومن الأفعال المجرمة: عملية التلاعب بأسعار الأسهم من خلال عملية التأثير على قيمة السهم المتداول^(١٠)، وكذلك جريمة الانتفاع أو استغلال المعلومات من قبل المطلع عليها^(١١)، والجرائم المتعلقة بعدم الإفصاح عن المصالح^(١٢). ومن الأفعال التي تدخل ضمن الممارسات غير المشروعة: القيام ببث الشائعات أو نشرها أو ترويجه أو إعطاء بيانات أو معلومات أو تصريحات مضللة وغير صحيحة بهدف التأثير على أسعار الأسهم^(١٣).

إن التأثير على أسعار الأسهم أثناء عملية تداول الأسهم من خلال الممارسة غير المشروعة قد ينتج عنه ضرر للمساهم الذي تصرف بالأسهم التي يمتلكها نتيجة تأثير تلك الممارسة على أسعار الأسهم في البورصة، وقد يكون التصرف في تلك الأسهم نتيجة تأثير تلك الممارسة غير المشروعة على إدارة المساهم بحيث لو كان

(١٠) من الصور التي يكون الهدف منها التلاعب بأسعار الأسهم المتداولة كل تصرف ينطوي على خلق مظهر أو إحياء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي لورقة مالية أو لسوق الأوراق المالية عن طريق الدخول في صفقة بشكل لا يؤدي إلى تغيير فعلي في ملكية الورقة المالية، أو 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 الشخص نفسه أو أشخاص يعلمون باتفاق مع ذلك الشخص، أو من أبرم أو أكثر في ورقة مالية من شأنها رفع أو تخفيض سعر تلك الورقة المالية للمصدر نفسه بهدف حث الآخرين على شرائها أو بيعها، أو خلق تداول فعلي أو وهمي بهدف حث الآخرين على الشراء أو البيع. انظر: المادة ١٢٢ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

(١١) المادة ١١٨ من القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠.

(١٢) المادة ١٢٤ من القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠.

يعلم بصحة المعلومات المتعلقة بالسهم وقت التصرف لما أقدم على إبرام ذلك التصرف القانوني، ولاستحقاق التعويض عن الضرر الذي يصيب المساهم أثناء عملية تداول الأسهم بسبب الممارسات غير المشروعة خاصة عند القيام ببث أو نشر معلومات أو بيانات خاطئة أو مغلوطة، ينبغي توافر شروط المسؤولية من خطأ وضرر وعلاقة سببية. ولن نتطرق بالتفصيل لشرط العلاقة السببية، بل يقتصر هذا البحث على تحديد الخطأ في مجال تداول الأسهم (المبحث الأول)، وضرورة توافر الضرر الشخصي للمساهم (المبحث الثاني).

المبحث الأول الخطأ في مجال تداول الأسهم

يتضح الخطأ في مجال تداول الأسهم في البورصة من خلال الالتزامات التي يفرضها القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية في مواجهة العديد من الأشخاص، البورصة أو المقاصة أو الشركات، ومن تلك الالتزامات: الالتزام المتمثل بضرورة الامتناع عن القيام بممارسات غير مشروعة تؤثر على أسعار الأسهم المتداول بالبورصة، وبالتالي تؤثر على كفاءة عمل البورصة، ولتحقيق قدر كاف من الثقة للمستثمرين المتداولين للأوراق المالية، فإن المشرع جعل من بعض تلك الممارسات فعلاً يقع تحت طائلة التجريم، كما هو الحال بالنسبة لعملية التداول أثناء حيازة معلومات داخلية أو استغلالها أو عملية الاحتيال والتلاعب بالأسهم. إن تلك الممارسات غير المشروعة تشكل الخطأ الذي قد يؤدي إلى قيام المسؤولية المدنية عند توافر بقية شروطها؛ لذلك سوف نتناول بداية مفهوم الممارسة غير المشروعة التي تشكل الخطأ الذي يقع أثناء تداول الأسهم (المطلب الأول)، ومن ثم نتناول خصوصية الممارسات غير المشروعة أثناء عملية تداول الأسهم (المطلب الثاني).

المطلب الأول الممارسة غير المشروعة

إن العقوبات الجنائية لجرائم أسواق المال، جريمة المطلعين والتلاعب بالأسعار ونشر الأخبار الكاذبة^(١٤)، المنصوص عليها في قانون هيئة سوق المال وتنظيم نشاط تداول الأوراق المالية رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ يمكن أن تشكل الأساس القانوني للمستثمر المتضرر في سوق الأوراق المالية والذي يستند عليه لإثبات وجود خطأ مدني في عملية التداول في السوق ودون الدخول في تفاصيل تلك الجرائم والتفرقة بينها لوقوعه في نطاق القانون الجنائي، إلا أنه من الأهمية في نطاق المسؤولية المدنية عن

(١٣) انظر في الممارسات غير المشروعة للتداول: المادة ٣-٥، الفصل الثالث، الاحتيال والتلاعب في البورصة، الكتاب الرابع عشر، سلوكيات السوق من اللائحة التنفيذية للقانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠.

(١٤) انظر بخصوص جرائم أسواق المال: حسين بوعركي، الحماية القانونية لأسواق المال في التشريعين الفرنسي والكويتي، دار النهضة العربية، ٢٠١٦. أبو الوفا محمد، جريمة الغش في تداول الأسهم في القانون المقارن والفقه الإسلامي، مجلة الأمن والقانون، أكاديمية شرطة دبي، يناير ٢٠١٠، المجلد ١٨، العدد ١، ص ٥٥.

عمليات تداول الأسهم، تحديد الممارسة غير المشروعة (الخطأ أو الفعل غير المشروع) أثناء تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية؛ لهذا سوف نتطرق لمفهوم وسمات تلك الممارسة غير المشروعة أثناء تداول الأسهم (أولاً)، وبعد ذلك، ضرورة تأثير الممارسة غير المشروعة على أسعار الأسهم في البورصة (ثانياً).

أولاً - مفهوم الممارسة غير المشروعة وسماتها:

إن اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بهيئة أسواق المال في الكتاب الرابع عشر المتعلق بسلوكيات السوق حددت العديد من الممارسات غير المشروعة أثناء تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، فمن الضروري البحث عن مفهوم الممارسة غير المشروعة وبيان خصائصها.

١ - مفهوم الممارسة غير المشروعة:

في إطار المسؤولية المدنية إن تحديد مفهوم الممارسة غير المشروعة أثناء تداول الأسهم في البورصة يقتضي الرجوع إلى النصوص القانونية والأحكام القضائية المتعلقة بالمفهوم العام للخطأ المدني؛ ليكون نقطة البداية لتحديد مفهوم الممارسة غير المشروعة (الفعل غير المشروع) في مجال تداول الأسهم.

إن المبدأ العام فيما يتعلق بالخطأ المدني ورد في المادة ٢٢٧ من القانون المدني الكويتي التي تنص على أنه: "كل من أحدث بفعله الخاطئ ضرراً بغيره يلتزم بتعويضه، سواء أكان في إحداثه الضرر مباشراً أم متسبباً"، دون أي تحديد لمفهوم الخطأ المدني، وهذا المبدأ العام للخطأ قد كرسه محكمة التمييز الكويتية حيث رأت "أن الخطأ الموجب للمسؤولية عن التعويض يتحقق بالانحراف عن السلوك المألوف وما يلتزم به الشخص العادي من اليقظة والتبصر، حتى لا يضر بالغير في مثل الظروف المحيطة بالمنسوب إليه الخطأ"^(١٥). وعلى ضوء هذا المفهوم التشريعي والقضائي العام للخطأ المدني، فإنه يمكن لنا القول بأن الممارسة غير المشروعة

(١٥) انظر: الطعن رقم ٢٤٠/٢٠٠٢ مدني، جلسة ٢٣/٢/٢٠٠٤، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، القسم الخامس، المجلد الحادي عشر، مايو ٢٠٠٩، قاعدة رقم ٧، ص ٥١. ومن المقرر "أن استخلاص الخطأ الموجب للمسؤولية وعلاقة السببية بين الخطأ والضرر هو من أمور الواقع التي تدخل في سلطة محكمة الموضوع، إلا أن ذلك مشروط بأن يكون استخلاصها سائغاً ولا يخالف الثابت في الأوراق، وإلا كان حكمها مشوباً بالفساد والاستدلال"، انظر: الطعون ٥٦٥، ٦٢١، ٢٠٠٣/٦٦٦ تجاري، جلسة ٢٥/١٢/٢٠٠٤، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، القسم الخامس، المجلد الحادي عشر، مايو ٢٠٠٩، قاعدة رقم ١٠، ص ٥٣.

تتحقق عند الانحراف عن سلوكيات السوق، وما يجب الالتزام به أثناء تداول الأسهم لتحقيق كفاءة عمل البورصة وثقة المستثمرين، فكل ممارسة غير مشروعة تعتبر فعلاً غير مشروع، أي فعل خاطئ قد يؤدي إلى قيام المسؤولية المدنية لمرتكب الممارسة غير المشروعة (الفعل الخاطئ)^(١٦).

٢ - سمات الممارسة غير المشروعة:

من المهم جداً معرفة إذا ما كانت الممارسة (الواقعة) التي تشكل الخطأ بالنسبة للمتداول في البورصة تتوقف على صفة مرتكب الفعل الخاطئ ونيتته، أو أن مجرد ارتكاب الفعل الخاطئ يكفي لتوافر الخطأ عند التداول.

- بالنسبة للصفة: من حيث المبدأ فإن شروط قيام المسؤولية المدنية عن عملية تداول الأسهم لا تتوقف على صفة من ارتكب الفعل الخاطئ، وهذا يعني أن المسؤولية المدنية من الممكن أن تقوم تجاه أي شخص شارك بشكل مباشر أو غير مباشر في ارتكاب خطأ أثر على عملية التداول في سوق الأوراق المالية، فقد تقع المسؤولية على الشركة مصدرة الأسهم أو أعضاء مجلس إدارتها، وقد تقع المسؤولية في بعض الحالات على مقدمي خدمات الاستثمار في البورصة تجاه العميل المتداول^(١٧)، فمقدم الخدمة يلتزم برعاية مصلحة العميل حيث يقتضي الأمر عدم الإضرار بمصلحة العميل المتداول من أجل تحقيق مصلحته الشخصية، فلا يجوز أن يقوم مقدم الخدمة بتشجيع العميل على شراء الأسهم بأساليب مضللة وخادعة بما يتعارض مع مصلحة العميل المتداول من أجل تحقيق أكبر قدر من العمولات الناتجة عن عملية البيع والشراء^(١٨).

- بالنسبة للأفعال: بمقتضى المبدأ العام، المادة ٢٢٧ من القانون المدني

(١٦) من عناصر الخطأ الإخلال بالواجبات المنصوص عليها في القانون. انظر: عبد الرسول عبد الرضا، جمال النكاس، الوجيز في النظرية العامة للالتزامات، مصادر الالتزام والإثبات، دار الكتب، الطبعة الرابعة، ٢٠١٤-٢٠١٥، ف ١٩٩، ص ٢٨٨.

(١٧) انظر في ذلك: محمد سامي عبد الصادق، المسؤولية المدنية في مجال خدمات الاستثمار - دراسة تطبيقية على أنشطة الوساطة وإدارة محافظ الأوراق المالية في البورصة (القسم الأول)، مجلة الحقوق، العدد الثاني، السنة السادسة والثلاثون، يونيو ٢٠١٢، ص ٤٧١. وللقسم الثاني، مجلة الحقوق، العدد الثالث، السنة السادسة والثلاثون، سبتمبر ٢٠١٢، ص ١٤٣.

(١٨) من الالتزامات العقدية التي تقع على عاتق مقدم خدمة الاستثمار الالتزام بتقديم النصيحة، الالتزام بتنفيذ أوامر العميل، الالتزام بضمان عملية التداول، والالتزام برعاية مصالح العملاء، انظر: محمد سامي عبد الصادق، مرجع سابق، ف ٣٢، ص ١٠٨.

الكويتي فإن "كل من أحدث بفعله الخاطئ ضرراً بغيره يلتزم بتعويضه"، فالخطأ ما هو إلا فعل، وأي فعل قد يكفي بأنه خطأ عندما يكون ذلك الفعل عبارة عن انحراف عن السلوك المألوف من الشخص العادي. من المؤكد أنه يستحيل وضع قائمة أو تحديد الأفعال التي من الممكن أن تشكل خطأ في مجال تداول الأسهم، وبالرجوع للأفعال التي تدخل ضمن الممارسات غير المشروعة أثناء تداول الأسهم، وفقاً للمادة ٣-٥ من الفصل الثالث للكتاب الرابع عشر لللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال، فإنها أفعال وردت على سبيل المثال وليس على سبيل الحصر، ففي الغالب تلك الأفعال أي الأخطاء هي نتيجة الممارسات المرتبطة بنشاط سوق الأوراق المالية كتضليل المتداولين حول تداول الأسهم لحثهم على البيع أو الشراء، أو القيام ببث الشائعات ونشرها أو ترويجها، أو إعطاء بيانات أو معلومات أو تصريحات مضللة وغير صحيحة تؤثر على أسعار الأسهم، أو تلك المتعلقة بتنفيذ أوامر الشراء والبيع، إن تلك الأفعال تعتبر جائزة ولا تشكل بذاتها خطأ يرتب المسؤولية المدنية؛ لذلك فأي فعل قد يكفي بأنه خطأ من خلال أهميته أو من خلال الظروف الأخرى المحيطة به، وفي هذا المعنى فإنه لا يمكن القول في مجال تداول الأسهم بوجود خطأ دون الأخذ بعين الاعتبار الآثار المرتبة عن الفعل بالنسبة لسعر السهم والنسبة لقرار المستثمر أي المتداول^(١٩)، وتطبيقاً لذلك، فإن التلاعب بأسعار الأسهم قد يكون من خلال بعض الأوامر الصادرة لسوق الأوراق المالية من حيث المبدأ مشروعاً، ولكن يكون له تأثير على عملية التداول بارتفاع أو انخفاض قيمة السهم^(٢٠).

