

قاعدة منع التعامل الداخلي في اسواق
الاوراق المالية
دراسة مقارنة بين القانون العراقي والتوجيه
الاوربي والقانون الامريكي

**Insider Trading (Dealing) Rule in the Stock Exchange Markets: a The
Comparative Study between Iraqi Law with the European Directive
and the U.S.A Law**

د.رعد هاشم امين
مدرس القانون التجاري
كلية الحقوق-جامعة النهرين

ملخص البحث

حظرت العديد من التشريعات المقارنة المتعلقة باسواق الاوراق المالية التعامل بالسندات المالية للشركات والمؤسسات التي يجري تداولها في السوق بناء على معلومات غير معلنة لجمهور المتعاملين لمساس ذلك بالقيم الخلقية واعتبارات العدالة والمساواة بين المستثمرين في الاستغلال المتكافئ لها، ولما ينطوي عليه هذا السلوك من انتهاك لمبادئ الشفافية والاستقامة والثقة باسواق الاوراق المالية. وتخضع هذه التشريعات حكم هذه القاعدة القانونية الى شروط تنصرف الى تبيان مفهوم المعلومات الداخلية ونطاق انطباق القاعدة من حيث الزمان والمكان والاشخاص الخاضعين لها.

ولم يشذ قانون سوق العراق للاوراق المالية الصادر بالامر المرقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ على ما استقرت عليه التشريعات المقارنة، فحظر التعامل الداخلي بمقتضى التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١. وقد سعينا في هذا البحث الى تسليط الضوء على ابرز عيوب ونقائص هذا التشريع في اطار دراسة قانونية مقارنة شملت التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ والقانون الامريكي، لننتهي في نهاية المطاف الى خاتمة بالنتائج التي اقترحنا فيها اعادة النظر في العديد من الجوانب القانونية التي تناولها هذا التشريع واقترح سد ما اعتراه من نقائص.

Summer

The Insider dealing, which is made according to non-public information, is a prohibited practice by the laws of a vast array of several countries by reason of that it contradict the ethical and lawful considerations which necessitate the parity between investors in exploiting information relating to the issuer. It is also prejudice the principles of transparency and confidence which should be dominate all deals in the stock exchange markets.

The Iraqi interim Act of Stock Exchange Market, representing by the Regulation No. (16) of 2011, has followed these lawful developments in prohibiting insider dealing. However, comparing this legislation with the European Directive of 2003 and the U.S.A law, which has been undertaken in this article, has reveals several lacuna and shortcoming in the aforesaid Iraqi legislation. Accordingly, the author is of the view that reforming the Iraqi legislation is of a great legal significance with a view to keep it on the same line with modern laws of stock exchange markets with for sake of safeguarding the interests of investors and the markets.

كلمات مفتاحية: التعامل، المعلومات، المتعاملون، الاوراق المالية، السوق، السندات، المصدر.

١-مقدمة: لا يعدم واقع اسواق الاوراق المالية^١ من حالات يتعامل فيها بعض الاشخاص بسندات لشركات او مؤسسات عامة او خاصة،بيعا وشراء، استنادا الى معلومات غير معلنة للجمهور من شأنها، فيما لو اعلنت باحد طرق العلانية، ان تؤثر في اسعار هذه السندات ارتفاعا او انخفاضاً. وينطوي هذا السلوك على مساس بمبدأ المساواة بين المستثمرين في فرص الاستثمار ويزعز بل ريب الثقة المطلوبة في اسواق الاوراق المالية. لذا لا غرابة ان نلمس ان القوانين المنظمة لاسواق الاوراق المالية ما فتت ان تضم بين دفتيها نصوصا تمنع اشخاصا معينين من التعامل بمعلومات تخص مصدر السند قبل ان يعلن عنها للجمهور بوصفها احد حالات الاساءة في الاسواق Market abuse.

ومراعات للاعتبارات المتعلقة بتحقيق العدالة بين المستثمرين في فرص الاستثمار بالاوراق التجارية وحماية الثقة التي عهدت بالمصدر والسوق وغير ذلك من الاسباب^٢، حرم قانون تداول الاوراق المالية الامريكي لعام ١٩٣٤ Securities Exchange Act، والتوجيه الاوربي the Directive European المرقم EC/6/2003 لعام ٢٠٠٣ الصادر عن الاتحاد الاوربي التعامل بالسندات في مثل هذه الظروف. وتبعته في هذا النهج التشريعات الصادرة من بلدان عدة ومنها العراق الذي نظم هذه القاعدة بموجب التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١ والصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية.

ويعرف هذا التعامل المنهي عنه قانونا بالتجارة الداخلية insider trading، او التعامل الداخلي insider dealing بمفهوم القانون الانكليزي^٣. ويعرف الشخص الذي يستغل معلومات الشركة غير المتاحة لاطلاع الكافة، كمدراء الشركة ومستشاريهم والمدققين الماليين وغيرهم^٤، بالمتعامل الداخلي insider dealer، على نحو ما استقرت عليه التشريعات الاوربية والامريكية Insider trader، او الشخص المطلع بمفهوم التشريع العراقي^٥. ونرى بان تعبير "المتعامل" اكثر دقة على المقصود من "المطلع" ذلك ان خرق قاعدة منع التعامل بمعلومات داخلية يتطلب القيام بعمل ايجابي الا وهو استغلال المعلومات ذات الصلة لا مجرد الاطلاع عليها فحسب كما توحى بذلك التسمية التي استعملتها التعليمات المذكورة.

وبناء على المعطيات انفة الذكر يمكن تعريف التعامل الداخلي بانه ذلك الذي يكون باعته وجود معلومات غير معلنة للجمهور اتصلت بعلم المتعامل او من يقوم مقامه فاقدم على التعامل باسهم او سندات المؤسسة التي اتصلت بها هذه المعلومات او ارتبطت بالنشاط الذي تمارسه^٦ بغية تحقيق فائدة للمتعامل او لغيره على حساب بقية المستثمرين في السوق وقواعد نزاهة واستقامة التعامل في سوق الاوراق المالية.

¹ Thomas C. Newkirk & Melissa A. Robertson, 'Speech by SEC Staff: Insider Trading –A U.S. Perspective', an article availed on the website of the Securities Exchange Commission, < [www.sec.gov/fast-answers/ answer_sinsider.htm](http://www.sec.gov/fast-answers/answer_sinsider.htm) >

^٢ انظر الفقرة (٤) وما بعدها من هذا البحث.

³ See Company Securities (Insider Dealing) Act 1985.

^٤ تنظر الفقرة (١) من التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ الصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية.
^٥ التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ الصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية.

⁶ Manning Gilbert Warren III, 'The Regulation Of Insider Trading In The European Community' (1991) 48 Wash. & Lee L. Rev. 1037, 10٥٧.

٢-فرضية البحث (مشكلة البحث):-

تهدف هذه الدراسة الى القاء نظرة عامة على قاعدة منع التعامل بمعلومات غير معلنة، وتبيان مدلولها ونطاق انطباقها واحكامها ذات الصلة. وستكشف هذه الدراسة عن حقيقة ان التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١ الصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية، وان سعت الى اقتفاء اثر التشريعات الاوربية والامريكية في تحريم التعامل بمعلومات غير مفصح عنها للجمهور تحقيقا للاعتبارات انفة الذكر، الا ان هذا التنظيم قد اعتراه قدر كبير من القصور في التصدي لبعض الجوانب، والغموض في تبيان الحكم القانوني لجوانب اخرى. ويمكن التمثيل على ذلك باغفال المشرع العراقي تقديم مفهوم جامع مانع للمعلومات الداخلية للشركة ، والعناصر الرئيسة التي تتوافر عليها، والاشخاص المشمولين بالمنع.

وتأسيسا على هذا القصور التشريعي، فان من غيرالمتوقع ان يحقق التنظيم التشريعي العراقي للقاعدة المذكورة الغايات المرجوة منه في منع، او الحد في اقل تقدير ممكن، من قدرة الاشخاص المتعاملين على استغلال وضعهم في جني ارباح من معلومات الشركة على حساب المصالح الخاصة للشركة ولجمهور المتعاملين في السوق، وذلك عن استغلال للثغرات الواردة في التشريع.

٣-منهجية البحث:-

بغية ان تؤدي هذه الدراسة الغايات المرجوة منها في التحري عن مواطن الخلل في التشريع العراقي، سنعتمد المنهج المقارن بين التشريع العراقي مع تشريعيين كان لهما قصب السبق في ارساء دعائم قاعدة منع التعامل بالمعلومات غير المعلنة هما: قانون تداول الاوراق المالية الامريكي لعام ١٩٣٤ والتوجيه الاوربي المرقم EC/6/2003 لعام ٢٠٠٣.

وتحقيقا للمقاصد التي سلف بيانها، ارتائنا ان نتصدى للمشاكل انفة الذكر وذلك في ثلاثة مباحث: نخصص البحث الاول لبيان الاغراض التي تؤديها قاعدة منع التعامل بمعلومات غير مفصح عنها، ونتولى في المبحث الثاني توضيح تطورها التاريخي، ونتولى في المبحث الثالث تبيان نطاق قاعدة حظر التعامل الداخلي. والله ولي التوفيق.

المبحث الاول
الاغراض التي تؤديها فرض قاعدة منع التعامل
بمعلومات داخلية

The Purpose behind the Imposition of the Insider Dealing Rule

٤- تقف خلف اقرار قاعدة منع المتعاملين بمعلومات الشركة غير المعلنة اعتبارات عدة، لعل من اهمها:-

١- حماية جميع المساهمين والمستثمرين المحتملين في سوق الاوراق المالية من التمييز والاحتيايل وسوء النية وذلك بوضعهم في مركز متساوي من العلم بالمعلومات التي قد تؤثر على قرارهم بالاستثمار^١. بعبارة اخرى، تستهدف هذه القاعدة تحقيق المساوات فيما بين المتعاملين في الوصول الى المعلومات المتعلقة بالسندات المالية^٢، ولا يتحقق ذلك الا اذا فرض القانون على مصدر السند اعلام الجمهور باية متغيرات قد ترتبط بها في قادم الايام^٣ وحرمان اي متعامل من ان يستأثر بالمعلومات غير المعلنة. فالقاعدة المذكورة على الوجه المتقدم تقترب كثيرا من قاعدة منع الاحتكار والتي تعد احد اسس المنافسة العادلة والشفافية. وقد تعرض قانون الشركات العراقي المرقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ الى مبدا المساوات بين اعضاء الشركة في الاستفادة من المعلومات المتعلقة باستثماراتهم حينما نص في الفقرة (٤) من المادة الاولى منه، في معرض تناولها لاهداف الشركة، على " تعزيز توفير المعلومات الكاملة للملاك المتعلقة بقرارات تؤثر على استثماراتهم وشركتهم". ولا شك ان في مراعاة هذه الاعتبارات القانونية والاخلاقية ما يمثل خير ضمانة لحسن تقييم هؤلاء المستثمرين لاسعار الاسهم والسندات المالية بصورة موضوعية وعادلة تحول دون وقوع البعض منهم في غبن ناشئ عن عدم اطلاعهم على مسائل قد يسفر عنها تغير ملحوظ في اسعار السند محل التصرف^٤ لو علم بها المتعاقد الاخر لاحجم عن ابرام التصرف او لابرمه ولكن بشروط اخرى

¹ Caspar Rose, 'Impact of investor meetings/presentations on share prices, insider trading and securities regulation' (2003) 23(3) International Review of Law and Economics, P. ١٠.

² Thomas Lee Hazen, 'Defining Illegal Insider Trading- Lessons from the European Community Directive on Insider Trading' (1992) 55 (4) Law and Contemporary Problems Journal P. 231; Michael Karsch, 'the Insider Trading Sanctions Act: Incorporating a Market Information Definition' (1984) 6(3) 283, P.٢94; Barnes, Paul. 'Insider Dealing and Market Abuse: The UK's record on Enforcement' (2011) 39(3) International Journal of Law, Crime and Justice available at < https://mpira.ub.uni-muenchen.de/25585/1/MPRA_paper_25585.pdf> P.6; Franklin A. Gevurtz, 'The Globalization of Insider Trading Prohibitions' (2002) 15 the Transnational PLawyer 63, PP.76; Raffaello Fornasier, 'The Directive On Insider Dealing' (1989) 13 (2)149, P.153; Caspar Rose, 'Impact of investor meetings/presentations on share prices, insider trading and securities regulation' (2003) 23(3) International Review of Law and Economics, P. ٨.

³ Laura Nyantung Beny, 'Do Insiding Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence' (2005) paper has been submitted to William Institute Working, paper No. (741), P.٥.

⁴ Rose, op cite, P. ٨.

أخرى غير من جرى التعامل بموجبها. وتحقيقاً لمبدأ الشفافية والوضوح والنزاهة في التعامل التجاري، أصدر الاتحاد الأوروبي توجيهات عدة منها توجيهه المرقم 79/279/EEC الذي فرض بمقتضاه على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، من جملة التزامات عدة، نشر المعلومات التي قد تؤثر على أسعار الأسهم^١. ويقرر التوجيه الأوروبي المرقم EC/6/2003 لعام ٢٠٠٣ على أن تعزيز "الأفصاح العادل والفوري للمعلومات يدعم استقامة السوق، بينما الإفصاح الانتقائي من المصدرين يمكن أن يؤدي إلى خسارة ثقة المستثمر باستقامة أسواق المال..."^٢. ولم تتوان هيئة سوق الأوراق المالية العراقية عن أن تحذو حذو التوجيه المذكور في فرض الالتزام عينه على الشركات المدرجة فيها وفي مواعيد محددة والا وجب تعليق انشطتها في السوق^٣.

٢- يفيد فرض قاعدة منع التعامل بالمعلومات الداخلية في تدعيم ثقة المستثمر بالسوق وباستقامته^٤، وفاعليته^٥ من خلال خلق بيئة من التعامل التجاري قائمة على المساوات بين المستثمرين^٦، فيقبل الأشخاص على الاستثمار فيها^٧ بثقة واطمئنان بأن السوق يتعامل معهم على قدم المساواة. ولعل في الإخلال بهذه القاعدة قد يفضي، بالمقابل، إلى انعدام الثقة بالسوق جراء انتفاء العدالة بين المستثمرين وإلى عزوف البعض منهم عن الاستثمار فيه وهو ما يؤدي في المحصلة النهائية إلى التقليل من السيولة النقدية في السوق^٨.

^١ تنظر المادة (١٧) من التوجيه الأوروبي المرقم 79/279/EEC في ١٩٧٩/٣/٥.

^٢ تنظر الفقرة (٢٤) من الأسباب الموجبة للتوجيه.

^٣ تنص الفقرة (١) من التعليمات المرقمة (٨) ٢٠١٠ الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية (متاحة على الموقع الرسمي للسوق) على الاتي "على كل شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية تزويد الهيئة بالتقرير السنوي خلال مدة لا تتجاوز (١٥٠) يوم من انتهاء سنتها المالية ونشرها بوسائل الاعلام المتاحة ويشترط اعدادها وفقاً للمعايير المحاسبية النافذة...".

الا انه ينبغي عدم الإفراط في الاعتماد على التقرير السنوي لإدارة الشركة في تبيان جميع الأمور ذات الصلة بالشركة من ذلك ان بعضاً منها قد لا يكشف عن بعض الأمور التي لا ترى في كشفها ما يحقق لها مصلحة، من ذلك المسائل المتعلقة بالمفاوضات مع الغير بشأن إبرام صفقة وهو الأمر الذي قد يؤثر في تقدير قيمة الوحدة الاقتصادية الحقيقية. ينظر:-

Hazen, op cite, P. 23٧.

بناء على ما تقدم، فإن الإفصاح الذي من شأنه أن يحول دون الاستغلال غير المشروع للمعلومات غير المعلنة للجمهور هو الذي يتضمن معلومات دقيقة ومهمة ومؤثرة في تقييم الوحدة الاقتصادية ويستجيب للمعايير المحاسبية المرعية لا أن يكون مجرد وسيلة للإيفاء بمتطلب قانوني.

Beny, op cite, P. ١١.

^٤ Milton V. Freeman, "The Insider Trading Sanctions Bill-A Neglected Opportunity." Pace L Rev 4 (1983), P. 221; Hazen, op cite, P. 231; Karsch op cite, P. ٢94; Paul, 'op cite, P.6; Gevurtz, op cite, P.76; Fornasier, op cite, P.153.

^٥ Harvey L. Pitt & David B. Hardison, 'Games without Frontiers: Trends in the International Response to Insider Trading' (1992) 55(4) 199, P. 22.

^٦ Hazen, op cite, P. 231; Karsch, op cite, P. ٢94; Barnes, Paul. Op cite, P.6; Gevurtz, op cite, P.76; Fornasier, op cite, P.153.