ولتحديد إذا ما كانت الأفعال التي تشكل خطأ في نطاق البورصة مقصورة على الأفعال التي ترتكب (فعل إيجابي) أم تشمل ما يكون نتيجة الإهمال وما يمتنع عن إتيانه (فعل سلبي)^(٢١). هناك من يرى عدم قيام المسؤولية المدنية على الشخص

(١٩) عملية شراء وبيع الأسهم تعتمد على البيانات والمعلومات المالية التي تكون متوفرة لدى المتداول، ولهذا يجب أن تؤخذ تلك البيانات والمعلومات المالية بعين الاعتبار ومدى تأثيرها على قرار المتداول بالشراء أو البيع عند البحث عن وجود خطأ من عدمه.

(٢٠) V. B. Ancel, Y. Lequette, Les grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé, Dalloz, 4e éd., 2001, p. 52.

(٢١) للفرقة بين الخطأ الإيجابي والخطأ السلبي، انظر: عبد الرزاق السنهوري، الموجز في النظرية العامة للالتزامات، المجمع العلمي العربي الإسلامي، ف ٢٩٦، ص ٣١١. " من المقرر أن تكييف الفعل أو الترك المؤسس عليه طلب التعويض بأنه خطأ، أو نفي هذا الوصف عنه من مسائل القانون التي يخضع قضاء الموضوع فيها لرقابة محكمة التمييز ". الطعن رقم ١٥ / ٩٧ مدني، جلسة ١٩٩٨/١/٥، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، يونيو ٢٠٠٤، القسم الرابع، المجلد السادس، رقم القاعدة ٥، ص ٤٠٩.

طالما لم يرتكب فعلاً. وهناك من يرى عكس ذلك، بحيث تقوم مسؤولية الشخص المدنية عندما يمتنع عن القيام بعمل ويشكل هذا الامتناع خطأ مدنياً^(٢٢)، ويذهب رأي ثالث إلى التفرقة بين الامتناع البسيط عن القيام بفعل والامتناع المؤثر الذي يكون انتهاكاً أو مخالفة التزام قانوني أو تنظيمي، ولهذا فإن المسؤولية المدنية لا تقع على الشخص إلا إذا كان الامتناع عن القيام بالعمل مؤثراً، أما إذا كان الامتناع من النوع البسيط فلا يترتب عليه قيام المسؤولية المدنية إلا إذا كان امتناع الشخص إرادياً^(٢٣).

فيما يتعلق بالخطأ في مجال البورصة، يبدو أنه من غير الملائم أن يكيف الامتناع البسيط عن القيام بعمل خطأ للعديد من الأسباب، فهناك العديد من القواعد القانونية التي تنظم نشاط سوق الأوراق المالية التي يريد المشرع إخضاعها لتنظيم قانوني معين، لذلك فإن قيام المسؤولية عن الفعل السلبي قد يشكل انتهاكاً لإرادة المشرع الذي لم ينص على جزاء لمثل هذا الفعل، كما أن فكرة حماية المستثمرين من خلال معاقبة الفعل السلبي لا تقتصر فقط على المستثمر المتضرر، بل يجب أن تشمل الحماية القانونية جميع المستثمرين، فالمشاركة في عمليات البورصة، التي تعتبر إرادية تعود للمستثمر، يجب أن تكون وفقاً لقواعد ونظم محددة مسبقاً تبين الأخطار في مجال البورصة، لذلك ليس من السهل في كثير من الحالات اعتبار الفعل السلبي خطأ يترتب عليه قيام المسؤولية المدنية، فعملية تداول الأسهم، بالبيع والشراء، تستند على احتمالات كثيرة، ففي حالة عدم النص على جزاء للفعل السلبي، فإن الامتناع عن إتيان فعل معين لا ينبغي أن يشكل خطأ في مجال البورصة.

– بالنسبة للنية: عندما يرتكب شخص فعلاً يشكل خطأ في مجال البورصة، هل يشترط أن يكون مدركاً لحظة وقوعه، لاحتمالية تأثيره على عملية تداول الأسهم؟ إذا كانت الإجابة عن هذا التساؤل بالإيجاب، فإن ذلك يقتضي أن يكون الخطأ عمدياً، أي توافر الإرادة لإحداث الضرر^(٢٤).

(٢٢) V. J. Carbonnier, Droit civil, Les obligations, tome IV, 22e éd., P. U. F., coll. Thémis, 2000, n° 221, p. 404: " Un postulat de liberté semble s'opposer à ce que l'homme soit rendu responsable pour n'avoir rien fait".

(٢٣) V. Terré, P. Simler, Y. Lequette, F. Chénede ; Droit civil, Les obligation, Dalloz, 12e éd., 2018, n° 688; G. Viney, P. Jourdain, S. Carval; Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité, L.G. D.J., 4e éd., 2013, n°456; J. Flour, J.-L. Aubert, E. Savaux, Les obligations, tome 2: Le fait juridique, 14e éd., Sirey université, 2014, n°106,

(٢٤) V. J. Flour, J.-L. Aubert, E. Savaux, Les obligations, pré., n°106, p. 107.

يعرف الفقه الخطأ بأنه إخلال بالتزام سابق يترتب عليه تعويض الشخص المضرور^(٢٥). إلا أن بعض الفقه يريد أن يضيف إلى العنصر الموضوعي المتمثل بالإخلال، على غرار الخطأ الجنائي، عنصراً شخصياً ينسب إلى مرتكب الفعل الخاطئ، بمعنى أن يكون الفاعل مدركاً للخطأ الواقع. إن الأخذ بالمفهوم الموضوعي للخطأ يترتب عليه أن القواعد القانونية لا تقتضي توافر العنصر الشخصي، فالخطأ يتوافر في حالة وجود التزام سابق تم الإخلال به^(٢٦).

إن التعريف الموضوعي للخطأ المدني المتمثل في الانحراف عن السلوك المألوف الذي يأخذ به القضاء الكويتي هو تعريف ملائم في مجال البورصة وعملية تداول الأسهم، فاشتراط توافر العنصر الشخصي يمنح محدث الضرر إمكانية الدفع بعدم توافره أمام القاضي، ناهيك عن صعوبة إثبات سوء النية لمحدث الضرر، وعلى خلاف الجرائم والعقوبات الواردة في القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، فإن مجرد الإهمال البسيط يمكن أن يترتب عليه قيام المسؤولية المدنية.

إن تحليل سلوك مرتكب الفعل باعتباره سلوكاً منحرفاً عما هو مألوف لا يكفي للقول بوجود خطأ في عمليات تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، بل يشترط أن يكون لذلك السلوك، أي الفعل، تأثير على أسعار الأسهم.

ثانياً – تأثير الممارسة غير المشروعة من سمات الخطأ في مجال التداول:

ينبغي بداية القول إن عدم تأثير الفعل الخاطئ على البورصة يترتب عليه عدم استحقاق متداول الأسهم لأي تعويض عن انخفاض قيمة الأسهم محل التداول أو ارتفاعه، فالضرر محل التعويض في مجال البورصة هو الضرر الذي يصيب المتداول أي المستثمر نتيجة المساس بكفاءة البورصة من خلال التأثير على عملية التداول. لذلك فإن أي سلوك ليس له تأثير على عملية التداول لن يؤدي إلى الإضرار بالغير، ولكن هذا لا يعني أن يكون ذلك السلوك مشروعاً، بل قد يقع تحت طائلة العقوبات الجزائية، أو الإضرار بالغير في خارج مجال البورصة^(٢٧)، فتأثير الفعل على البورصة يعتبر من سمات الخطأ في مجال تداول الأسهم.

(٢٥) V. Planiol, Traite elementaire de droit civil, tome 2, 8e ed. L.G.D.J., 1921, n° 863, p. 275. J. Flour, J.-L. Aubert, E. Savaux, Les obligations, pré., n°98, p. 98.

(٢٦) V. J. Flour, J.-L. Aubert, E. Savaux, Les obligations, pré., n°99, p. 100.

(٢٧) الفعل الذي يقع تحت طائلة قانون الجزاء أو الإضرار بالغير في خارج مجال البورصة يبقى خارج نطاق هذا البحث.

١ - التأثير في أسعار الأسهم:

يتضح من قانون هيئة أسواق المال ولائحته التنفيذية أن السلوك غير المشروع لا يمكن اعتباره خطأ ما لم يكن له تأثير على أسعار السهم المتداول في البورصة، وإن تأثر عملية تداول الأسهم يكون من خلال العديد من الحالات المختلفة نذكر منها: حالة أوامر البيع والشراء وحالة المعلومات والبيانات.

- التأثير عبر أوامر البيع والشراء:

إن التأثير عبر أوامر البيع والشراء يعتبر الأكثر وضوحاً في مجال البورصة بالنسبة للسهم محل التداول، بمعنى أن يكون التأثير من خلال عملية الترويج لسهم معين بالشراء أو البيع، وهذا الفعل المتمثل بأوامر البيع له من التأثير في نظام العرض والطلب على السهم المتداول، فمجموع الطلبات (البيع والشراء) يكون لها تأثير على قيمة السهم، ومن أهم صور الممارسات غير المشروعة المؤثرة على أسعار البورصة إدخال أوامر البيع والشراء من أجل حث المساهمين على البيع والشراء، أي تلك الممارسات التي تهدف إلى خلق مظهر أو إحياء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي لسهم معين، كم لو تم إدخال أوامر بيع سهم من أجل تخفيض قيمة السهم، وذلك من خلال حث المتداولين على بيع ذلك السهم، أو تم إدخال أوامر شراء من أجل رفع قيمة السهم، وذلك من خلال حث المتداولين على شراء ذلك السهم^(٢٨).

- التأثير عبر بث المعلومات والبيانات أو نشرهما:

أثناء عملية تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية تتأثر قيمة السهم المتداول بمجموع المعلومات والبيانات المتاحة للعامة من المستثمرين في السوق، مما يعني - من حيث الواقع - أن المستثمر حينما يقرر الاستثمار بسهم معين فإنه يأخذ بعين الاعتبار تلك المعلومات والبيانات المتعلقة بذلك بالسهم، ومن المؤكد أن نشر معلومة متعلقة بمصدر السهم يكون له تأثير على قيمة السهم المتداول، ونشر المعلومات قد يتخذ صوراً مختلفة، فقد يكون النشر من قبل أحد مدراء الشركة عبر بعض الجرائد، أو لبيان تحليلي مالي للشركة، أو لاجتماع يتعلق بالوضع المالي للشركة، وإن عملية النشر والبث للمعلومات والبيانات المالية للشركة المصدرة للسهم تؤدي إلى اتساع نطاق الأفعال التي يمكن تكيفها بالخطأ في مجال البورصة، والمثال

(٢٨) المادة ١٢٢ من القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠.

التقليدي للتأثير على عملية تداول الأسهم والذي يشكل خطأ في هذا المجال هو البث أو النشر لمعلومات وبيانات كاذبة ومضللة للعامة من المستثمرين^(٢٩).

٢ - التأثير المصطنع أو غير القانوني:

إن السلوك المنحرف أي الفعل الخاطئ في مجال البورصة لا يتحقق بمجرد أن يكون له تأثير على عملية تداول الأسهم، وإن ذلك التأثير يكون شرطاً ضرورياً ولكن ليس شرطاً كافياً^(٣٠). فالسلوك الخاطئ لا يتحقق إلا إذا كان له تأثير اصطناعي أو غير قانوني، فهناك العديد من العمليات قد تكون مشروعة، أو تكون من الناحية القانونية مقبولة.

وتعتبر المضاربة في الأسهم من الممارسات المشروعة في البورصة، ليس للمضاربة مفهوم قانوني^(٣١)، وإنما يمكن القول بأنها عملية اقتصادية يقوم بها متداول الأسهم في البورصة^(٣٢)، فالمضاربة هي عملية شراء الأسهم لبيعها من أجل تحقيق ربح سريع ناتج عن اختلاف سعر السهم من الشراء والبيع^(٣٣)، وفقاً لهذا المفهوم فإن المضاربة تعتبر عملاً مشروعاً انعكاساً لمشروعية التصرفات القانونية المتمثلة بأوامر الشراء والبيع للمتداولين الذين يسعون لتحقيق مصالحهم في الإطار القانوني لعملية البيع والشراء للأسهم في البورصة، مما يعني أن عملية المضاربة متوافقة مع عمل البورصة ولا تشكل على هذا النحو خطأ.

وهناك مفهوم اقتصادي آخر يتعلق بالنظرية المالية^(٣٤)، فالمضاربة تعكس سلوك بعض المستثمرين في قبول المخاطرة التي يرفضها البعض الآخر من المستثمرين

(٢٩) ولتأثر أسعار الأسهم المتداولة في البورصة بالبيانات المالية والمعلومات الجوهرية للشركات تلتزم تلك الشركات بالإفصاح للبورصة عن بياناتها المالية والمعلومات الجوهرية، ويجب على البورصة أن تعلن عن تلك البيانات والمعلومات. انظر في ذلك: المادة ٩٧ من قانون هيئة أسواق المال.

(٣٠) إذا كان الفعل الخاطئ لا يترتب عليه أي تأثير على سعر السهم المتداول فهو لا يشكل خطأ في مجال تداول الأوراق المالية، فعلى سبيل المثال، فيما يتعلق بجريمة المطلعين التي أساسها منع استغلال المعلومة المميزة وجريمة نشر بيانات كاذبة ومضللة، فمن الضروري أن تكون المعلومة المميزة والبيان الكاذب والمضلل لهما تأثير جوهري على سعر السوق.

(٣١) V. A.D. Merville, La spéculation en droit prive, thèse, Paris 1, 2001.

(٣٢) V. H. de Vauplane, Morale et Bourse: un long malentendu, Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt - libre Amicorum, Joly ed., 2005, p. 221.

(٣٣) V. A.D. Merville, La spéculation en droit prive, thèse pré., n° 10.

(٣٤) V. A.D. Merville, La spéculation en droit prive, thèse pré., n° 10.

الذين يفضلون الاستثمار بشكل طبيعي في الأسواق المالية، بناءً على هذا المفهوم فإن المضاربة تعود لسبب شخصي للمتداول في البورصة أي توافر نية المضاربة، هذا المفهوم يؤدي إلى التمييز نظرياً بين عمليات التداول الحقيقية المرتبطة بالاقتصاد وعمليات التداول الأخرى التي لا ترتبط بالاقتصاد وإنما تهدف إلى مجرد تحقيق ربح مالي سريع.

إن السؤال المتعلق بمشروعية المضاربة قد تم تناوله من قبل القضاء الفرنسي بمناسبة جرائم البورصة^(٣٥)، وبناء عليه يؤكد الفقه على مشروعية تأثير المضاربة بقوله إن المضاربة لو كانت بقصد المخاطرة فإنها لا تشكل جريمة بذاتها، ولكي تصبح جريمة فيجب أن يصاحبها تحريض بناء على غش أو تدليس بهدف التأثير بشكل مصطنع على البورصة، فعندما يكون رهان المضاربة ليس بقصد المخاطرة فإنها تفقد طابعها الاحتمالي، وتشكل بالتالي جريمة مضاربة غير مشروعة^(٣٦). كما أكد القضاء المدني الفرنسي من جانبه بخصوص المطالبة بالتعويض عن الأضرار في مجال البورصة على مشروعية المضاربة^(٣٧)، فالتفسيرات القضائية بخصوص العناصر التي تشكل جرائم البورصة تؤكد على مشروعية ممارسة التأثير العادي على عمل البورصة، وبناء على ذلك فإذا كان المبدأ العام هو مشروعية المضاربة فإن الاستثناء هو أن التأثير في البورصة الذي يكون نتيجة بعض الأفعال قد يكون غير مشروع ومصطنع.

المطلب الثاني

خصوصية بعض الممارسات غير المشروعة في البورصة

بسبب طبيعة نشاط البورصة فإن بعض الممارسات غير المشروعة تعود لخصوصيتها المرتبطة بتأثر كفاءة البورصة بالبيانات والمعلومات المرتبطة بالأسهم

(٣٥) انظر في جريمة التلاعب في الأسعار:

CA Paris, 9e ch. B, 28 juin 1984: Gaz. Pal., 23 oct. 1984, p. 649, note J.-P. Marchi.

(٣٦) " En effet, La spéculation, même hasardeuse, n'est jamais constitutive en tant que telle d'un delit. Elle ne le devient que lorsque l'opération s'accompagne de provocations frauduleuses ou de manœuvres tendant à influencer artificiellement le marché. Lorsque Le pari spéculatif cesse de procéder du seul hasard, il perd son caractère aléatoire et caractérise l'infraction de spéculation illicite". V. D. Ponton-Grillet, La spéculation en droit prive, D., 1990, chron. 27, p. 157, n° 15. A.D. Merville, La spéculation en droit prive, thèse pré., n° 534 et s.

CA. Limoges, ch. civ. 1re, Sect. 6 oct. 2008, n° RG 07/00286.

V. A.D. Merville, La spéculation en droit prive, thèse pré., n° 10.

(٣٧)

المتداولة في البورصة^(٣٨)، ولهذا فإن المشرع قد أخذ بعين الاعتبار الممارسات التي لها من التأثير غير القانوني للمعلومات والبيانات الصحيحة، وكذلك التأثير المصطنع من خلال التضليل بالمعلومات.

أولاً - التأثير غير القانوني للمعلومة الصحيحة:

إن الإخلال بكفاءة عملية تداول الأسهم قد يكون نتيجة الاطلاع على معلومات داخلية صحيحة غير معلن عنها للكافة من أجل استغلالها بقصد شراء أو بيع الأسهم، هذا الاطلاع يمس مبدأ تساوي المستثمرين في الحصول على المعلومات المتعلقة بالأسهم، ولهذا سنتناول عملية حظر الانتفاع أو استغلال المعلومات الداخلية، وأهمية مبدأ تساوي المستثمرين في الحصول على المعلومات.

١ - حظر الانتفاع أو استغلال المعلومات الداخلية:

إن قانون هيئة أسواق المال يعاقب^(٣٩) كل مطلع انتفع أو استغل معلومات داخلية عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية أو الكشف عن المعلومات الداخلية أو إعطاء مشورة على أساس المعلومات الداخلية لشخص آخر غير المطلع، ويعتبر الشخص الذي يتداول بالأوراق المالية أثناء حيازته للمعلومات الداخلية منتفعاً بها إذا كان الشخص على علم بها عندما قام بالبيع أو الشراء، إلا إذا استطاع إثبات أنه لم يتداول بناء على تلك المعلومات، فمخالفة ذلك النص يترتب عليه أيضاً قيام المسؤولية الجنائية والمدنية لمرتكب الفعل المجرم تجاه الشخص المضروب^(٤٠).

هناك العديد من الحجج التي بمقتضاها يمكن القول إن كفاءة عملية تداول

(٣٨) بخصوص مفهوم المعلومات التي يمكن استغلالها، انظر: فاطمة الشريعان، مفهوم المعلومات محل الاستغلال في عملية استغلال المعلومات الداخلية بموجب القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ (تعليق على حكم قضائي)، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، العدد ٢، السنة ٤٣، يونيو ٢٠١٩، ص ٤٧. انظر كذلك: أحمد الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، دراسة مقارنة، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، ١٩٩٨.

(٣٩) عقوبة جريمة التداول أثناء حيازة معلومات داخلية أو استغلالها هي الحبس مدة لا تتجاوز خمس سنوات، وبالغرامة التي لا تقل عن قيمة المنفعة المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها أو مبلغ عشرة آلاف 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.

(٤٠) انظر في الحالات التي تقع فيها تلك الجريمة المنصوص عليها في المادة ١٢٢: اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، الكتاب الرابع عشر سلوكيات السوق، الفصل الثالث، الاحتيال والتلاعب في البورصة، مادة ٣-٢ وما يليها.

الأسهم تقتضي تساوي المستثمرين في الحصول على المعلومات المتعلقة بالأسهم محل التداول^(٤١). من تلك الحجج، أولاً: إن عملية انتفاع أو استغلال المطلع للمعلومات الداخلية بقصد شراء الأسهم أو بيعها يترتب عليها عدم ثقة المستثمر غير المطلع بالبورصة وفي عملية تداول الأوراق المالية، ثانياً: لو كانت عملية الانتفاع أو استغلال المطلع للمعلومات الداخلية مشروعة فإن من يحوز تلك المعلومات من العاملين في الشركة سيسعى لاستغلالها في عملية التداول قبل إبلاغ مدراء الشركة، ثالثاً: عملية الانتفاع أو استغلال المعلومات لها من التأثير الواضح على سمعة الشركة المصدرة للأسهم عند الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رابعاً: عملية الاطلاع للانتفاع أو للاستغلال ينظر إليها كسرقة مال غير مادي (المعلومة الداخلية) التي تكون للشركة مصدرة الأسهم وليس للمطلع.

٢ - مبدأ المساواة في حصول المستثمرين على المعلومة:

إن مبدأ المساواة في حصول المستثمر على المعلومة لم يرد بشكل صريح في القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء هيئة أسواق المال ولا في لائحته التنفيذية، ولكن يمكن لنا استنتاج ذلك المبدأ من العديد من النصوص القانونية التي تنشئ التزامات على عاتق الشركات المدرجة في البورصة بخصوص الإعلان والإفصاح عن المعلومات أو البيانات ذات التأثير الجوهري غير المتاحة للجمهور، فيكون على عاتق الشركة إما التزام بالامتناع عن الإعلان أو الإفصاح عن المعلومات أو البيانات في حالات معينة، أو الالتزام بالإعلان أو الإفصاح عن تلك البيانات في حالات أخرى، فيجب على الشركة المدرجة في البورصة الإفصاح عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بها^(٤٢)، كما أن أعضاء مجلس الإدارة ملزمون بعدم الإفصاح إلى

(٤١) انظر في تلك الحجج:

S. M. Bainbridge, Insider Trading: an overview, Encyclopedia of Law and Economics, 1990, spéc, 784 et s.

(٤٢) بخصوص الإفصاح عن المعلومات الجوهرية وبعض الأمثلة عليه، انظر: المادة ١-٤ الفصل الرابع من الكتاب العاشر (الإفصاح والشفافية) لللائحة الداخلية لقانون هيئة أسواق المال. ولقد رأيت محكمة التمييز أن ثبوت تقاعس الشركة عن إخطار إدارة السوق بأمر المفاوضات التي كانت دائرة بينهما وبين الحكومة العراقية لتوقيع عقد قيمته ٦٨ مليون دولار يشكل تراخياً منها في القيام بواجب الإخطار، لاسيما وأن من شأن هذا الأمر التأثير على أسعار أسهمها المتداولة، بما ينطوي ذلك على مخالفة لمادة ١٧ من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية. محكمة التمييز الكويتية، الطعن رقم ٢٠٠٩ إداري/١، ٢٠١٢/٢، مركز تصنيف وبرمجة الأحكام القضائية، جامعة الكويت- كلية الحقوق.

المساهمين أو الغير في غير اجتماعات الجمعية العمومية عما وافقوا عليه من أسرار الشركة بسبب مباشرتهم لإدارتها، وإلا وجب عزلهم ومساءلتهم عن تعويض الأضرار الناتجة عن المخالفة^(٤٣)، كما يلتزم المطلع^(٤٤) عن الامتناع عن الشراء أو البيع وعدم إعطاء مشورة على أساس المعلومات الداخلية لشخص آخر غير مطلع، وهناك الالتزام بالإفصاح عن المصالح^(٤٥) وإلا تحمل الملزم بالإفصاح المسؤولية عن أية أضرار تلحق بالهيئة أو البورصة أو الغير جراء عدم إفصاحهم عن مصالحهم وفقاً لأحكام القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ ولائحته التنفيذية^(٤٦)، وكذلك الالتزام ببيان الوضع المالي الحقيقي للشركة^(٤٧). وبمقتضى تلك النصوص المتعددة، يمكن لنا القول إن الالتزام سواء أكان بوجوب الإعلان أم الإفصاح أم بالامتناع عن ذلك يحقق نوعاً من الحماية الخاصة للمستثمرين في البورصة، على اعتبار أن المعلومات أو البيانات الجوهرية ذات التأثير على قيمة السهم إما أن تكون معلنة للجمهور أو سرية لا يجوز استغلالها من قبل المطلع، وبناء عليه فإنه يمكن القول بأن تلك النصوص تكرس مبدأ المساواة في حصول المستثمرين على المعلومة، وهذا ما يعزز الشفافية في عملية الاستثمار في الأسهم المتداولة في البورصة، ويعزز في ذات الوقت كفاءة البورصة.

ثانياً - التأثير المصطنع من خلال التضليل بالمعلومات:

إن التأثير المصطنع بأسعار أسهم الشركات المدرجة قد يكون من خلال عملية التضليل بالمعلومات الخاطئة أو المضللة^(٤٨) أو من خلال خلق مظهر زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي، كما إن كفاءة البورصة في عملية تداول الأوراق المالية تعتمد إضافة إلى مبدأ المساواة في حصول المستثمر على المعلومة على مبدأ آخر يتمثل في

(٤٣) انظر في ذلك: المادة ١٩٦ من قانون الشركات الكويتي.

(٤٤) المطلع هو كل شخص اطلع بحكم موقعه على معلومات أو بيانات ذات أثر جوهري عن شركة مدرجة لم تكن متاحة للجمهور. انظر: المادة ١ التعريفات من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

(٤٥) انظر في ذلك المادة ١٠٠ وما يليها من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

(٤٦) المادة ١٠٧ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

(٤٧) انظر في ذلك: الفقرة ٤ من المادة ٣٠٣ من قانون الشركات الكويتي.

(٤٨) يمكن لنا أن نشير إلى تجريم بعض الأفعال الواردة في المادة ٣٠٣ من قانون الشركات رقم (١) لسنة ٢٠١٦، كتلك المرتبطة بالبيانات الكاذبة وإخفاء حقيقة الوضع المالي للشركة، باعتبارها تشارك وتساهم في منع بث بيانات كاذبة ومضللة فيما يتعلق بالأسهم المتداولة في البورصة. فالمادة ١٧٣ من قانون الشركات تنص على أن تداول أسهم الشركات يخضع لأحكام القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

حرية تكوين السوق من خلال تلاقي مصلحة البائع والمشتري اللذين يعتمدان ويستندان في عمليات البيع والشراء على المعلومة المتاحة المتعلقة بالسهم محل التعاقد، وبناء على هذا المبدأ فإنه لا يجوز ممارسة أي عمل له من التأثير سواء أكان بشكل مباشر أم غير مباشر، وإلا وقعت المسؤولية المدنية على مرتكب الفعل.

١ - التأثير المصطنع المباشر:

نقصد بالتأثير المصطنع المباشر هو تأثير الممارسة غير المشروعة بشكل مباشر على أسعار الأسهم المتداولة، فالقيام بالبث أو النشر أو الترويج للشائعات أو إعطاء بيانات أو معلومات أو تصريحات مضللة وغير صحيحة قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية أو تداولها تدخل من ضمن الحالات التي تؤدي إلى قيام المسؤولية التأديبية^(٤٩) والمدنية، لذلك فهناك التزام يقع على كل شخص بالامتناع عن البث أو النشر أو الترويج لمعلومات من سماتها عدم الصحة، مضللة أو خاطئة، وأن يكون لها تأثير على سعر السهم المتداول.