^٧ Newkirk & Robertson, op cite.

^٨ Karsch, Karsch, op cite, P. ٢٩٤ ; Roberta S. Karmel, Transnational Takeover Talk: Regulations Relating to Tender Offers and Insider Trading in the United States, the United Kingdom, Germany, and Australia' (1988) 66 University of Cleveland Law Review 1133, P. 1152; Gevurtz, op cite, P.67.

وقد اشار التوجيه الاوربي المرقم EC/6/2003 لعام ٢٠٠٣ الى الاعتبار المذكور بنصه على ان " السوق المالية المستقيمة والفاعلة تتطلب استقامة السوق. ان الاداء السلس للاسواق المالية والثقة العامة في الاسواق هي شروط مسبقة للنمو الاقتصادي والثروة. ان الاساءة في الاسواق يضر استقامة الاسواق المالية والثقة العامة في السندات ومشتقاتها"^١ بالاضافة الى مساسه بمبدأ الشفافية^٢. ويوضح التوجيه الاوربي مدلول الاساءة في السوق بانها تلك التي "...تتألف من التعامل الداخلي والتلاعب في السوق market manipulation. ان اهداف التشريع ضد التعامل الداخلي هي نفسها اهداف التشريع ضد التلاعب: لضمان استقامة الاسواق المالية في المجتمع ولتعزيز ثقة المستثمر في هذه الاسواق. لذا فانه من المستحسن ان تؤسس قواعد مشتركة لمكافحة التعامل الداخلي والتلاعب في السوق. ان التوجيه الموحد سوف يضمن عبر المجتمع الاطار ذاته في توزيع المسؤوليات والتنفيذ والتعاون"^٣

٣- ان قاعدة منع التعامل الداخلي تحمي الشركة من سوء تصرف مدراء وموظفي الشركة على نحو ما اصطلح على تسميته بمشاكل الوكالة^٤ agency problems. وتظهر مشاكل الوكالة نتيجة هيمنة مدراء الشركة على شؤونها وافتقار الاخيرة الى ارادة حقيقة قد تشجع هؤلاء الى الانخراط بانشطة قد تؤدي الى حدوث تضارب في المصالح والناجم عن تقديم مصالح هؤلاء الشخصية او مصالح غيرهم على مصالح الشركة.

٤- ان منع التعامل بالمعلومات الداخلية يصون مصالح كبار المستثمرون ممن يوظفون اموالا ضخمة في محافظ استثمارية متعددة ويمارسون دورا كبيرا في الرقابة على أنشطة الشركة وفي الاستثمار بوجه عام والذي يصب بمحصلته النهائية في دعم عجلة الاقتصاد الوطني، من منافسة صغار المساهمين من الذين يحققون ارباحا ضخمة مصادفة او باتباع اساليب مخالفة للقانون. وخير وسيلة لحماية هؤلاء هو في تقرير القاعدة انفة الذكر^٥.

^١ تنظر الفقرة (٢) من الاسباب الموجبة للتوجيه.

^٢ تنظر الفقرة (١٥) من الاسباب الموجبة للتوجيه.

^٣ تنظر الفقرة (١٢) من الاسباب الموجبة للتوجيه.

^٤ Beny, op cite, P.4.

^٥ Beny, op cite, P.4; Gevurtz, 'op cite, PP.76.

المبحث الثاني التطور التاريخي لقاعدة التعامل الداخلي The Historical Background of the Insider Dealing Rule

٥- تعد قاعدة منع التعامل بمعلومات الشركة حديثة الظهور نسبيا في المجتمعات الغربية مقارنة بغيرها من المبادئ القانونية الاخرى، فقد ظلت حبيسة الاراء الفقهية منذ اول ظهور للمبدأ في انكلترا عام ١٦٩٦ الذي اقتصر في بادئ الامر على مناداة بعض من الفقه بضرورة تحريم هذا الضرب من التجارة. ورغم قيام مجلس العموم البريطاني بتشكيل هيئة خاصة للنظر في امكان منع هذا السلوك المنافي للاخلاق عام ١٨٧٥، الا ان الامر لم يتعد اطار المناقشات العامة^١ التي لم ترق الى تحريم هذه الممارسات الا اخلاقية بنصوص تشريعية.

٦- وشاطر الفقه الامريكي الفقه الانكليزي في دعواته المتكررة الى تكريس المبدأ في التشريع منذ اوائل القرن العشرين مؤسسا مبررات المنع على قواعد الاخلاق التي تآبى الاخلال بالعدالة وتكافؤ الفرص بين المستثمرين المحتملين^٢. ولم يتزدد القضاء في الاستجابة لدعوات الفقه كما هو الحال في قضية *Stong v Repide* لعام ١٩٠٩ والتي عدت باكورة السوابق القضائية التي ارسى اولى لبنات هذه القاعدة في الولايات المتحدة الامريكية. وتتلخص وقائع هذه القضية في ان احد مدراء الشركة كان قد اشترى بعض اسهم شركته من شخص اخر، وقد كان على علم مسبق بان اسعار هذه الاسهم معرضة للارتفاع في القريب العاجل. وقد قضت المحكمة العليا الامريكية *the Supreme Court* بان هذا التصرف يعد تغريرا منهي عنه قانونا^٣.

٧- وقد كان لظهور الازمة الاقتصادية التي ضربت باطنابها اسواق المال الامريكية عام ١٩٢٩ ما عزز اعتقاد الفقه بضرورة ان تتضمن التشريعات المنظمة للسوق قواعد صارمة تؤمن الافصاح والشفافية وتحقق العدالة بين المستثمرين. وقد وجدت هذه الدعوات صدى لها لدى المشرع الامريكي الذي بادر الى اصدار قانون الاوراق المالية *the Securities Act* لعام ١٩٣٣، ثم اعقبه حظر التعامل الداخلي ضمنا في القسم (١٠ / b) من قانون تداول الاوراق المالية الامريكي *the Securities Exchange Act* لعام ١٩٣٤^٤ الذي عده هذا التشريع تصرفا غير مشروع بالنسبة

^١ د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المسؤولية المدنية للتعامل المحظور باسهم الشركات المساهمة العامة-دراسة مقارنة بين القانون الاردني والقانون البريطاني، بحث منشور في مجلة المنارة، المجلد ١٣، العدد (٩)، ٢٠٠٧، ص ١٣٩.

بيد ان المشرع الانكليزي اقدم عام ١٩٨٠ على تشريع قانون الشركات الذي منع وجرم اوجه التعامل في هذا الصنف من المعلومات. وسرعان ما وحدت الاحكام المنظمة لهذه الممارسات في قانون مخصوص هو قانون الاوراق المالية للشركة (التعامل الداخلي) *Company Securities (Inside dealing) Act 1985* ١٩٨٥ والذي عدلت احكامه مرات عدة لضمان اتساقه مع قانون الخدمات المالية لعام ١٩٨٦ تارة، ومع التوجيه الاوربي الحالي لعام ٢٠٠٣ تارة اخرى، وعطلت احكام اخرى من القانون بموجب قانون العدالة الجنائية لعام ١٩٩٣. للتفصيل ينظر:-

T. Peter Lee, 'Law and Practice with Respect to Insider Trading and Trading on Market Information in the United Kingdom' (1982) 4 Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation, P. 389 ; Karmel, op cite, P.1148; Gevurtz, 'op cite, P.65.

^٢ جمال عبد العزيز العثمان، الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٠، ص ٣٣٧.

^٣ ٢١٣ U.S 419 (1909), cited by Newkirk & Robertson, op cite .

^٤ Newkirk & Robertson, op cite .