٢ - التأثير المصطنع غير المباشر:

إن التأثير المصطنع غير المباشر يكون نتيجة التضليل في عملية تداول الأسهم، ويتحقق ذلك من خلال ممارسات بقصد التأثير على أسعار الأسهم، ومن أهم صور التأثير غير المباشر على أسعار الأسهم عملية التلاعب في الأسعار التي تستند إلى وجود النية (قصد) في السعي لتعديل سعر السهم ارتفاعاً أو نزولاً، بحيث يكون الربح المحقق نتيجة القدرة على تعديل سعر السهم وليس على أساس ما يمتلك من معلومات^(٥٠). ومن الملاحظ أن القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء هيئة أسواق المال لم يأت بتعريف معين لعملية تلاعب الأسعار، وليس هناك معيار موضوعي محدد يستند إليه للقول بتحقيق عملية تلاعب الأسعار، إلا أن المشرع ذكر بعض الحالات إن توافرت وقعت عملية التلاعب بالأسعار، ومن هذه الحالات، حالة التصرف بشكل يؤدي إلى خلق مظهر وإيحاء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي لورقة مالية، وذلك إما من خلال الدخول في صفقة بشكل لا يؤدي إلى تغيير فعلي في ملكية الورقة المالية، أو من خلال 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

(٤٩) تقع المسؤولية التأديبية بالنسبة للعاملين في سوق الأوراق المالية.

(٥٠) D. R. Fischel, D. J. Ross, Should the law prohibit manipulation in financial markets?, 105 Harv. L. Rev. 503 (1991), spec. p. 510.

تم أو سيتم إصداره من قبل الشخص نفسه أو أشخاص يعلمون باتفاق مع ذلك الشخص، وحالة رفع سعر تلك الورقة المالية للمصدر نفسه بهدف حث الآخرين على شرائها أو بيعها، وحالة خلق تداول فعلي أو وهمي بهدف حث الآخرين على الشراء أو البيع^(٥١).

(٥١) انظر في تلك الحالات: المادة ١٢٢ من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠، وكذلك اللائحة التنفيذية للقانون، الكتاب الرابع عشر سلوكيات السوق، الفصل الثالث، الاحتيال والتلاعب في البورصة، مادة ١-٣.

المبحث الثاني ضرورة تحقق الضرر الشخصي للمساهم

بما أن التعويض يرتبط وجوداً وعدمًا بالضرر^(٥٢)، فالتعويض لا يكون إلا إذا تحقق الضرر، بمعنى أن يكون الضرر قد وقع بالفعل أو يكون وقوعه في المستقبل حتمياً، فلا مجال للتعويض عن الضرر الاحتمالي^(٥٣). وفي مجال تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية سواء بالبيع أو الشراء، هناك حالات ينبغي معرفة مدى تحقق الضرر للحكم بالتعويض على محدث ذلك الضرر (المطلب الأول). وإذا كانت الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية (البورصة) تشكل رأس مال الشركة المصدرة لتلك الأسهم، فهل الضرر الناتج عن التأثير على أسعار أسهم الشركة المتداولة يشكل ضرراً شخصياً مباشراً للمساهم (المطلب الثاني) حتى يتمكن من رفع دعوى شخصية للمطالبة بالتعويض عن الممارسات غير المشروعة في البورصة.

المطلب الأول مدى تحقق الضرر

إن تناولنا لموضوع الضرر من حيث مدى تحققه وطبيعة الضرر الذي يصيب المساهم أثناء تداول الأسهم سيكون على ضوء أحكام محكمة النقض الفرنسية التي رأت في السنوات الأخيرة أحقية المساهم في التعويض عن الضرر، خاصة في حالة التأثير على أسعار الأسهم نتيجة البث أو النشر لبيانات خاطئة أو مضللة في البورصة^(٥٤)، وقبل بيان موقف القضاء الفرنسي فيما يتعلق بذلك الضرر، فمن الأهمية الإشارة إلى بعض الحالات التي يمكن أن تؤدي إلى ذلك الضرر.

(٥٢) إبراهيم أبو الليل، تعويض الضرر في المسؤولية المدنية، دراسة تحليلية تأصيلية لتقدير التعويض، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٥، ص ١٧.

(٥٣) الضرر المحتمل لا يجوز التعويض عنه، والضرر المستقبل هو ضرر محقق لا محتمل وإنما يتراخى وقوعه إلى وقت مستقبل، فيجب التعويض عنه. انظر: عبد الرزاق السنهوري، الموجز في النظرية العامة للالتزامات في القانون المدني، المجمع العلمي العربي الإسلامي، بدون سنة طبع، ف ٣٢٩، ص ٣٣٩.

(٥٤) La réparation du préjudice financier de l'investisseur dans la jurisprudence, Rapport l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, Club juristes, novembre 2014.

أولاً - الحالات التي قد تؤدي إلى حدوث الضرر:

من أهم الحالات التي قد تؤدي إلى وقوع الضرر في عمليات تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، حالة التلاعب بالأسهم، وحالة بث معلومات مضللة أو خاطئة تتعلق بأسهم إحدى الشركات أو أسهم مجموعة من الشركات بهدف التأثير على القيمة السوقية للأسهم محل التداول^(٥٥)، وكذلك حالة الاستفادة من البيانات والمعلومات الجوهرية.

١ - حالة التلاعب بأسعار السوق وحالة البث أو النشر لمعلومات مضللة أو خاطئة:

إن حالة التلاعب بالأسهم وبث معلومات مضللة أو خاطئة تهدف إلى عملية التأثير على القيمة السوقية للأسهم في البورصة، وهذه الحالات تعتبر من الحالات التي يصعب فيها معرفة مدى تحقق الضرر، فالمساهم الذي يدعي أنه اشترى الأسهم نتيجة تأثير التلاعب بالأسهم أو تأثير المعلومات المضللة أو الخاطئة، يكون في حالة أنه لو كان يعلم بذلك التلاعب أو بأن تلك المعلومات المتعلقة بالسهم المتداول غير دقيقة أو خاطئة، وكان الهدف من بثها في السوق هو التأثير على السعر لما أقدم على شرائها بسعر أعلى من سعرها الحقيقي أو بيعها بسعر أقل^(٥٦).

إن صعوبة تحديد إذا ما كان المساهم قد تضرر نتيجة المعلومات المضللة أو الخاطئة يعود للعديد من الحالات، فهل يجب تعويض المساهم الذي اشترى الأسهم لحظة بث تلك المعلومات المضللة أو الخاطئة؟ أو تعويض المساهم الذي يمتلك من قبل تلك الأسهم ولم يقم ببيعها؟ أو تعويض المساهم الذي كان بإمكانه الشراء ولكن لم يقم بذلك بسبب تلك المعلومات التي أثرت على إرادته؟ وبمعنى آخر هل يجب إخضاع التعويض لعمليات الشراء اللاحقة أو السابقة على بث المعلومات المضللة أو الخاطئة؟

٢ - حالة الانتفاع أو استغلال المعلومات:

يعتبر الشخص الذي يتداول بالأوراق المالية أثناء حيازته للمعلومات الداخلية منتفعاً بها إذا كان الشخص على علم بها عندما قام بالبيع أو الشراء، إلا إذا استطاع

(٥٥) السهم هو نصيب أو أنصبة المساهم في رأس مال الشركة. انظر في تعريف السهم: طعمة الشمرى، عبد الله الحيان، الوسيط في شرح قانون الشركات الكويتي رقم (١) لسنة ٢٠١٦، ٢٠١٨، ص ٢٩٠.

(٥٦) V. V. Magnier, Information boursière et préjudices des investisseurs, art, Dalloz, 2008, p. 558.

إثبات أنه لم يتداول بناء على تلك المعلومات^(٥٧)، إن حالة الانتفاع أو استغلال المعلومات هي الحالة الوحيدة التي تثير مسألة من المتضرر من هذه الحالة، هل السوق أو المستثمر؟ إن قانون إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق يهدف إلى حماية السوق، فهناك من الفقه من يؤكد على "أن الاضطراب الذي ينجم عن الجريمة يمس المصالح العامة للشركة، وبسبب هذه الواقعة فإن التعويض لا يمكن أن يكون مضموناً إلا بالدعوى العمومية، وجريمة التداول أثناء حيازة معلومات داخلية أو استغلالها لا تخلق أي ضرر لحاملي الأوراق المالية، لاسيما وأن هذه الجريمة لها أساس أخلاقي وليس اقتصادياً"^(٥٨). وهناك من يتساءل عن كيفية التعويض عن جريمة الاستفادة أو استغلال معلومات سرية حيث إن هذه الجريمة لا تسبب أي ضرر، فإذا كان المطلع لديه المعلومات ويقوم بالشراء، فعند ارتفاع الأسعار فإن كل المساهمين (المتداولين) سيستفيدون من عملية الارتفاع، والسبب نفسه يمكن أن يقود بالمعنى العكسي عندما تكون الإفادة من معلومات سرية خاصة بمعلومات سلبية^(٥٩). إن المساهم المتضرر الذي احتفظ بالأسهم التي يملكها سابقاً بسبب الارتفاع الاصطناعي للأسعار الناتج عن بث معلومات خاطئة أو مضللة لم يكن ليتصرف لو لم تكن المعلومات قد نشرت، فإن ضرراً كهذا يمكن أن يعوض، فهل من الممكن الأخذ بذات الحل بالنسبة لجريمة الاطلاع على البيانات؟

ثانياً - الضرر في فوات الفرصة على المساهم:

تطبيقاً للقواعد العامة في القانون المدني فإن التعويض يجب أن يكون شاملاً لجميع الأضرار التي لحقت بالضرر، بمعنى أن يكون التعويض جابراً للضرر الذي

(٥٧) تنص المادة ١٩٥ من قانون الشركات 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 تداول أعضاء مجلس الإدارة في أسهم الشركة وطريقة الإفصاح عنها"، والمادة ٣٠٤ من قانون الشركات تقضي بعقوبة الحبس مدة لا تزيد على سنة وبغرامة لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تزيد على عشرة آلاف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين: ٦- كل عضو مجلس إدارة أو مدير أو عضو مجلس رقابة أو مراقب حسابات أو أي موظف بالشركة أو أي شخص يعهد إليه بالتفتيش عليها، يفشي في غير الأحوال التي يلزمه القانون بها ما يحصل عليه بحكم عمله من أسرار، أو يستغل هذه الأسرار لتحقيق منافع شخصية له أو لغيره أو للإضرار بها.

(٥٨) H. de Vauplan & O. Simart, Délits boursiers: proposition de réforme, Rev. Dr. Banc. Et Bourse, mai-juin 1997, n°61, p. 85.

أصاب المضرور جبراً كاملاً، والتعويض لا يقتصر على ما لحق المضرور من خسارة وما فاتته من كسب (ضرر مادي)، بل يشمل التعويض عن الضرر الأدبي أيضاً^(٦٠). وفي مجال تداول الأسهم فإن تعويض المساهم يثير بعض الصعوبات بالضرر إذا كان محققاً أو احتمالياً في الحالات التي أشرنا إليها أعلاه، وبالرجوع للأحكام القضائية الصادرة من المحكمة المختصة بنشاط أسواق المال "محكمة أسواق المال" لا نجد فيها ما يتناول مسألة تعويض المساهم نتيجة ما أصابه من ضرر بسبب تقديم معلومات خاطئة أو مضللة أو غير دقيقة يترتب عليها التأثير في أسعار الأسهم التي يمتلكها، ولذلك سوف تناول مسألة تحديد إذا ما كان الضرر محققاً أو احتمالياً على ضوء أحكام القضاء المقارن وتحديداً محكمة النقض الفرنسية.

١ - موقف القضاء بالنسبة لشراء الأسهم أو بيعها:

إن الحل الذي أخذت به أحكام القضاء الفرنسي يتمثل في ضرورة التعويض عن فوات الفرصة بالاستثمار الأفضل أو عدم الاستثمار بالنسبة للمساهم المتداول في حالة التصرف في الأسهم^(٦١)، فالقضاء الفرنسي يرى أن الضرر يتحقق طالما أن المضرور قد اشترى الأسهم بسعر أعلى من سعرها الحقيقي نتيجة بث معلومات خاطئة أو مضللة، بل إن القضاء الفرنسي في العديد من أحكامه يؤكد على وجود الضرر في حالات محددة، فالضرر يوجد في جميع الحالات عندما تكون المعلومة الخاطئة هي من دفعت المستثمر إلى اتخاذ قرار مخالف لما سيتخذه من قرار لو كان يعلم بالمعلومة الصحيحة^(٦٢).

ولكن يجب ملاحظة أن الضرر قد لا يتحقق بحسب الظروف، ففي حالة امتلاك أسهم بناء على معلومة إيجابية مغلوطة، فإن الضرر لا يتحقق إلا عندما يتم بيع الأسهم لحظة بث المعلومة الصحيحة^(٦٣). وقد يختار المستثمر المحافظة على الأسهم

(٥٩) انظر: عبد الرسول عبد الرضا، جمال النكاس، مرجع سابق، ٢٥٣، ص ٢٩١. رمضان أبو

السعود، النظرية العامة للالتزام، مصادر الالتزام، دار المطبوعات الجامعية، ٢٠٠٢، ص ٣٩٣.

(٦٠) V. P. Pailler, indemnisation de la perte d'une chance pour l'associé d'investir en connaissance de cause, RDBF, n° 4, Juillet 2014, comm. 156.

(٦١) V. V. Magnier, Information boursière et préjudice des investisseurs, article, préc.

(٦٢) مقدار التعويض يكون مقدار الخسارة بين قيمة السهم وقت شرائه بناء على المعلومة غير الصحيحة وقيمة السهم وقت بيعه بعد بث المعلومة الصحيحة.

(٦٣) يشبه البعض عملية الاطلاع على المعلومات الداخلية بالمعلومة المتأخرة، فالضرر هنا لا يوجد إلا إذا كانت المعلومة غير المتوفرة دفعت المستثمر إلى اتخاذ قرار على خلاف قرار المطلع على المعلومة الداخلية.

بعد بث المعلومة الصحيحة لمدة طويلة، وذلك من أجل انتظار ارتفاع قيمة السهم، وفي هذه الحالة لا تكون هناك خسارة يمكن أن تنسب بشكل مباشر للمعلومة على اعتبار أن المحافظة على تلك الأسهم هو قرار إرادي للمستثمر، كما يمكن تشبيه حالة المعلومة المبالغ فيها إيجابياً بهدف تأخير بث معلومة سلبية، بما تتضمنه عملية الاستفادة أو استغلال المعلومات الداخلية الجوهرية من أجل بيع الأسهم قبل الآخرين.^(٦٤)

وفي حالة بيع السهم بشكل مسبق بناء على معلومة خاطئة، فإن الضرر يكون واقعاً، عندما يرتفع سعر السهم بناء على المعلومة الصحيحة، بالمقابل يتوافر احتمال يتعلق بموقف المستثمر بخصوص المعلومة الخاطئة، وهل يترتب عليها فعلاً حرمان المستثمر من بيع أسهمه بسعر أفضل في وقت لاحق؟ أو أن تلك المعلومة ستدفع المستثمر إلى بيع الأسهم في جميع الأحوال؟ هنا نجد أن علاقة السببية تكون من المسائل الدقيقة بحيث يجب على المستثمر أن يثبت أنه لو كان يعلم بالمعلومة الصحيحة الأكثر إيجابية لأجل بيع الأسهم إلى سعر مناسب، وفي هذه الحالة فإن فوات الفرصة يمثل الضرر محل التعويض، والأمر الذي ينطبق على حالة المعلومة الإيجابية المتأخرة، أو المعلومة المميزة الإيجابية، ولكن فقط بالنسبة للمستثمر الذي يختار بيع أسهم خلال فترة النزاع، بمعنى قبل تصحيح المعلومة أو الكشف عنها^(٦٥).

بالرجوع لأحكام القضاء الفرنسي بخصوص جرائم البورصة، نلاحظ أن أول حكم صدر في هذا المجال هو حكم الدائرة الجزائية لمحكمة التمييز الصادر بتاريخ ١٥ مارس ١٩٩٣^(٦٦) الذي بمقتضاه تم تأييد الحكم الصادر بتاريخ ١٥ يناير ١٩٩٢ من محكمة استئناف باريس في الدعوى المتعلقة بشركة Fonderie^(٦٧)، وفي هذا الحكم، أقرت الدائرة الجزائية مبدأً جديداً عندما قدرت أن الضرر الذي أصاب المستثمر

(٦٤) V. C. Sonntag, Préjudices et sanctions des infractions d'inities: approche juridique et économique, in L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe, dir. B. Deffains et alii, 2004, p. 111.

(٦٥) V. V. Magnier, Information boursière et préjudice des investisseurs, article, préc.

(٦٦) Cass. crim., 15 mars 1993, Bull. Joly Bourse, 1993, p. 365, note M. Jeantin. Voir, aussi, Cass. com., 22 nov. 2005, RTD com 2006, p. 445, obs. M. Storck.

(٦٧) CA Paris, 15 janvier 1992, 9^e ch., Banque & Droit, novembre-décembre 1993, n°32, p. 22, obs. F. peltier; Gaz. Pal., 22-23 avril 1992, obs. J-P Marchi; Rev. Sociétés, septembre 1992, obs. H. Hovasse.

يتمثل في شرائه لأسهم بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية نتيجة بث معلومات وبيانات خاطئة ومضللة، وفي ذات الاتجاه، قررت محكمة استئناف باريس في حكمها الصادر بتاريخ ١٨ ديسمبر ١٩٩٥ منح التعويض عن ضرر تملك الأوراق المالية في وقت لاحق لبث المعلومات والبيانات المضللة^(٦٨). وفي حكم آخر صادر من القضاء المدني حيث طلب المساهم تعويضاً عن الضرر الناتج عن بيعه بخسارة للأسهم التي تملكها بعد الإعلان عن بيانات متنازع عليها تتعلق بالنتائج التقديرية للشركة ناشرة البيانات، رأت المحكمة أن الضرر يتمثل بواقعة شراء الأسهم بشروط باهظة جداً وإعادة بيعها بنصف القيمة الأساسية^(٦٩)، بالمقابل فإن الحكم الصادر من محكمة استئناف باريس في ٢٦ سبتمبر ٢٠٠٣ في قضية Flammarion^(٧٠) يمثل خصوصية واضحة حيث يتبين من وقائع الحكم أن الشركة قامت بنشر نتائجها نصف السنوية في مجلة اقتصادية، وبناء عليها قام أحد المساهمين بعد أن رأى أن تلك النتائج غير إيجابية ببيع كل أسهمه على الفور، وبعد مرور خمسة أيام أعلنت الشركة عملية تحويل مجموعة من الأوراق المالية مصحوبة بضمان الأسعار سامحة ببيع الأسهم بسعر أعلى مرتين، اعتبرت المحكمة أن الشركة قد ارتكبت خطأ تجاه المساهم يستوجب التعويض عن الضرر المتمثل بفوات الفرصة بالتخلي عن أسهمه.

٢ - موقف القضاء بالنسبة لاحتفاظ المساهم بالأسهم:

بالنسبة لحالة احتفاظ المساهم بالأسهم، بدلاً من بيعها أو شرائها على الرغم من وجود معلومة خاطئة فهل يتحقق هنا الضرر، المتمثل بفوات فرصة الاستثمار أو عدم الاستثمار بالأسهم على اعتبار أن ذلك الضرر ينتج عن تلك المعلومة؟ أو أن الضرر لا يتحقق على اعتبار أن فرصة استثمار الأسهم أو عدم استثمارها تعود لقرار المساهم دون أن يعود ذلك للمعلومة الخاطئة سواء أكانت إيجابية أم سلبية. أجابت الدائرة الجنائية لمحكمة النقض الفرنسية عن هذا التساؤل بداية بعدم

(٦٨) CA Paris, 18 décembre 1995, affaire Landauer, Banque & Droit, Juillet-août 1996, n°48, p. 35, obs. H. de Vauplane & F. Peltier; JCP E, 1996, I, pan., 482.

(٦٩) CA Colmae, 14 octobre 2003, n° 01-3432, 1ere ch. Civ., Pfeiffer c/ SA Eurodirect Marketing, RJDA, 2004, n°582, p. 535; Droit & Patrimoine, novembre 2004, n°131, obs. Poracchia.

(٧٠) CA Paris, 26 septembre 2003, Soulier c/ Flammarion et a., BJB, janvier 2004, n° 01, p. 43, obs. E. Dezeuze.

إمكانية تعويض المساهم الذي يحتفظ بأسهمه^(٧١)، وبناءً على هذا الحكم، فإن الضرر لا يتحقق إلا نتيجة اختلاف السعر الناتج بشكل مباشر عن جريمة سوق المال، وفي وقت لاحق، وتحديدًا في قضية^(٧٢)، ارتأى القضاء الفرنسي وللمرة الأولى التعويض عن عملية الاحتفاظ بالأسهم على اعتبار أن تلك العملية ينتج عنها ضرر مباشر وشخصي للمساهم، وفي حكم آخر للدائرة التجارية لمحكمة النقض الفرنسية الصادر بتاريخ ١٦ مايو ٢٠١٨، نلاحظ مرحلة من مراحل التطور القضائي فيما يتعلق بالتعويض عن عملية الاحتفاظ بالأسهم، من خلال عدم التفرقة بين المساهم الذي يملك أو يحتفظ بالأسهم بناء على معلومات خاطئة بثت من قبل إدارة الشركة^(٧٣).

٣ - موقف القضاء بالنسبة لحالة الانتفاع أو استغلال البيانات السرية:

نلاحظ أن القضاء الفرنسي من خلال حالة الانتفاع أو استغلال البيانات السرية تناول مسألة من الشخص الذي يمكن أن يتضرر من هذه الحالة، وفي الحكم الصادر بالدعوى المتعلقة بشركة Fonderie^(٧٤)، رأت محكمة استئناف باريس أن المدعين بالحق المدني لم يطالبوا بأي تعويض عن تلك الجريمة، وفي الحكم الصادر من الدائرة الجنائية لمحكمة النقض الفرنسية بتاريخ ١١ ديسمبر ٢٠٠٢^(٧٥) الذي ألغى حكم محكمة استئناف باريس الصادر بتاريخ ١٥ يونيو ٢٠٠١ الذي بمقتضاه قد أعلن عدم قبول الادعاء بالحق المدني لمرتكب جريمة الإفادة من معلومات سرية مقدرة أن استخدام المعلومات الممتازة، "إذا كانت من الممكن أن تؤثر في السير الطبيعي للسوق، فإنها لا تسبب هي بنفسها أي ضرر شخصي ومباشر للمساهمين الآخرين في الشركة ولا للشركة نفسها"، وإن محكمة النقض لم تلتفت لهذا التسبب فإن جريمة الاطلاع على المعلومات السرية قابلة لأن تسبب ضرراً شخصياً مباشراً

(٧١) Arrêt Société Générale de fonderir: Cass. crim., 15 mars 1993, Bull. Joly Bourse, 1993, p. 365, note M. Jeantin.

(٧٢) Cass. crim., 11 decembre 2002, Bull.crim. n°224; BJB, 2003, p. 149, note F. Stasiak.

(٧٣) Cass. Com., 16 mai 2018, droit des sociétés n°2, Février 2019, com. 24, C. Coupet.

(٧٤) CA Paris, 15 janvier 1992, 9è ch., Banque & Droit, novembre-décembre 1993, n°32, p. 22, obs. F. peltier; Gaz. Pal., 22-23 avril 1992, obs. J-P Marchi; Rev. Sociétés, septembre 1992, obs. H. Hovasse.

(٧٥) Cass. crim., 11 decembre 2002, Bull.crim. n° 224; BJB, 2003, p. 149, note F. Stasiak.

للمساهمين". هذا الحل قد تم تأكيده في الحكم المتعلق بشركة Sidel^(٧٦) في هذا الحكم، لقد تم قبول الادعاء بالحق المدني للمساهمين الذين يطالبون بتعويض الضرر الواقع عليهم نتيجة مختلف المخالفات المتمثلة بجريمة الاطلاع والإفادة من المعلومات، وإذا كان الحكم قد أكد على أن جريمة الإفادة من معلومات سرية يمكن أن تسبب ضرراً شخصياً ومباشراً للمساهم فإن ذلك الأمر يختلف عن تقدير الضرر^(٧٧). وهذا التمييز بين توافر الضرر وتقديره تمت الإشارة إليه في هذه الحكم، فقلة عدد أسهم شركة Sidel التي تم شراؤها وإعادة بيعها لم تؤثر على السوق، وبمعنى آخر الضرر فيما يتعلق بجريمة الإفادة من معلومات سرية ناتجة عن تأثير العمليات على أسعار الأوراق المالية، هذا الحل تعرض لبعض الانتقادات^(٧٨)، فالمستثمر الذي أدخل أمر شراء أو بيع بالتزامن مع أمر المطلاع على المعلومات السرية وحده قد يكون متضرراً، وهذه الفرضية تؤدي إلى تقليص دائرة المساهمين المتضررين، فالعملية المحققة من قبل الإفادة من معلومات سرية سيكون لها تأثير على سعر الصفقات التي يكون فيها المستثمر الطرف المقابل، أو أن عملية الاطلاع على المعلومات تؤدي إلى منع المستثمر من تنفيذ أمر الشراء أو البيع^(٧٩). ولكن بسبب طبيعة عمل البورصة، يبدو واضحاً أنه "من الصعب على المساهم أن يؤكد أنه كان الطرف المقابل للمطلع على المعلومات السرية، وإذا كان مرتكب جريمة الاطلاع على المعلومات السرية يمكن تحديده، فإن الضحية لا يمكن تحديده^(٨٠). ومع ذلك، فالقضاء الفرنسي يبدو أيضاً مفضلاً لتعويض الضرر الفردي الواقع نتيجة عملية الإفادة من تلك المعلومات، بالرغم من الصعوبات المتعددة المتعلقة بالضرر.

على ضوء موقف القضاء الفرنسي في الحالات السابقة، يمكن من جانبنا القول - وهو ما ينطبق كذلك على القانون الكويتي - إنه من السهل نظرياً التفرقة بين الضرر المتمثل في الخسارة التي وقعت أو الكسب الفائت والضرر المتمثل في فوات

Cass. crim., 11 decembre 2002, arrêt préc. (٧٦)

E. Dezeuze, note sous Cass. crim., 11 decembre 2002, prec (٧٧)

E. Dezeuze, note sous Cass. crim., 11 decembre 2002, prec (٧٨)

C. Sonntag, « Préjudices et sanctions des infraction d'initie: approche juridique et économique », in L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe, dir. B. Deffains & al., coll. De la faculté de Droit et Sciences sociales de Poitiers, 2004, p. 111. (٧٩)

J-P. Bornet & H. de Vauplan, Droit des marchés financière, Litec, 2001, 3e éd., (٨٠) n°1007, p. 902.

الفرصة، إلا أنه من الناحية العملية قد يترتب على تلك التفرقة نتائج قد تؤدي إلى حرمان بعض المساهمين من التعويض عن الأضرار المترتبة على الممارسات غير المشروعة، وذلك على النحو الآتي:

- نظرياً: التفرقة بين الضرر المتمثل بالخسارة التي وقعت والكسب الفائت والضرر المتمثل بفوات الفرصة: من جانب قد يكون للممارسات غير المشروعة تأثير في البورصة من خلال تأثيرها على أسعار الأسهم المتداولة، وبصرف النظر عن مدى تأثيرها على قرار المساهم بالبيع أو الشراء، وفي هذه الحالة نكون بصدد ضرر يتمثل بخسارة وقعت أو كسب فات، وليس فوات فرصة، نتيجة انخفاض أو ارتفاع السهم اصطناعياً بسبب التلاعب والاحتيايل بأسعار الأسهم أو نتيجة البث أو النشر لمعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة، ومن جانب آخر، قد يكون تأثير الممارسة غير المشروعة على إرادة المساهم، فلولا المعلومة الإيجابية الخاطئة لما اشترى السهم أو احتفظ به، أو لولا المعلومة السلبية الخاطئة لما قام ببيع السهم، إن تأثير الممارسة غير المشروعة على قرار المساهم تعني حرمانه من فرصة تحقيق استثمار أفضل، وهنا تظهر إمكانية التعويض عن فوات الفرصة باعتبارها ضرراً، بشرط وجود فرصة حقيقية جدية تم تفويتها، مما يعني ضرورة استبعاد كل الفرص الاحتمالية التي تقوم على الافتراض، ويجب أن يترتب على تفويت الفرصة ضرر يتمثل في حرمان المضرور من كسب يأمل الحصول عليه لأسباب معقولة يترجح معها وقوعه، وليس مجرد احتمال افتراضي، سواء تمثل في تحقيق كسب أو تجنب خسارة^(٨١)، واستخلاص توافر الضرر الموجب للتعويض ومداه أو عدم توافره من مسائل الواقع التي يستقل بها قاضي الموضوع متى أقام قضاءه على أسباب سائغة^(٨٢).