الى الشخص الذي "... يستعمل او يوظف، بالارتباط مع شراء او بيع اي سند مسجل في تبادل السندات الوطنية او اية سندات غير مسجلة، او اية وسيلة تلاعبية او مخادعة او اي انتهاك لمثل هذه القواعد والانظمة كما تحددها هيئة تبادل السندات".¹ وقد كان القسم (b-16) من التشريع المذكور اكثر افصاحا من سابقه في تأكيد حظر التجارة الداخلية التي من شأنها ان تولد ارباحا على مدى قصير لا يتجاوز الستة اشهر من تاريخ الاتجار، ويسري القسم المذكور على مدراء الشركات والمساهمين من حملة سندات ممن يملكون نسبة اكثر من ١٠% من راس مال الشركة.² وهكذا غدت الولايات المتحدة الامريكية اول دولة اتخذ فيها التعامل الداخلي قالباً تشريعياً.³

وعلى الرغم من ان النصوص المتقدمة لم تكن تتسم بالوضوح الكافي في تبين تحريم التعامل الداخلي، الا ان القضاء وهيئة الاوراق المالية الامريكية قد فسرا القسم المذكور بطريقة من شأنها ان ترتب هذا التحريم.⁴ وقد ادى هذا الغموض في موقف القانون الامريكي الى ان يرد القضاء في هذا البلد قاعدة التعامل الداخلي على مبدا منع التغرير والخداع antifraud ، والاخلال بالواجب الائتماني.⁵ فاعتبر القضاء الامريكي الشخص الذي اطلع على معلومات داخلية مصادفة او من خلال احد موظفي الشركة⁶ بمنزلة من غرر بها وذلك عن استغلال لمنصبه او وضعه الائتماني اخلايا بواجبه الائتماني الذي يقتضي منه ان لا يستأثر بمعلومات المصدر السرية لمصلحته.⁷ وقد برر ركون القضاء الامريكي الى التغرير اساسا للمسؤولية في انه يتوافر على مفهوم واسع⁸ يسمح بشمول جميع حالات الانتهاك للقاعدة التي تقع ضمن اطار التصور المعقول. ولسنا في هذا الموضع من الدراسة بصدد الحديث عن طبيعة مسؤولية المتعامل عن الاخلال بهذه القاعدة لما يتطلبه ذلك من تفصيل يبعدنا كثيرا عن موضوع هذه الدراسة التي تختص ببيان الاطار العام للقاعدة ، فنكتفي بهذا القدر من الإشارة.

٨- ومن الولايات المتحدة الامريكية تسرب حمى تقنين القاعدة القانونية موضوعة البحث الى اوربا فظهرت الإشارة الاولى اليها عام ١٩٦٦ حينما اعدت لجنة خاصة من الخبراء تقريرا اوصت فيه بتحريم الانشطة التجارية التي تمارس من بعض الاشخاص المطلعين على معلومات غير متاحة للجمهور بحكم منصبهم.⁹ ثم استقرت القاعدة المتقدمة في المدونة الاوربية للسلوك the

¹ Cited by Newkirk & Robertson, op cite.

² Newkirk & Robertson, op cite.

³ Gevurtz, op cite, P.65; Robert W. McGee, "Insider trading regulation in transition economies." Corporate Governance in Transition Economies' (2008) Springer US, available on <https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-0-387-84831-0_7> P.11.

⁴ Karsch, op cite, P.٢٨٧ ; Gevurtz, op cite, P.٧٠.

⁵ Hazen, 'op cite, P. 231; Greene, Edward, and Olivia Anna Schmid. "Duty-Free Insider Trading?" (2013) available at < <https://cbl.columbia.edu/wp-content/uploads/2013/07/Greene.pdf>> P.1; Freeman, op cite, P. 221; Newkirk & Robertson, op cite .

⁶ Karsch, op cite, P.٢٨٤

^٧ تنظر قضية *Dirks v SEC*, 463 U.S C46 (1983) مشار إليها من قبل:-

Warren III, op cite, P. 10٥٥.

⁸ Djankov, Simeon, et al. "The Law and Economics of Self-Dealing." (2008) 88(3) Journal of Financial Economics, available on <https://pure.uva.nl/ws/files/4292092/63529_298251.pdf> P.1.

⁹ Newkirk & Robertson, 'op cite.

¹⁰ Rose, op cite, P. 7

European Code of Conduct التي اعدتها لجنة خاصة في السوق الاوربية المشتركة عام ١٩٧٦ شكلت من قبل مجلس المجتمعات الاوربية. وفي ذلك الوقت لم تكن هناك سوى ثلاثة دول اوربية تمنع هذه الممارسة بصريح نص التشريع وهي: فرنسا التي منعت التعامل الداخلي عام 1967^١ وانكلترا والدنمارك^٢. وقد تضمنت لائحة السلوك المتعلقة بالعمليات المتصلة بالسندات القابلة للتحويل انفة الذكر مبادئ عدة تخص التجارة ومنها تحريم الاستغلال غير الملائم للمعلومات غير العامة او تمريرها للغير^٣. ورغم محدودية اثر قواعد السلوك التجاري المنوه عنها على مجمل التشريعات الاوربية، فقد عدت بداية موفقة ولبنة تصلح ان تتبنى عليها مبادئ لاحقة^٤. ثم ارتى الاتحاد الاوربي بعد ذلك ان يعد مبادئ عامة تحكم الموضوع بغية مساعدة الدول الاعضاء فيه على تقنين القاعدة المذكورة ببسر وباطار مبادئ موحدة، فاصدر التوجيه المرقم 89/592/EEC لعام ١٩٨٩ الذي اقتبس بعض من احكامه من القانون الامريكي^٥. وما ان بانث بعض عيوب التوجيه المذكور حتى عمد المشرع الاوربي على استبداله بالتوجيه الحالي والرقم 2003/6/EC لعام ٢٠٠٣ الذي نظم هذا الموضوع في (٢٢) مادة ولم يخرج كثيرا عن اطار المفاهيم العامة التي جاء بها سلفه الا في الاحوال التي فرض فيها تطور الفكر القانوني وواقع الاسواق الاتيان بمبادئ جديدة.

٩- وقد استهدف المشرع الاوربي من تشريع هذا التوجيه تحقيق الانسجام المطلوب بين تشريعات الدول الاعضاء في الاتحاد من خلال تنظيم القواسم المشتركة التي من الممكن ان تجتمع عندها^٦ هذه الدول ذات المناهج القانونية المتعددة، ايمانا منه بان الاختلاف في الاسس المفاهيمية التي تبنى عليها قاعدة التعامل الداخلي له اثره البين في عرقلة نمو وازدهار التجارة بين بلدان الاتحاد، ويلمس ذلك بوضوح في التعاملات التي تجري بين بلدان تخضع لتشريعات بلدان عدة تختلف عن بعضها البعض في طريقة معالجتها للقاعدة المذكورة^٧، وهو ما قد يؤثر على مدى قدرة هذه البلدان على قمع التجارة الداخلية. ويستخلص من خلال استقراء السوابق القضائية الانكليزية والامريكية الحديثة والتي كشفت عن حقيقة ان عد تصرف ما انتهاكا لقاعدة منع التعامل بمعلومات داخلية لدى قضاء احدى هاتين الدولتين قد لا يعد كذلك لدى دولة اخرى، الامر الذي يفرض ايجاد تنظيم قانوني موحد لمنع الاساءة في السوق^٨. ويلاحظ بان التوجيه الاوربي المذكور لم يمنع الدول الاعضاء من ان تضمن تشريعاتها نصوصا اكثر تشددا في الضرب على ايدي المتعاملين الداخليين، كأن توسع من مفهومها او من نطاق انطباقها فتشمل، على سبيل المثال، عمليات تقع في اسواق خارج ولاية القوانين الوطنية للدول الاعضاء^٩.

وعمد التوجيه الاوربي سالف الذكر الى اعتماد نهج يقوم على الوضوح في التنظيم والقدرة على التنبؤ بنتائج التشريع والتصدي ببسر للقضايا الخلافية المعقدة. فاقام هذا التشريع المسؤولية عن

¹ Gevurtz, op cite, P.65; McGee, op cite, P.11.

² Warren III, 'op cite, PP. 10٤٤- 1045; Klaus J. Hopt, ' Insider Trading on the Continent' (1982) 4 Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation 379, P.380; Pitt & Hardison, op cite, P. 201.

³ Warren III, op cite, P. 10٤٤- 1045; Hopt, 'op cite, P.380.

⁴ Warren III, op cite, PP. 10٤٤- 1045.

⁵ Hazen, op cie, P. 231.

⁶ Warren III, op cite, P. 10٤٤- 104٢.

⁷ Greene, Edward, & Schmid, op cite, P.٢.

⁸ Greene, Edward, & Schmid, op cite, P.٣.

⁹ Fornasier, op cite, P.163.

الاخلال بقاعدة منع التعامل بمعلومات غير معلنة الى نصوص القانون بحد ذاته^١ واستنادا الى مبدأ المساواة بين المستثمرين في الاستفادة من المعلومات parity of information التي تؤثر على قراراتهم التجارية^٢. ولا يتطلب اعمال هذا المبدأ اثبات التمييز والخداع، او خرق الواجب الائتماني^٣، على غرار ما عليه الحال في القانون الأمريكي. بعبارة اخرى، تنهض المسؤولية عن انتهاك القاعدة المذكور على مجرد تعامل شخص ما بناء على معلومات غير عامة بغض النظر كيفية الحصول عليها او مصدرها^٤.

١٠- وفي العراق، لم يفرض قانون سوق بغداد للاوراق المالية رقم (٢٤) لسنة ١٩٩١ (الملغي) ولا نظامه الداخلي الصادر عام ١٩٩٦ حظرا على التعامل بمعلومات غير معلنة للجمهور، وقد يرجع السبب في ذلك الى حادثة ظهور هذه القاعدة وعدم استقرارها بعد في التشريعات العربية الاخرى المقاربة للقانون العراقي في ذلك الوقت. واستمر الحال على ما هو عليه حتى بعد صدور القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية الصادر بالامر المرقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ عن سلطة الائتلاف المؤقتة الذي لم يتعرض للقاعدة المذكورة. وقد استعملت الهيئة العراقية المؤقتة للسندات وسوق الاوراق المالية المشكلة بموجب هذا الامر سلطاتها في مجال اصدار التعليمات المقترضة الى تدارك هذا النقص في التشريع، فاصدرت التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ التي تناولت تنظيم بعض اوجه هذه القاعدة، فبينت الاشخاص الذين يحظر عليهم التعامل بالمعلومات الداخلية، وعرفت المقصود بالمعلومات الداخلية والظروف الجوهرية التي تؤثر في اسعار السندات المالية^٥، وفرضت على الشركات المدرجة فيها واجب تزويدها باسماء الاشخاص المطلعين وعناوين وظائفهم وما يمتلكونه من اوراق مالية للشركة نفسها وخلال مدة (١٥) خمسة عشر يوما من بداية كل سنة، وخلال مدة اسبوع من تاريخ حدوث اي تغيير يطرا عليها^٦. والعلة من الزام الشركات بهذا الافصاح الافصاح واضحة الا وهي الحد قدر الامكان من فرصة استئثار اشخاص محددين بمعلومات غير متاحة للجمهور خلافا لمبدأ تكافؤ الفرص بين الاشخاص والذي غدى من المبادئ التي تحرص الدساتير على النص عليها^٧. كما تناولت هذه التعليمات مسائل اخرى منها منع الاشخاص المطلعين من التداول في غضون فترات محددة^٨ ومن تسريبها للغير قبل الاعلان عنها في الهيئة والسوق واية واية وسيلة اعلان عامة^٩. وفي اطار سعيها الى الكشف عن اية تعاملات مخالفة للقاعدة المذكورة، فرضت التعليمات المذكورة نشر تداولات المطلعين في وسائل النشر المتاحة في السوق بعد تنفيذ

^١ Gevurtz, op cite, P.٧٠.

^٢ Newkir& Robertson, op cite.

^٣ Greene, Edward, & Schmid, op cite, P.1.

^٤ Greene, Edward, & Schmid, op cite, P.٢.

^٥ تنص الفقرة (١١) من القسم (١٢) من الامر المذكور على انه " قد تصدر الهيئة او تعدل او تلغي القوانين واوامر وحساب ما مخول لها بموجب احكام محددة من هذا القانون وقد تصنف قوانين الهيئة واوامر الاشخاص والسندات والمعاملات وحفظ الوثائق وتقرر الاحتياجات المختلفة لمختلف الطبقات وقد تصدر الهيئة بيانا يقضي بتطبيق هذا القانون او اي تعليمات او قوانين او اوامر بموجب هذا القانون على اي شخص ، سند او معاملة ". والواقع ان ما جاء في هذا الامر من تحويل الهيئة سلطة اصدار او تعديل او الغاء القوانين انما ينصرف، حسب تقديرنا، الى الانظمة والتعليمات التي تصدرها، ذلك ان السلطة التشريعية المختصة في العراق هي التي تستبد بسلطة تشريع او تعديل او الغاء القوانين.

^٦ تنظر الفقرة (١) من التعليمات المذكورة.

^٧ تنظر الفقرة (٢) التعليمات المذكورة

^٨ تنظر المادة (١٦) من الدستور العراقي لعام ٢٠٠٥ على انه " تكافؤ الفرص حق مكفول لجميع العراقيين، وتكفل الدولة اتخاذ الاجراءات اللازمة لتحقيق ذلك".

^٩ تنظر الفقرة (٣) من التعليمات المذكورة.

^{١٠} تنظر الفقرة (٤) من التعليمات المذكورة.

الصفحة مباشرة^١. ونكتفي بهذا القدر من البيان لاحكام هذه القاعدة، وسنرجي الحديث عن ابرز عيوب التشريع العراقي الى ما سيأتي بيانه من ابحاث بنتيجة مقارنته بموقف التشريعات الاخرى. ويلاحظ على التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ انها لم تنشر في الجريدة الرسمية لجمهورية العراق، واستعاضت هيئة الاوراق المالية العراقية عن ذلك بنشرها على موقع سوق العراق للاوراق المالية واعمامها على الشركات المدرجة في السوق. والواقع ان النشر على الموقع الالكتروني لا يغني عن النشر في الجريدة الرسمية الذي يقيم قرينة قاطعة على علم المخاطب به^٢ الامر الذي يعد، حسب تقديرنا، عيبا خطيرا في التشريع كان يحسن تلافيه تجنباً لافلات بعض المتعاملين، وعلى وجه الخصوص اولئك الاشخاص غير العاملين لدى مصدر السند (المتعاملين الثانويين) ممن قد يستغل هذه الثغرة في التشريع من خلال الادعاء بجهلهم باحكام التعليمات سبيلاً للافلات من المسؤولية المقررة بموجبه. وليس ادل على ذلك ما اثاره بعض المتعاملين الداخليين ممن اخضعوا الى التحقيق الاداري من قبل هيئة الاوراق المالية العراقية بسبب اخلالهم باحكام التعليمات سائلة الذكر من دفعون تنصرف الى عدم علمهم بالتعليمات المذكورة. وقد ردت هذه الدفعون من قبل الهيئة مستندة في ذلك الى قيامها بتوزيع هذه التعليمات على الشركات المدرجة في السوق^٣.

وبالمثل، نصت الفقرة (خامسا) من المادة (٦٣) من تعليمات تسهيل تنفيذ قانون المصارف الاهلية المرقم (٤) لسنة ٢٠١٠ على " منع عمليات تداول الاسهم التي تستند الى معلومات داخلية من المصرف وكذلك منع اية عمليات للتبادل تستهدف تحقيق مصالح للاشخاص ذوي العلاقة بالمصرف" وذلك في معرض تناول المادة المذكورة لحقوق المساهمين. ويلمس من امعان النظر في هذه المادة انها لم تستحدث قواعد قانونية انما احالت، على ما يبدو، تنظيم احكام التعامل الداخلي الى التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١.

^١ تنظر الفقرة (٦) من التعليمات المذكورة.

^٢ تنص المادة (٦) من قانون النشر في الجريدة الرسمية المرقم (٧٨) لسنة ١٩٧٧ على انه " لا يعتد بالجهل بمضمون ما ينشر في (الوقائع العراقية)"

^٣ انظر في هذا الخصوص قرار لجنة الانضباط العائد الى سوق العراق للاوراق المالية المرقم ٤٨/انضباط/٢٠١٢ في ٢٠١٢/٥/٣١.

المبحث الثالث

نطاق حظر التعامل بالمعلومات الداخلية

The Scope of the Insider Dealing Rule

١١- قاعدة منع التعامل بالمعلومات الداخلية نطاق يتحدد في ضوءه مضمونها، ونطاق انطباقها من حيث طبيعة المعلومات التي يتوجب الافصاح عنها، ومن حيث المكان والزمان الذين يحظر تداول السندات فيهما، ومن حيث الاشخاص الذين يحظر عليهم التداول. ونعقد لدراسة كل مما تقدم بيانه مطلباً مستقلاً.

المطلب الاول

النطاق الموضوعي لحظر التعامل الداخلي

The Objective Scope of the Insider Trading

١٢- لا تفرض قاعدة حظر التعامل الداخلي منعاً شاملاً على التعاطي بجميع المعلومات المتصلة بمصدر السند، اذ ان القول بذلك ينطوي على تقييد غير مبرر لحرية الاشخاص في ممارسة النشاط التجاري^١ وهو ما يباه المنطق السليم، ويضير بالمصلحة العامة من خلال ما يؤديه من اضعاف تداول السندات المالية في الاسواق بفعل شمول المنع لطائفة كبيرة من الاشخاص. لذا درجت التشريعات المقارنة على ايراد تعريف للمعلومات الداخلية يتناول العناصر التي تتألف منها ويحدد نطاقها وما يخرج عنها -بمفهوم المخالفة- من التداولات التي لا تثير مسؤولية المتعامل.