- عملياً: صعوبة الإثبات: إن التفرقة في استحقاق التعويض عن الخسارة التي وقعت أو الكسب الفائت والضرر المتمثل بفوات الفرصة عن الممارسات غير المشروعة في البورصة قد تؤدي إلى حرمان العديد من المساهمين من التعويض؛ وذلك بسبب صعوبة إثبات الضرر، وصعوبات الإثبات تعود إلى مدى

(٨١) انظر: الطعن ١٧، ٢٠٠٢/٣٦ مدني، جلسة ٢٠٠٣/٣/١٧، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، أبريل ٢٠٠٩، القسم الخامس، المجلد الثامن، قاعدة رقم ٦، ص ٢٢٢.

(٨٢) انظر: الطعن ١٤٥/٢٠٠٠ مدني، جلسة ٢٠٠١/٢/١٩، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، مايو ٢٠٠٤، القسم الرابع، المجلد الثالث، قاعدة رقم ٩٨، ص ٣٤٥.

تأثير المعلومة الخاطئة أو المضللة على الأسعار أو على قرار المساهم، وليس إلى كون المعلومة بذاتها خاطئة أو مضللة والتي من الممكن تحديدها بسهولة، وكيف نثبت أن السعر تأثر نزولاً أو صعوداً؟ فيجب على المدعي (المساهم) أن يثبت أن المعلومات الخاطئة أو المضللة قد أثرت في الأسعار، أو هي التي دفعته إلى بيع السهم أو شرائه، أو هل يكفي بأن يثبت تغير سعر السهم وخطأ المعلومة للقول بتوافر الضرر؟ نعتقد أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن البث أو النشر للمعلومة الخاطئة أو المضللة كان من طبيعتها التأثير في الأسعار عند تغيرها، وبما أن أسعار البورصة تستجيب إلى متغيرات متعددة، تبدو هنا، فائدة فوات الفرصة كضرر في مجال تداول الأسهم.

– **التركيز على الصفة اللاأخلاقية للممارسات غير المشروعة:** إن صعوبة إثبات الضرر الناجم عن الممارسات غير المشروعة في البورصة ترجع أيضاً إلى غياب تكامل النظرية الاقتصادية التي تنتج عن نظرية كفاية المعلومات في أسواق المال. بمقتضى تلك النظرية، البورصة تدرج فيها المعلومات المتعلقة بالأسهم، ومن ثم تحويلها إلى السعر الذي سيحدد فيما بعد بسبب العرض والطلب، وبالتالي أسعار الأسهم تكون وفقاً لكل المعلومات المتاحة، وترتكز هذه النظرية على مبدأ أن المستثمر يمكن أن يثق بسعر السهم لكونه يعكس القيمة الحقيقية له^(٨٣)، وعلى أساس فرضية الثقة^(٨٤) فإن المساهم الذي يمتلك أسهماً بناءً على معلومات خاطئة أو مضللة يعتبر متضرراً دون الحاجة لأن يثبت تأثيرها على أسعار البورصة أو تأثيرها على قراره في كثير من الحالات، والتركيز على الصفة اللاأخلاقية لهذه الممارسات وليس على صفتها الاقتصادية^(٨٥) يجعل من إثبات مدى تأثير تلك الممارسات على أسعار الأسهم أو على قرار المساهم من الصعب جداً إن لم يكن في كثير من الحالات مستحيلاً، لذلك ينبغي التركيز على الصفة الاقتصادية لهذه الممارسات غير المشروعة، فأى تأثير على أسعار الأسهم ينبغي النظر إليه كتأثير على البورصة وليس فقط على المساهم،

(٨٣) هذه النظرية متطورة ومعمول بها في الولايات المتحدة الأمريكية، انظر:

E. Rapone, Le droit français doit-il s'inspirer du droit américain pour réparer le préjudice par de fausses informations boursières? JCP EA, n°6, 7, Février 2013, p. 1099.

E. Rapone, article, préc.

H. de Vauplan & O. Simart, article, préc.

(٨٤)

(٨٥)

فانخفاض سعر سهم إحدى الشركات نتيجة البث أو النشر لبيانات ومعلومات خاطئة ومضللة يجب أن ينظر إليه من زاوية اقتصادية، أي تدهور أسعار البورصة^(٨٦) نتيجة تلك الممارسة، وليس مجرد بيانات خاطئة أو مضللة كصورة من صور التدليس والخداع أو الغش.

إن الأخذ بفوات الفرصة كضرر بمجال البورصة يمتد ليشمل فرصة اتخاذ القرار بتمام المعرفة بالمخاطر المترتبة على الاحتفاظ أو عدم الاحتفاظ بالأسهم؛ لذلك فإن فوات الفرصة يسمح بالأخذ بعين الاعتبار بعنصر المخاطر وهو العنصر المهم في مجال البورصة، فحرمان المساهم من فرصة تحقيق كسب معين أو تجنب خسارة معينة من خلال إمكانية التصرف أو الاحتفاظ بالأسهم بسبب المعلومات والبيانات الخاطئة والمضللة يعتبر ضرراً محققاً يستوجب التعويض، فالضرر الواجب التعويض في فوات الفرصة وإن استند إلى ضرر احتمالي غير مؤكد إلا أنه في ذاته يكون ضرراً محققاً ومؤكداً.

المطلب الثاني

الضرر الشخصي المباشر للمساهم وتقديره

لاستحقاق التعويض عن الضرر المتمثل بفوات الفرصة، فإن الضرر يجب أن يكون مباشراً، فلا يجوز التعويض عن الضرر غير المباشر^(٨٧). والسؤال الذي يطرح هنا يتعلق بمدى اعتبار الضرر الذي أصاب المساهم نتيجة التأثير بسعر السهم من خلال الإعلان أو النشر أو التقديم لبيانات ومعلومات خاطئة ومضللة أثرت على قيمة السهم المتداول في البورصة، هل يجب التمييز بين الضرر الذي يصيب المساهم والضرر الذي يصيب الشركة^(٨٨)؟ (أولاً)، وعند توافر ذلك الضرر، تتور مسألة التقدير القضائي للتعويض (ثانياً).

(٨٦) H. de Vauplan & O. Simart, article, préc.

(٨٧) والضرر المباشر يعوض في المسؤولية التقصيرية سواء أكان متوقعاً أم غير متوقع، وهذا على عكس المسؤولية العقدية. انظر: عبد الرسول عبد الرضا، جمال النكاس، مصادر الالتزام والإثبات، دار الكتب، الطبعة الرابعة، ٢٠١٤-٢٠١٥، ف ٢١١-٣، ص ٢٤١.

(٨٨) V. D. Schmidt, De quelques règles procédurales regissant l'action en responsabilité civile contre le dirigeant de sociétés « cotées » in bonis, Etudes de droit privé offertes par Paul Didier, Economica, 2008, p. 383, spéc. P. 384.

أولاً - التفرقة بين الضرر الذي يصيب الشركة والضرر الشخصي للمساهم:

وفقاً للقواعد المنصوص عليها في شركة المساهمة المتعلقة بمسؤولية مجلس إدارة الشركة تجاه الشركة والمساهمين والغير عن جميع أعمال الغش وإساءة استعمال السلطة، وعن كل مخالفة للعقد أو لعقد الشركة، وعن الخطأ في الإدارة^(٨٩)، سواء أكانت مسؤولية مشتركة بين أعضاء مجلس الإدارة جميعاً، أم مسؤولية شخصية تلحق أحد الأعضاء^(٩٠)، فإن المشرع يفرق بين الأضرار التي تصيب الشركة والأضرار التي تصيب المساهم، فيكون للشركة باعتبارها شخصاً اعتبارياً - له الشخصية القانونية - الحق في المطالبة بالتعويض عن الأضرار التي تصيبها نتيجة التلاعب بأسهم تلك الشركة، ويكون رفع دعوى التعويض في هذه الحالة باسم الشركة، كما يجوز للمساهم أن يرفع دعوى التعويض نيابة عن الشركة في حالة عدم قيام الشركة برفعها حتى يحكم لها بالتعويض، أما الأضرار الشخصية التي تصيب المساهم بذاته فيكون له الحق في رفع دعوى تعويض شخصية للمطالبة بالتعويض عنها^(٩١).

وبناء على ما سبق ذكره، هل يجب التفرقة بين الضرر الفردي للمساهم وضرر الشركة بالتعويض عن الأضرار نتيجة التلاعب بأسعار أسهم الشركة بسبب البيانات المضللة والخاطئة؟ بمعنى هل الضرر الذي يصيب المساهم ما هو إلا نتيجة طبيعية لضرر الشركة، أي ضرر الشركة يستغرق ضرر المساهم بشكل تام، وبالتالي يكون الضرر الناتج عن انخفاض قيمة الأسهم للمساهم نتيجة طبيعية لانخفاض أسهم الشركة^(٩٢)، وهل دعوى المسؤولية المدنية للمطالبة بالتعويض يجب أن ترفع من قبل الشركة على اعتبار أن الضرر قد أصابها، أو يكون للمساهم الحق في رفع دعوى شخصية للمطالبة بالتعويض عن الضرر الذي أصابه نتيجة انخفاض قيمة السهم المتداول؟ من المهم جداً تحديد إذا ما كان الضرر الناتج عن الممارسات غير

(٨٩) المادة ٢٠١ من قانون الشركات.

(٩٠) المادة ٢٠٢ من قانون الشركات.

(٩١) المادة ٢٠٣ من قانون الشركات.

(٩٢) وهذا السؤال يطرح أيضاً في خصوص حالة الخطأ أثناء التداول المرتكب من قبل الغير: فضرر المساهم لا يكون قابلاً للتعويض ما لم يكن ضرراً شخصياً يختلف عن الضرر الذي يصيب الشركة.

المشروعة أثناء تداول الأسهم يشكل ضرراً خاصاً بالشركة مصدرة الأسهم أو ضرراً فردياً للمساهمين^(٩٣).

١ - الضرر الذي يصيب الشركة:

إن الخطأ المرتكب من إدارة الشركة مصدرة الأسهم المتداولة له من النتائج التي تؤدي إلى انخفاض الذمة المالية للشركة، سواء من خلال تخفيض أصول الشركة أو زيادة التزاماتها، وأسعار البورصة لا تكون إلا نتيجة التقييم المستمر للمستثمر المتداول لأصول الشركة، وبالتالي فإن خطأ إدارة الشركة المفقر لذمتها المالية يؤدي حتماً إلى خفض سعر أسهم تلك الشركة، وانخفاض القيمة السوقية للسهم المتداول يشكل ضرراً بالنسبة للمساهم، وهناك من يرى أن الضرر الذي يصيب الشركة يغطي أو يشمل الضرر الفردي للمساهم، فيكون للشركة الحق في الرجوع بدعوى المسؤولية المدنية ضد إدارة الشركة محدثة الضرر، وفي الواقع فإن المساهم لا يستطيع الاستناد إلى ضرر فردي قابل للتعويض^(٩٤)، فالضرر يكون خاصاً بالشركة^(٩٥) وبمعنى آخر فإن الضرر الذي وقع على المساهم نتيجة انخفاض قيمة سهم الشركة يعكس ما أصاب تلك الشركة من أضرار نتيجة انخفاض قيمة السهم؛ لذلك لا يمكن التمييز أو التفرقة بين هذين الضررين^(٩٦).

وبما أن الشركة هي التي تستطيع رفع دعوى المسؤولية المدنية للمطالبة بالتعويض، فهذا لا يعني أن المساهم لا يتم تعويضه عن الضرر المتمثل بانخفاض قيمة الأسهم التي يمتلكها، فالتعويض المستحق يعوض الانخفاض المالي للشركة، وهذا التعويض له انعكاس على سعر السهم في البورصة (تعويض غير مباشر).

وهناك من الفقه من يرى أن التعويض غير المباشر للمساهم يفترض أن المساهم لا زال يحتفظ بأسهم الشركة التي يمتلكها وقت وقوع الخطأ وإلى حين

(٩٣) D. Schmidt, De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de société « cotés » in bonis, Etudes de droit privé offertes à Paul Didier, Economica, 2008. P. 383, p. 384.

(٩٤) En ce sens, M. Planiol, G. Ripert, Traite théorique et pratique de droit civil français, tome 6, Obligation, 1re partie, 2e édition par P. Esmein, L.G.D. J., 1952, n° 661, p. 927.

(٩٥) انظر: أحمد الملحم، قانون الشركات الكويتي المقارن، القواعد الخاصة بالشركات مرجع سابق، ص ٥٦٦.

(٩٦) V. Cass. Com. 26 jan. 1970, pourvoi n° 67-14.787, Bull. civ. n° 30, p. 31. Cass.civ, 3e, 22 sept. 2009, pourvoi n° 08-18483: D. 2009, p. 2343.

تعويض الشركة عن الضرر الذي أصابها نتيجة خطأ إدارة تلك الشركة، ولكن إذا كان المساهم قد تصرف بالأسهم قبل التعويض المستحق للشركة وبسعر منخفض نتيجة التأثير المالي للخطأ على عملية التداول، فإن المساهم في هذه الحالة، يكون محروماً ليس فقط من الدعوى الشخصية للمطالبة بالتعويض في مواجهة إدارة الشركة، وإنما من التعويض المستحق للشركة^(٩٧). لذلك، فإن تكييف الضرر الذي أصاب الشركة بأنه ضرر خاص بها لا يجب أن يستبعد الدعوى الشخصية للمساهم للمطالبة بالتعويض.