١٣- وتأسيساً على ما تقدم، عرفت الفقرة (١) من المادة الاولى من التوجيه الاوربي EC/6/2003^٢ المعلومات الداخلية على النحو الاتي "...يجب ان تعني معلومات ذات طبيعة دقيقة والتي لم يتم الاعلان عنها، وتتعلق، بصورة مباشرة او غير مباشرة، بشخص او اكثر من مصدري السندات المالية او الى واحدة او اكثر من السندات المالية والتي، فيما لو تم الاعلان عنها، فان من المحتمل ان يكون لها تأثير مهم على اسعار هذه السندات المالية او على اسعار السندات المالية المشتقة منها"^٣.

وبالمقابل، نص القسم (a) من القسم ٨٢٠ من قانون تداول السندات الامريكي لعام ١٩٣٤ الذي حمل عنوان "الحقوق الخاصة بالدعوى المستندة الى التجارة المتزامنة" على الاتي "اي شخص ينتهك اي نص لهذا العنوان او قواعد الانظمة الصادرة بموجبه من خلال شراء او بيع سند اثناء حيازته لمعلومات جوهرية، غير معلنة يكون مسؤولاً بدعوى في اية محكمة مختصة قبل اي شخص يكون، بصورة متزامنة مع الشراء او البيع الذي هو موضوع هذا الانتهاك، قد اشترى (حيثما

^١ د. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالافصاح عن المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية : دراسة مقارنة في القانونين المصري والاماراتي، درار النهضة العربية، ٢٠٠٦، ص ١١١.

^٢ والمنشور في الجريدة الرسمية للاتحاد الاوربي عدد L096 في ١٢/٤/٢٠٠٣، ص ٠٠١٦-٠٠٢٥.

^٣ ادناه النص المتقدم باللغة الانكليزية:-

"Inside information" shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments".

يستند هذا الانتهاك الى بيع السندات) او يبيع (حيثما يستند هذا الانتهاك الى شراء السندات) سندات من الصنف ذاته"^١.

١٤- وتعرف الفقرة (١) من التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ والصادرة عن هيئة الاوراق المالية المعلومات الداخلية بانها تلك " المعلومات التي يحصل عليها المطلعين والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور وغير معلن عنها وقد تؤثر على سعر الورقة المالية عند الاعلان عنها". ثم اوضحت الفقرة المذكورة المراد بالاحداث الجوهرية التي قد تؤثر على اسعار السندات بانها " اي قرارات استراتيجية وتطورات جوهرية واحداث هامة تؤثر على اداء ونشاط واستمرارية الشركة وتؤثر بشكل مباشر او غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق". وقد حرصت التعليمات المذكورة عند تبينها لاهم الاحداث الجوهرية على ان توردها على سبيل التمثيل لا الحصر^٢ مراعية في ذلك ما قد يسفر عنه التطور الاقتصادي من حوادث او وقائع قد يصدق عليها وصف المعلومات الجوهرية. وبالمثل، نصت الفقرة (١) من المادة (٨٣) من مشروع قانون الاوراق المالية العراقي على ان المراد بالمعلومات الداخلية تلك " المعلومات الجوهرية غير المعلنة للجمهور عن مصدر أوراق مالية مملوكة من قبل الجمهور، أو عن أوراقه المالية".

وقد يدرك المتمعن في صياغة التعريف الذي جاء به المشروع العراقي تاثره الواضح بالقسم 20A من القانون الامريكي من حيث انه استعمل تعبير "معلومات جوهرية" material information بخلاف التوجيه الاوربي الذي اطلق عليها وصف المعلومات المهمة significant information^٣، فيما اغفل الإشارة الى عناصر اخرى وهي: ان تكون المعلومات دقيقة، ومتصلة بالورقة المالية، من شأنها، فيما لو اعلنت، ان تؤثر في سعرها زيادة ونقصانا، وان يكون من شأنها ان تحمله على التصرف بالسندات بيعا او شراء. وفيما يلي بيان عما تقدم من هذه الشروط.

الشرط الاول: يجب ان تكون هناك معلومات غير معلنة للكافة non-disseminated information:-

١٥- يمكن تعريف المعلومات، قدر تعلق الامر بقاعدة حظر التعامل الداخلي، بانها معطيات تتصل بوقائع او حوادث او تصرفات او ظروف غير متاحة لاطلاع المتعاملين المحتملين في سندات المصدر، وان كانت معلومة لفئة محدودة من الاشخاص ينبغي الادلاء بها تحقيقا لمبدأ العدالة بين

^١ ادناه النص الاصلي للقسم المذكور اعلاه:-

SEC.20A.(a) Private Rights of Action Based on Contemporaneous Trading-Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, non-public information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class.

^٢ د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١١٠.

^٣ والحق ان لهذا التأثير ما يبرره بالنظر الى ان الامر المتعلق بتشكيل السوق المؤقتة للاوراق المالية قد اعد من قبل سلطة الائتلاف المؤقتة وبصياغة قانونية تشبه الى حد كبير اسلوب معالجة التشريعات الامريكية للمسائل التي تتصدى لها بالتنظيم.

المتعاملين. وهذه المعلومات قد تتسم بالجدة المطلقة، وقد تتضمن تعديلا أو تحويرا أو تحديثا للمعلومات السابقة والمعروفة للجميع^١.

١٦- والمعلومات الداخلية، طبقا للمفهوم المتقدم، تختلف عن الاسرار والتي تعني بدورها اية معطيات يؤدي الادلاء بها الى الاضرار بمصالح مصدر السند أو صناعته أو تجارته، أو بمصالح احد الاشخاص المتعاملين معه كالمتعاقدين والزبائن والعملاء وما سوى ذلك^٢. ووجه الاختلاف بين النوعين المذكورين ان المعلومات الداخلية لا يؤدي الافشاء بها الى الاضرار بمصالح مصدر السند أو غيره بل يجب الافصاح عنها في اقرب وقت ممكن، في حين ان الافشاء بالمعلومات السرية يثير مسؤولية المفشي المدنية والجنائية^٣ لما يؤديه ذلك، وكما قدمنا، الى الاضرار بمصالح شخص ما أو اشخاص عدة أو الهيئة الاجتماعية التي ينتمي اليها المفشي. نخلص مما تقدم ان المعلومات الداخلية تتوافر على مفهوم اوسع من ان تنحصر باطار السرية في التعامل التجاري.

١٧- كما ان المعلومات الداخلية لها خصائصها المميزة عن معلومات الشركة. وتعني معلومات الشركة تلك التي وقف عليها مدراءها أو موظفوها من السوق أو من احد المتعاملين مع مصدر السند فاستغلوها لمنفعتهم الخاصة أو لمصلحة غيرهم بدلا من تمريرها للشركة، وذلك عن انتهاك لقاعدة عدم التضارب في المصالح،^٤ كتلك المعلومات المتعلقة بوجود صفقة أو مصلحة أو مزايدة أو مناقصة أو براءة اختراع وما عدا ذلك مما قد يتناهى الى مسامع مدير الشركة فيقدم على استغلالها لحسابه أو لحساب الغير بدلا من تمكين الشركة من استغلالها لمصلحتها^٥. ووجه الفرق بين النوعين المذكورين من المعلومات ان المعلومات الداخلية قد لا تؤدي الى الحاق اذى مادي بمصالح المصدر وان كانت تعود بالفائدة لمن استغلها، بخلاف المعلومات المستغلة التي كان يتعين على المدير ايصالها الى الشركة والتي قد تضعه في موقف تتضارب فيه مصالحه مع واجبه، ويفضي ذلك بالضرورة الى حرمان الشركة من فرصة محتملة في استغلالها تجاريا بغية تحقيق ربح مادي.

١٨- ويلزم، لقيام مسؤولية المتعامل، ان تكون المعلومات غير متاحة لاطلاع الكافة بان لا تكون قد نشرت بعد. اذ ان الهدف من اقرار هذه القاعدة هو وضع جميع المستثمرين في موضع المساواة^٦ في

^١ د. بلال عبد المطلب بديوي، المصدر السابق، ص ١١١.