وبناء على ما سبق، هل يعتبر ضرر الشركة ضرراً خاصاً بها أو ضرراً يشمل الأضرار الشخصية للمساهمين^(٩٨)؟ هذا السؤال يختلف عن السؤال المتعلق بعملية التمييز بين ضرر الشركة والضرر الشخصي للمساهم، فالمقصود هو تحديد إذا ما كان جميع المساهمين تعرضوا لذات الضرر، مما يترتب عليه إحالة الحق للشركة في رفع دعوى المسؤولية للمطالبة بالتعويض، وهذا الحق يمارس بواسطة أعضاء مجلس الإدارة أي الممثل القانوني للشركة، إن الإجابة عن هذا التساؤل تكون بالنفي؛ وذلك لعدم وجود نص قانوني يمنح الممثل القانوني للشركة رفع دعوى المسؤولية للمطالبة بالتعويض نيابة عن المساهمين، ومع ذلك فإن الضرر الذي يتعرض له مساهمو الشركة لا يمكن اعتباره ضرراً جماعياً للشركة ولا ضرراً يمس بالمصلحة الجماعية للمساهمين والتي تكون دعوى المسؤولية المدنية تمارس من خلال الممثل القانوني للشركة، فالضرر يجب أن يعتبر ضرراً شخصياً لكل مساهم، وبالتالي يكون المساهم صاحب حق في رفع دعوى المسؤولية المدنية.

٢ - الضرر الشخصي للمساهم:

نعتقد من جانبنا أنه في مجال تداول الأسهم في البورصة ينبغي اعتبار الضرر الناتج عن تأثر السهم المتداول ببعض الممارسات غير المشروعة ضرراً شخصياً للمساهم، وتميزه عن الأضرار التي قد تصيب الشركة في بعض الحالات الأخرى، وذلك لبعض الاعتبارات الآتية:

- ملكية المساهم للسهم: يشكل السهم نصيب المساهم في رأس مال الشركة وهو في ذات الوقت السند الذي يثبت ملكيته في رأس مال الشركة، ومن ثم يتمتع

(٩٧) V. F. Danos, La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire, RJDA, 5/ 08, p. 47.

(٩٨) D. Schmidt, De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de société «cotés» in bonis, Etudes de droit prive offertes à Paul Didier, Economica, 2008. P. 383, p. 386.

المساهم بحق ملكية على السهم^(٩٩)، تلك الملكية تمنح المساهم حقوقاً أساسية لا يجوز حرمانه منها أو المساس بها، وأخص هذه الحقوق حق التصرف في الأسهم^(١٠٠). وباعتبار المساهم مالكاً للسهم فإنه يجب التمييز بين ذمته المالية والذمة المالية للشركة مصدرة الأسهم^(١٠١)، فإن انخفاض القيمة السوقية للسهم المتداول في البورصة نتيجة بعض الممارسات غير المشروعة يمس الذمة المالية للمساهم وليس الشركة المصدرة للسهم^(١٠٢).

- عدم تأثر رأس مال الشركة عند انخفاض قيمة السهم أثناء التداول: يجب التفرقة بين رأس مال الشركة المساهمة الذي ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول^(١٠٣)، والقيمة السوقية للسهم أثناء تداوله في البورصة، فإذا كانت أموال الشركة التي تشكل ذمتها المالية ونتائجها المالية لها من التأثير على قيمة سهمها المتداول في البورصة، إلا أن قيمة السهم قد تتأثر بالعديد من العوامل الأخرى التي لها دور أساسي في تحديد القيمة السوقية للأسهم، مما يعني أنه في حالة انخفاض قيمة السهم بسبب النشر أو البث لمعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة أو نتيجة التلاعب بالأسهم، فإن ذلك لن يترتب عليه انخفاض رأس مال الشركة^(١٠٤)، فالضرر يكون ضرراً شخصياً خاصاً بالمساهم وليس ضرراً خاصاً بالشركة مصدرة السهم.

- تأثر البورصة بالممارسات غير المشروعة: إن قانون هيئة أسواق المال يهدف إلى حماية المستثمرين وذلك من خلال تجريم العديد من الأفعال وتحديد العديد من الممارسات غير المشروعة لتحقيق كفاءة البورصة، فالممارسات غير المشروعة التي تقع أثناء تداول الأسهم في البورصة لها من التأثير على قرار المساهم بالاستمرار في الاستثمار أو التصرف في الأسهم، فعند وجود خطأ في عملية التداول ناتج عن التضليل من خلال بث معلومات وبيانات تظهر بأنها مضللة أو خاطئة، هذا الخطأ

(٩٩) طعمة الشمري، الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته، ص ٣٠٢.
(١٠٠) انظر: أحمد الملحم، قانون الشركات الكويتي المقارن، القواعد الخاصة بالشركات مرجع سابق، ص ٣٣٦.

(١٠١) فيما يتعلق بالنتائج المترتبة على استغلال الذمة المالية للشركة عن الذمة المالية للمساهمين، انظر في ذلك: أحمد الملحم، قانون الشركات الكويتي المقارن، مرجع سابق، ص ٢٩٠.

(١٠٢) V. J. et E. Escarra et J. Rault, Traité théorique et pratique de droit commercial, Les sociétés commerciales, tome 4, Sociétés par actions, Sirey, 1959, p. 326.

(١٠٣) المادة ١١٩ من قانون الشركات.

(١٠٤) إن انخفاض قيمة السهم في سوق الأوراق المالية أو ارتفاعه لا يعكس بالضرورة الوضع المالي للشركة.

يكون له تأثير دون سبب موضوعي على استثمار المساهم، فالأضرار الناتجة عن خطأ في عملية تداول الأسهم من خلال بث معلومات وبيانات مالية مضللة وخاطئة تكون من حيث المبدأ أضراراً فردية وشخصية لكل مساهم، وهو ما ذهبت إليه بعض أحكام القضاء الفرنسي ويؤيده بعض الفقه^(١٠٥).

ثانياً – التقدير القضائي للتعويض:

من الملاحظ أن التقدير الحالي لضرر المساهم الناتج عن البث أو النشر لمعلومات خاطئة أو مضللة يكون من خلال الرجوع إلى فوات الفرصة، الأمر الذي دفع القضاء الفرنسي إلى الأخذ بالتعويض الجزافي للضرر متجاهلاً بذلك المبادئ الرئيسية للتعويض وفقاً للمسؤولية المدنية، وإذا كان تقدير الضرر يخضع للسلطة التقديرية لقاضي الموضوع^(١٠٦)، فإن ذلك قد يحرم المضرور من أية وسيلة أو طريقة يمكن أن يستند عليها لإثبات حقيقة الضرر الذي أصابه ومداه، ولعدم توافر الأسس ذات الطبيعة القانونية التي قد تساعد القاضي في عملية تقدير الضرر، فإن القضاء يأخذ بعين الاعتبار، في أغلب الأحوال بالتقدير الجزافي للتعويض الذاتي للضرر ذي الطبيعة المالية أو الاقتصادية، وذلك على خلاف التعويض الكامل المتبع وفقاً لقواعد المسؤولية المدنية^(١٠٧).

إن المتتبع لأحكام القضاء الفرنسي يجد أن تقدير الضرر يكون جزافياً بهدف تجاوز الصعوبات التي تواجه المضرور الذي يقع على عاتقه عبء إثبات الضرر، وتلك الأحكام القضائية تبين في ذات الوقت أن التعويض المستحق عن الضرر هو التعويض الذاتي أي عن ذات الضرر المتمثل بفوات الفرصة.

١ – التقدير الجزافي للضرر:

إن تعويض المساهم عن الضرر أثناء التداول يخضع للقواعد العامة للتعويض طبقاً لأحكام المسؤولية المدنية، ولاستحقاق التعويض يجب على المتضرر من عملية بث

(١٠٥) تمت الإشارة إلى بعض هذه الأحكام القضائية والفقه الفرنسي من قبل:

N. Spitz, La réparation des préjudices boursier, éd., RB, 2010, n; 285, p. 181.

(١٠٦) انظر: الطعن رقم ٢٠١٣/١٢٢٥، مدني ٢٠١٥/٣/٢٣، المستحدث، مايو ٢٠١٧، الإصداران الحادي عشر والثاني عشر، القاعدة رقم ١٢، ص ٣٢٨.

(١٠٧) V. J. Klein, Sociétés cotes, l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes. JCP, éd., G, 13 avril 2015, n; 15, doct. 455.

أو نشر معلومات خاطئة أو مضللة أن يثبت وجود ضرر مباشر ومؤكد^(١٠٨). وبدون أدنى شك فليس كل المساهمين في ذات الوضع بمواجهة نشر المعلومات أو البيانات الخاطئة أو المضللة، تلك المعلومات قد تدفع بعض المساهمين للقيام بشراء الأسهم^(١٠٩)، وقد تدفع البعض منهم إلى التخلي عن الأسهم^(١١٠)، ومنهم من يقوم على الرغم من بث أو نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة بالاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكها، وهؤلاء المساهمون يكونون في أوضاع مختلفة ولا يتعرضون للضرر نفسه^(١١١)، فالقئة الأولى اشترت الأسهم بسعر مرتفع جداً، والقئة الثانية قامت ببيع الأسهم بسعر منخفض عن السعر الحقيقي للسهم، أما القئة الثالثة فهي لم تخسر إلا فرصة عدم بيع الأسهم بسعر مرتفع، وطالما كان الضرر شخصياً، فإن تقدير الضرر لكل مساهم يجب أن يكون وفقاً لظروف كل حالة على حدة، ومع ذلك يتضح من أحكام القضاء الفرنسي^(١١٢)، أن سلوك المساهم في مواجهة المعلومات المنشورة والتي تمت بناء عليها عملية الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأسهم، لا تأثير له على تقدير الضرر المستحق للتعويض، حيث يتبين من أحكام محكمة النقض الفرنسية أنه على الرغم من اختلاف الحالات فإن الحكم لمعالجة الضرر يكون واحداً بالنسبة لجميع الحالات.

هذا التوجه القضائي لمعالجة اختلاف حالات المساهمين المتضررين تم تدعيمه من خلال تحديد الضرر المستحق للتعويض بفوات الفرصة، ومحكمة النقض الفرنسية قد رأت أن الضرر المؤكد هو الذي ينتج عن اختلاف السعر بسبب ارتكاب جريمة من جرائم أسواق المال^(١١٣). وبناء عليه، فإن مدى الضرر يكون الاختلاف ما بين سعر

F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette, F. Chénédé; Droit civil, Les obligations, (١٠٨) Dalloz, 12 éd., 2018, n; 700.

V. par ex. en jurisprudence: Cass crim., 15 mars 1993, n: 82-92; 263: jurisData, (١٠٩) n°;1993Û003141; Bull. Joly Bourse 1993, p. 365., note M. Jeantin. Cass. Com. 22 nov.2005, n°; 03-20.600 :jurisData, n°;2005-030927; RTD com. 2006, p. 445, obs. M.Stork.

V. par ex., CP Paris, 25e ch., sect. B, 26 sept. 2003, n°; 2001/21895: jurisData n°; (١١٠) 200-234156; Bull. Joly Bourse 2004, p. 43, note E. Dezeuze.

V. S. Schiller, L'indemnisation du prejudice de l'actionnaire en cas de diffusion (١١١) d'une information erronee, Dr. Societe 2009, etude 12.

Cass. com., 9 mars 2010, JCP E 2010, 1777, etude, D. Martin; JCP E 2010. 1483, (١١٢) note S. Schille; Bull. Joly Societies 2010, p. 537, note D. Schmidt; Bull. Joly 2010, p. 316, note N. Rontchevsky; RTD fin. 2010, n°2, p. 60, note N. Spitz

La Cour de cassation avait considéré que " seul le préjudice né de la différence (١١٣) de cours est certain et découle directement de l'infraction" V. Cass. Crim., 15 mars 1993, arrêt préc.

السهم وقت بث أو نشر البيانات والمعلومات الخاطئة والمضللة والسعر الذي يجب أن يكون في حالة عدم ارتكاب الخطأ المتمثل ببث أو نشر تلك المعلومات أو البيانات^(١١٤). وأمام صعوبة تقدير الضرر في ظل غياب المعطيات من قبل المساهم المدعي بالضرر، فإن القضاء قرر أن ضرر المساهم يتمثل في فوات الفرصة في تحقيق استثمار أفضل^(١١٥).

ويتبين من أحكام القضاء الفرنسي أن قاضي الموضوع يكفي في الغالب بالتعويض الجزافي دون أي تسبب لمبلغ التعويض المستحق أو للمعايير المأخوذ بها لتقدير مبلغ التعويض، فالضرر المتمثل بفوات الفرصة يعتبر ضرراً واحداً بالنسبة لكل مساهم مضرور^(١١٦).

٢ - التعويض الذاتي لفوات الفرصة:

على خلاف مبدأ التعويض الكامل طبقاً لأحكام المسؤولية المدنية، فإن التعويض المستحق للمساهم يكون فقط عن فوات الفرصة، مما قد يجرمه من التعويض عن الأضرار الأخرى، وذلك على النحو الآتي:

- **التعويض مقصور على الفرصة الفائتة:** إن الرجوع بشكل تلقائي وحصري لمفهوم فوات الفرصة، وإن كان يخفف من عبء الإثبات الذي يقع على عاتق المضرور الذي يستطيع أن يدعي بحرمانه من إمكانية تحقيق عملية استثمارية أفضل^(١١٧) إلا أن فوات تلك الفرصة لا تكون في الواقع الضرر الوحيد الذي قد يتعرض له المساهم، ولبيان ذلك فإن المعلومة الخاطئة قد تؤثر على تحديد سعر السهم دون أن يكون لها أي تأثير عملياً على سلوك أو إرادة المستثمر، فالمساهم ضحية بث أو نشر معلومة مضللة أو خاطئة يتضرر بداية وقبل كل شيء من تأثيرها على سعر السهم أي تأثيرها على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن الرجوع إلى فوات الفرصة كنوع من التعويض يعرقل التعويض عن ذلك الضرر الذي يصيب المساهم نتيجة تأثير المعلومة الخاطئة أو المضللة على أسعار الأسهم، مما يترتب عليه

V. Cass. com., 22 nov. 2005, arrêt préc. (١١٤)

V. P. Pailler, indemnisation de perte d'une chance pour l'associé d'investir en connaissance de cause, arrêt préc. (١١٥)

V. N. Rontchevsky, Une évaluation du préjudice financier délicate et malaisée, (١١٦) RDF n°12, septembre 2015, 13.

V. S. Schiller, note ss Cass. com., 9 mars 2010, préc. (١١٧)

تخفيض مدى الضرر، وبالتالي التعويض المستحق بالمخالفة لمبدأ التعويض الكامل عن الضرر^(١١٨)؛ لذلك يرى بعض الفقه ضرورة التمييز بين الضرر الناتج عن تأثير المعلومات والبيانات المغلوطة على أسعار الأسهم (معيار موضوعي)، والضرر الذي ينتج عن تأثير تلك المعلومات والبيانات المغلوطة على إرادة المساهم في التصرف بالأسهم (معيار شخصي)، وبناء على تلك التفرقة يكون مقدار التعويض المستحق للمساهم، وفقاً للمعيار الموضوعي وهو مقدار الاختلاف بين سعر السهم وقت المعلومة المغلوطة والسعر الأعلى الذي سيصل إليه السهم دون تلك المعلومة المغلوطة، ويكون مقدار التعويض المستحق، وفقاً للمعيار الشخصي هو بطلان التصرف وإعادة المساهم إلى الحالة التي كان عليها قبل أن يتصرف في السهم، أي اعتبار التصرف كأن لم يكن، لتأثير المعلومات على إرادة المساهم^(١١٩).