^٢ تنظر في هذا الخصوص المادة (٢٢) من قانون البنك المركزي العراقي الصادر بالامر المرقم (٥٦) لسنة ٢٠٠٤، والمادة (٤٩) من قانون المصارف الاهلية الصادر بالامر المرقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤ واللذان تناولا السرية المصرفية. تنظر ايضا المادة (٤٣٧) من قانون العقوبات العراقي المرقم (١١١) لسنة ١٩٦٩ (المعدل) والمتعلقة بجريمة افشاء الاسرار.

ينظر عكس ذلك وفي ان المعلومات الداخلية تعد اسراراً د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٤٣.

^٣ انظر المادة (٤٣٧) من قانون العقوبات العراقي المرقم (١١١) لسنة ١٩٦٩ (المعدل) والتي تعاقب بالحبس مدة لا تزيد عن ثلاثة سنوات وبالغرامة أو باحدى هاتين العقوبتين كل موظف أو مكلف بخدمة عامة افشى سرا اطلع عليه بحكم وظيفته في غير الاحوال المصرح بها قانونا.

^٤ د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١٣١.

^٥ يعني التضارب في المصالح ذلك الوضع الذي يضع فيه مدير الشركة مصالحه في موقف متضارب مع واجبه قبل الشركة التي يعمل فيها. تنظر في هذا الخصوص الفقرة (٣) من المادة الاولى من القانون المدني العراقي والتي تنص على ان احد اهداف القانون هو " حماية حاملي الأسهم من تضارب المصالح ومن سوء تصرف مسؤولي الشركة ومالكي أغلبية الأسهم فيها، والمسيطرين على شؤونها فعليا".

^٦ للتفصيل انظر اطروحتنا للدكتوراه (باللغة الانكليزية)، "مدراء الشركات في القانون العراقي وولائهم المجزا: دروس مستمدة من القانون الانكليزي"، اطروحة قدمت الى جامعة Bangor في المملكة المتحدة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في قانون الشركات، ٢٠١٥، ص ١٣٢ وما بعدها.

^٧ Warren III, op cite, P.10٥٨.

في الاستفادة من المعلومات ومن ثم في اتخاذ القرار المناسب بشأن استغلالها من عدمه، ولا يتحقق هذا المقصد اذا كانت المعلومة محدودة الاطلاع بان لا تكون قد نشرت بعد على جمهور المتعاملين في السوق. ولعل هذا هو السبب الذي حدى بالمشرع لان يلزم الشركة بالافصاح عن اي امر قد يكون له اثر على اسعار سنداتهما، ويجازي بالمنع من التعامل كل من استنثر بالمعلومات غير المنشورة لمصلحته الخاصة^١.

ويراد بالعمومية اطلاع المتعاملين في السوق على المعلومات ذات العلاقة، وليس اطلاع فئة محدودة من الاشخاص،^٢ او اعضاء الشركة فحسب^٣، فقد يعلم جميع هؤلاء بامر ما قد لا يكون متاحا لاطلاع بقية المستثمرين في سوق الاوراق المالية، كما لو اعلنت الشركة لاطلاعها في تقريرها السنوي او في اجتماع الهيئة العامة للشركة ان هناك معدات حديثة ستدخل الخدمة وستزيد من معدلات الانتاج، ذلك ان هذا الاعلان قد انصرف الى فئة من الاشخاص دون غيرهم من بقية المتعاملين في السوق. من هنا نرى بان ما نصت عليه التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ من لزوم ان تكون المعلومات غير "...متوافرة لعموم الجمهور..."^٤ شرطا لاعمال الجزاءات المقررة بحق المتعامل ينصرف الى جمهور المتعاملين في السوق لا الى جمهور المواطنين بوجه عام، ذلك ان العلة من اقرار القاعدة موضوعة البحث هو ضمان المساواة بين المتعاملين في سوق الاوراق المالية وفي حقل نشاط الشركة لا الى الجمهور بوجه عام والذي قد لا يعبا بهذه المعلومات. وينبغي ان لا ينصرف العلم الى العلم الفعلي بالمعلومات وانما امكان العلم بالامر والذي يتحقق باتاحة المعلومات لاطلاع الاشخاص، لان القول بالعلم الفعلي يفرض على المصدر التحقق من وصول المعلومات حقيقة الى من يهمه امر الاطلاع عليها وهو ما قد يشق على مصدر السند ويعجزه عن الايفاء بهذا المتطلب القانوني^٥.

وتتحقق هذه العلانية بآية كيفية تفضي الى هذه النتيجة . فقد يجري ذلك باتباع وسائل الاعلام المقروءة او المسموعة او المرئية او الانترنيت او طرح المعلومات في اجتماع عام او مؤتمر^٦ متاح فيه للمتعاملين الالمام بما عرضت فيه من مسائل. وقد يتحقق النشر في المجلات والنشرات المالية والتجارية المتعلقة بنشاط اقتصادي ما طالما انها تتيح للمهتمين بحقل معين من النشاط الاقتصادي من الالمام بامر ما^٧. وفي هذا الخصوص، تنص المادة (١٧) من التوجيه الاوربي المرقم 79/279/EEC في ١٩٧٩/٣/٥ على الاتي:-

" ١- المعلومات التي لمصدري الاوراق المالية المعترف ادراجهم بصورة رسمية في دولة عضو مطلوب منهم ان يتيحوها للعامّة ويجب ان تنشر في جريدة واحدة او اكثر توزع من خلال الدولة العضو او توزع على نطاق واسع فيها او يجب ان تتاح للجمهور اما بصورة مكتوبة في الاماكن المشار اليها في الاعلانات التي سيتم نشرها في جريدة او اكثر موزعة في الدولة العضو او موزعة على نطاق واسع فيها او بآية وسائل معادلة ومعتمدة من قبل السلطات المختصة.

¹ Gevurtz, op cite, P.٧٢.

^٢ د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٤٥.

³ R. D. Jooste, 'Insider Dealing in South Africa- the Criminal Aspects' (1990) 4 (1) De Ratione 21, P.٢٥

^٤ تنظر الفقرة (١) من التعليمات المذكورة.

^٥ قارن مع د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٤٥.

⁶ Marc I. Steinberg, Insider Trading, Selective Disclosure, and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis' (2001) 22(3) U. Pa. 1. Int'l Econ. L 635, P. ٦٥٥ .

⁷ Jooste, op cite, P.٢٥

٢- ان المعلومات المشار اليها في الفقرة (١) يجب ان تنشر بلغة رسمية او لغات، او في واحدة من اللغات الرسمية او في لغة اخرى شريطة انه في الدولة العضو المعنية يجب ان تكون اللغة او اللغات او لغة اخرى متعارف عليها في المجال المالي ومقبولة من قبل السلطات المختصة".

والظاهر من التمعن بدراسة المادة المتقدمة انها لم تعن ببيان طريقة معينة للاعلان وتركت ذلك الى تشريعات الدول الاعضاء، والقيد الوحيد الذي يرد على ذلك هو ان يتمخض عن الاعلان وصول المعلومات المهمة الى جمهور المتعاملين. وقد سارت على هذا النهج التعليمات التي اصدرتها هيئة الاوراق المالية الامريكية التي اشارت الى طرائق عدة للاعلان منها ولم تحظر على المصدرين اعتماد اكثر من طريقة واحدة. ومن هذه الطرائق: (١) البيان الصحفي press release الذي يتاح عبر القنوات المتعارف عليها، او ان يتضمن اشارة الى الموقع الالكتروني الذي يحتوي على تفاصيل الموضوع او المؤتمر الصحفي الذي سيوضح الامور لجمهور المستثمرين ، وقد يتضمن البيان زمان ومكان عقد المؤتمر وكيفية الدخول اليه. (٢) المؤتمر الصحفي الذي يجب ان يكون مباحا لاشتراك جمهور المستثمرين شريطة ان يتاح لهم الرد على الاستفسارات الواردة فيه بغية تجنب اي غموض بشأن ما تطرح فيه من مسائل. (٣) شبكة المعلومات الدولية (الانترنت)، على انه ليس بكاف ان يضع المصدر المعلومات الجوهرية على صفحته الرسمية لاحتمال ان لا يكون بعض من المستثمرين على اطلاع منتظم عليها^١.