- **عدم أخذ سلوك المساهم بعين الاعتبار:** إن رجوع القضاء الفرنسي لفوات الفرصة كنوع من التعويض المستحق للمساهم كان يهدف إلى إخفاء الصعوبة التي تواجه المساهم المتضرر في إثبات علاقة السببية الكبيرة بين نشر المعلومات المغلوطة والخاطئة أو المضللة، والضرر الحقيقي، ومع ذلك التسبب للأخذ بفوات الفرصة، يبقى منطقياً وضرورياً الأخذ بعين الاعتبار التصرف أو السلوك الذي كان ينبغي على المساهم أن يتبناه في مواجهة تلك المعلومات المغلوطة، فليس كل المساهمين يذهبون في ذات الاتجاه لمواجهة تلك المعلومات، البعض منهم يستطيع التخلي عن استثمار متباطئ، والبعض الآخر لديه الخيار في الاستثمار دون أية خشية.

- **الاستناد إلى معيار مخاطر البورصة:** عند البحث في التسبب للعديد من الأحكام القضائية يتضح أن المعيار المستند عليه لتحديد مقدار التعويض عن فوات الفرصة هو معيار عام يتمثل في مخاطر البورصة، وهذا المعيار هو الذي يدفع بالرجوع إلى فوات الفرصة، ويشكل مقياساً لتقدير فوات الفرصة، والاستناد إلى معيار مخاطر البورصة يؤدي إلى أن فوات الفرصة لا يغطي أبداً كل الكسب الفائت المأمول من العملية الاستثمارية للأسهم، بل يعتمد على الشك حول قيمة السهم إضافة إلى الشك المتعلق بإرادة المساهم الفعلية لو كان يعلم بحقيقة المعلومات والبيانات

V. N. Rontchevsky, art. préc.

(١١٨)

(١١٩) تمت الإشارة إلى بعض هذه الأحكام القضائية والفقه الفرنسي من قبل:

V. N. Spitz, La réparation des préjudices boursier, préc., n° 374, p. 232.

والنتائج المبنية عليها، بمعنى آخر افتراض وجود إمكانية محتملة للاستثمار لصالح المساهم وعدم توافرها يشكل ضرراً مستحق التعويض يتمثل في فوات الفرصة^(١٢٠).

- تشابه مقدار التعويض لجميع المساهمين: إن القضاء الفرنسي جعل من رجوعه لفوات الفرصة عاملاً للتعويض الجماعي: فكل مضرور يستحق تعويضاً مطابقاً أو مشابهاً للآخر، فقط يختلف مقدار التعويض بحسب عدد الأسهم المملوكة، الأمر الذي يترتب عليه حرمان البعض من إمكانية الحصول على التعويض عن ضرر حقيقي جوهري خاصة في حالة التأثير على أسعار البورصة^(١٢١).

الخاتمة:

تناول هذا البحث تعويض المساهم عن الممارسات غير المشروعة أثناء تداول الأسهم في البورصة، وذلك من خلال التطرق لسمات الخطأ في مجال تداول الأسهم المتمثل في عدم الالتزام بسلوكيات السوق، وإن قانون هيئة أسواق المال ولائحته التنفيذية حددا العديد من صور تلك الممارسة غير المشروعة، ومن أهم تلك الصور التي تم تناولها في البحث، صورة البث أو النشر لمعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة، أو صورة التلاعب بأسعار الأسهم بهدف التأثير على أسعار الأسهم المتداولة في البورصة، ولتوفر شرط الخطأ، كأحد شروط المسؤولية المدنية، تم بيان السمات العامة والخاصة للممارسات غير المشروعة (الفعل غير المشروع) التي تقع أثناء عملية التداول، فالممارسة غير المشروعة لا تشكل خطأ بالنسبة للمساهم ما لم يكن لها تأثير على الأسهم سواء أكان ذلك التأثير على البورصة أم على قرار المساهم.

وكما رأينا، فإن حالة البث أو النشر لمعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة أو حالة التلاعب بالأسهم بهدف التأثير على القيمة السوقية للأسهم أثارت مسألة مدى توافر الضرر بالنسبة للمساهم، وذلك بسبب صعوبة إثبات مدى تأثير تلك الممارسات غير المشروعة على كفاءة البورصة أو على قرار المساهم بخصوص التداول، ولقد أكد القضاء الفرنسي على أن الضرر يتحقق في العديد من صور الممارسات غير المشروعة، خاصة في حالة التصرف بالسهم نتيجة البث أو النشر لمعلومات خاطئة أو مضللة أثناء التداول، ولم تتردد محكمة النقض الفرنسية في الحكم بالتعويض في حالة

V. J. Klein, art. préc.

(١٢٠)

V. E. Rapon, Marché financier, Le droit français doit-il s'inspirer du droit américain pour réparer le préjudice cause par de fausses informations boursières, JCP EA, 7 février 2013, n°6, p. 1099.

احتفاظ المساهم بالأسهم، كما أن القضاء الفرنسي في مجال تداول الأسهم في البورصة قد اعتبر الضرر الناتج عن تأثر السهم المتداول ببعض الممارسات غير المشروعة ضرراً شخصياً للمساهم ينبغي تمييزه عن الأضرار التي قد تصيب الشركة، وبسبب صعوبة تقدير الضرر، فإن القضاء قرر أن ضرر المساهم يتمثل في فوات الفرصة في تحقيق استثمار أفضل، بحيث يكون التعويض المستحق هو التعويض الجزافي المتمثل في قيمة الاختلاف في سعر السهم.

وإذا كان المشرع الكويتي يسعى من خلال القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية إلى تحقيق كفاءة البورصة وحماية العملية الاستثمارية والمستثمرين، وذلك خلال ضمان عدم اضطراب أسواق الأوراق المالية وتشجيع استقراره على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية في الكويت، فإنه لا يجب التركيز على الصفة الأخلاقية للممارسات غير المشروعة فقط، بل على صفتها الاقتصادية، فالممارسة غير المشروعة المتمثلة باللبث أو النشر لمعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة التي تؤثر بأسعار الأسهم لا يجب النظر إليها كمجرد وسيلة من وسائل التدليس أو الغش، وكذلك الحال بالنسبة لعملية التلاعب بالأسهم، بل يجب الأخذ بعين الاعتبار أن تأثر أسعار الأسهم بالممارسات غير المشروعة هو تدهور في السوق أي مساس بكفاءة البورصة، ومن خلال ذلك نستطيع التغلب على كثير من الصعوبات القانونية المتعلقة بشروط تعويض المساهم عن الضرر الناتج عن الممارسات غير المشروعة في القانون الكويتي.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

- إبراهيم أبو الليل: تعويض الضرر في المسؤولية المدنية، دراسة تحليلية تأصيلية لتقدير التعويض، مطبوعات جامعة الكويت ١٩٩٥.
- أبو الوفا محمد: جريمة الغش في تداول الأسهم في القانون المقارن والفقه الإسلامي، مجلة الأمن والقانون، أكاديمية شرطة دبي، يناير ٢٠١٠، المجلد ١٨، العدد ١.
- أحمد الملحم: قانون الشركات الكويتي المقارن - وفق المرسوم بقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ وتعديلاته الصادرة بالقانون رقم ٩٧ لسنة ٢٠١٣ - الجزء الأول: القواعد العامة للشركات، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، الطبعة الثانية، ٢٠١٤.
- أحمد الملحم: قانون الشركات الكويتي المقارن - وفق المرسوم بقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ وتعديلاته الصادرة بالقانون رقم ٩٧ لسنة ٢٠١٣ - الجزء الثاني: القواعد الخاصة للشركات، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، الطبعة الثانية، ٢٠١٥.
- أحمد الملحم: حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، ١٩٩٨.
- بدر الملا: النظام القانوني لأسواق المال، الطبعة الثانية، ٢٠١٢.
- حسين بوعركي: الحماية القانونية لأسواق المال في التشريعين الفرنسي والكويتي، دار النهضة العربية، ٢٠١٦.
- رمضان أبو السعود: النظرية العامة للالتزام، مصادر الالتزام، دار المطبوعات الجامعية، ٢٠٠٢.
- طعمة الشمري: أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي، مجلة الحقوق، العدد الرابع، السنة السابعة، ديسمبر ١٩٨٣.
- طعمة الشمري، عبد الله الحيان: الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي رقم (١) لسنة ٢٠١٦، ٢٠١٨.
- عبد الحميد الشواربي: موسوعة الشركات التجارية، شركات الأشخاص والأموال والاستثمار، منشأة المعارف، ٢٠٠٣.

- عبد الرزاق السنهوري: الموجز في النظرية العامة للالتزامات، المجمع العلمي العربي الإسلامي.
- عبد الرسول عبد الرضا، جمال النكاس: الوجيز في النظرية العامة للالتزامات، مصادر الالتزام والإثبات، دار الكتب، الطبعة الرابعة، ٢٠١٤-٢٠١٥.
- فاطمة الشريعان: مفهوم المعلومة محل الاستغلال في عملية استغلال المعلومات الداخلية بموجب القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ (تعليق على حكم قضائي)، مجلة الحقوق، العدد ٢، السنة ٤٣، يونيو ٢٠١٩.
- محمد سامي عبد الصادق: المسؤولية المدنية في مجال خدمات الاستثمار - دراسة تطبيقية على أنشطة الوساطة وإدارة محافظ الأوراق المالية في البورصة (القسم الأول)، مجلة الحقوق، العدد الثاني، السنة السادسة والثلاثون، يونيو ٢٠١٢، ص ٤٧١. وللقسم الثاني، مجلة الحقوق، العدد الثالث، السنة السادسة والثلاثون، سبتمبر ٢٠١٢.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

- B. Ancel, Y. Lequette: Les grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé, Dalloz, 4^e éd., 2001.
- M. Bainbridge: Insider Trading: an overview, Encyclopedia of Law and Economics, 1990.
- J-P. Bornet & H. de Vauplan: Droit des marchés financiers, Litec, 2001.
- J, Carbonnier: Droit civil, Les obligations, tome IV, 22^e éd., P. U. F., coll. Thémis, 2000.
- F. Danos: La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire, RJDA, 5^e 08, p. 47.
- J. et E. Escarra et J. Rault: Trait théorique et pratique de droit commercial, Les sociétés commerciales, tome 4, Sociétés par actions, Sirey, 1959.
- D. R. Fischel, D. J. Ross: Should the law prohibit manipulation in financial markets?, 105 Harv. L. Rev. 503 (1991), spec. p. 510.

- J. Flour, J.-L. Aubert, E. Savaux: Les obligations, tome 2: Le fait juridique, 14^e éd., Sirey université, 2014.
- J. Klein: Sociétés cotes, l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes. JCP, éd., G, 13 avril 2015, n; 15, doct. 455.
- V. Magnier: Information boursière et préjudices des investisseurs, art, Dalloz, 2008, p. 558.
- A.D. Merville: La spéculation en droit prive, thèse, Paris 1, 2001.
- P. Pailler: indemnisation de la perte d'une chance pour l'associé d'investir en connaissance de cause, n 4, juillet 2014, comm. 156.
- M. Planiol, G. Ripert: Traite théorique et pratique de droit civil français, tome 6, Obligation, 1^{re} partie, 2^e édition par P. Esmein, L.G.D. J., 1952, n° 661, p. 927.
- D. Ponton-Grillet: La spéculation en droit prive, D., 1990, chron. 27, p. 157.
- E. Rapone: Le droit français doit-il s'inspirer du droit américain pour réparer le préjudice par de fausses informations boursières? JCP EA, n; 6, 7, Février 2013, p. 1099.
- N. Rontchevsky: Une évaluation du préjudice financier délicate et malaisée, RDF, n 12, septembre 2015, 13.
- S. Schiller: L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée, Dr. Société 2009, étude 12.
- D. Schmidt: De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés ^o cotées ^ain bonis, Etudes de droit privé offertes Paul Didier, Economica, 2008, p. 383.
- C. Sonntag: Préjudices et sanctions des infractions d'initiales:

- approche juridique et economique, in L'organisation des dispositifs spécialises de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe, dir. B. Deffains et alii, 2004, p. 111.
- N. Spitz: La réparation des préjudices boursier, éd., RB, 2010.
 - F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette, F. Chénede: Droit civil, Les obligations, Dalloz, 12 éd., 2018.
 - H. de Vauplane: Morale et Bourse: un long malentendu, Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt - libre Amicorum, Joly éd., 2005.
 - H. de Vauplan & O. Simart: Delits boursiers: proposition de reforme, Rev. Dr. Banc. Et Bourse, mai-juin 1997, n;61, p. 85.
 - G. Viney, p. Jourdain, S. Carval: Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité, L.G. D.J., 4 éd., 2013.