١٩- ولا مقابل لهذا النص في التشريع العراقي الذي لم يتعرض الى وسيلة الاعلان عن المعلومات بحكم عدم تنظيمه للقاعدة في متن قانون الشركات. كما ان القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية الصادر بالامر المرقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ قد اكتفى بالنص على الزام المصدر بالكشف العلني عن البيانات المالية، بينما قدمت الفقرة (١) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية رقم (٨) لسنة ٢٠١٠ بعض التوضيح لمفهوم الكشف العلني للمعلومات حينما ان يجري الاعلان "... بوسائل الاعلام المتاحة...."^٢ دون ان يحدد مدلول وسائل الاعلام، فيما تناولت التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ طرائق الاعلان بتلك التي تجريها هيئة الاوراق المالية او السوق او اية وسيلة اعلان عامة. والمراد بوسائل الاعلان الاخرى المقرونة والمسموعة والمرئية كالصحف والمجلات والتلفاز والاذاعة، وقد يشمل ذلك النشر في شبكة المعلومات الدولية (الانترنت).

الشرط الثاني: ان تكون المعلومات دقيقة Precise Information :-

٢٠- وهذا الشرط مستمد من القانون الفرنسي الذي استقر على تمييز المعلومات الداخلية من الاشاعات rumours^٣ والتي يغلفها طابع الكذب او المبالغة في اقل تقدير بشأن امر ما والتي قد تسفر عنها نتائج غير متوقعة وقد يستتبع ذلك خسائر مالية محققة. والعلة في استبعاد الاشاعات، وما قد يلحق بها من توقعات صحفية واستنتاجات شخصية، انها تتقاطع مع مفهوم المعلومات بحد ذاتها

¹ Steinberg, op cite, P. 65.

^٢ تنظر الفقرات ((٥-هـ) و (٦-ا) و (٦-د) من القسم الثالث من القانون المذكور.

³ Gevurtz, 'op cite, P.74; Warren III, 'op cite, P.10٦٠.

ينظر ايضا د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٤٦.

والتي ينبغي ان تحمل معاني الصدق والحقيقة في طياتها. ويلاحظ، من جانب اخر، ان الاشاعات تعد من الامور التي لا يكاد يخلو منها اي نشاط تجاري، فلو اننا رتبنا نتائج قانونية على ذلك لادى ذلك بلا ادنى شك الى التضيق من نطاق حرية الاشخاص في ممارسة التجارة. وانتشار الاشاعات، من جانب ثالث، قد يسفر عنه مجرد تغير مؤقت في الاسعار يتوقف بمجرد اكتشاف زيفها، وليس هذا مقصد المشرع من تحريم التعامل الداخلي والذي ينصرف الى التغير المستمر والثابت في اسعار السندات^١ بسبب حدوث امر اصاب الوحدة الاقتصادية او السوق او الاقتصاد العام ينبغي ان يكون ذو طبيعة دائمية لا سبيل لزوالها في القريب العاجل. الا ان المعلومات المتصلة بالمفاوضات^٢ تعد حقيقة لا اشاعة ولو لم يسفر عنها ابرام صفقة تجارية.

٢١- وعلى خلاف النهج المتقدم، ذهب القضاء الامريكي في قضية *Texas Gulf Sulfr* في قضية تتلخص وقائعها بان تعاملنا نشأ عن مجرد اشاعة عن اكتشاف نحاس من قبل شركة. وقد عدت المحكمة هذه الاشاعات بمثابة معلومات داخلية يسأل عنها من استغلها لمنفعته^٣. ولا يتعارض هذه السابقة القضائية مع قانون تداول الاسهم الامريكي لعام ١٩٣٤ الذي لم يستلزم في القسم 20A منه ان تكون المعلومات دقيقة، وجل ما يبتغيه هو ان يتدفق امر ما غير معلن عنه من قبل مصدر السند الى اشخاص محددين يتعاملون على اساسه بسنداته. ويستخلص من مسلك القانون الامريكي انف الذكر انه ينزع نزعة شخصية تقوم على مواجهة اي استغلال غير مشروع من قبل البعض لما يحمله هذا التصرف من مخالفة ظاهرة لحكم القانون بغض النظر عن مدى صحة الامر ذاته. فيما ينزع التوجيه الاوربي نزعة موضوعية تستهدف مجابهة الانتهاك الفعلي لحكم القانون من شخص استغل بالفعل معلومات لو اتيحت للجميع لاثرت حتما في سعر تداول السندات المالية. ولعل ما يدعم تصورنا المتقدم ان القانون الامريكي قد استعمل معيار المعلومات الجوهرية *material information* والذي يستلزم الخوض في تحليل وقائع القضية للوقوف مدى تأثيرها على قرار المستثمر المعقول لو وجد في ظروف التعامل الداخلي، بخلاف التوجيه الاوربي الذي استعمل تعبير معلومات مؤثرة *Significant effect*^٤ والذي هو وصف ملازم للتغير المحتمل الذي قد يحصل في اسعار السندات كنتيجة ملازمة لنشرها.

٢٢- بالمقابل، لم تتضمن التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ المتعلقة بالمعلومات الداخلية أية اشارة الى هذا المتطلب رغم اهميته في تقرير مسؤولية الاشخاص المطلعين. بيد ان الفقرة (٥/٦/٦) من القسم الثالث من القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية المرقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ قد سدت هذا القصور حينما نصت على انه " للشركة ان تمتثل لكافة المتطلبات التي يفرضها السوق لاستمرار التعامل بمثل تلك الاوراق في السوق على ان تكون كافة المعلومات المقدمة من الشركة دقيقة وموضوعية"^٥. والنص المتقدم بعد هذا يستبعد صراحة الاشاعات والتخمينات وما سوى ذلك من مسائل قد لا ترقى الى وصف المعلومات الدقيقة.

٢٣- وايا كانت طبيعة الامر الذي يثير مسؤولية الشخص عن انتهاك قاعدة منع التعامل الداخلي فانه ينبغي ان تنصب المعلومات على وقائع او تصرفات معينة^٦ تتصل بالشركة او بقطاع محدد من

^١ د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٤٦ - ١٤٧.

^٢ Warren III, op cite, P.10٦٠.

^٣ Gevurtz, op cite, P.٧٤.

^٤ Warren III, op cite, P.10٦٠.

^٥ لا يخفى على القارئ اللبيب الركاقة في صياغة النص المتقدم والذي ابتدا بكلمة "للشركة". واللام للجواز وليس للوجوب والالزام. وقد كان يحسن بالمشرع ان يستعمل تعبير "على الشركة" للدلالة على التزام الشركة في الايفاء بهذا المتطلب.

^٦ د. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالافصاح عن المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية : دراسة مقارنة في القانونين المصري والاماراتي، درار النهضة العربية، ٢٠٠٦، ص ١٠٩.

النشاط الاقتصادي. فيخرج عن ذلك المؤشرات العامة غير الواضحة او المحددة، كالنصيحة المجردة advice او التوجيه الذي لا يتضمن تمرير معطيات محددة، كان يقول مدير شركة لصديقه "انصحك بشراء اسهم شركة (ا) الا انني لا استطيع ان اقدم لك اية توضيحات اخرى"^١، لان مثل هذه النصيحة لا تتضمن نقل معطيات معينة منسوبة الى الوحدة الاقتصادية او السوق برمتها. كما ان التنبؤات forecasts لا تعد معلومات محددة كأن يتنبأ شخص بان الشركة في ضوء ادائها الاقتصادي المتواضع وخططها المستقبلية المرتبكة قد تمنى بخسارة^٢ او قد تحقق ربحا وفيرا فيما لو تلقت دعما ماليا من مصرف^٣.

الشرط الثالث: ان تتصل المعلومات بورقة مالية the Information must connect with a Financial Instrument :-

٢٤- ان العلة في تحريم التجارة الداخلية تبدو فيما تسببه من ضرر يلحق ببقية المتعاملين في الاوراق المالية^٤ وبسمعة السوق والثقة التي يوليها به جمهور المتعاملين، وهو ما يقتضي ان تكون للمعلومات صلة بورقة مالية يجري تداولها في اسواق الاوراق المالية المعترف بها قبل سلطات الدولة. ولم يعرف التوجيه الاوربي السندات المالية سوى في انه يتطلب ان تكون قابلة للتداول. وقابلية السند للانتقال ببسر من شخص لآخر تعد امرا لازما لضمان تداوله في سوق الاوراق المالية ببسر. وايا كان الامر، فقد احال التوجيه انف الذكر في تبيان مدلول السندات القابلة للتداول الى التوجيه الاوربي المرقم 93/22/EEC في ١٠/٥/١٩٩٣^٥. وبالرجوع الى التوجيه الاخير يبين ان المراد بالسندات المالية الاسهم والسندات الاخرى المعادلة لها في الشركات، وسندات الدين bonds واية اشكال من الديون المضمونة securitized debt قابلة للتظهير في اسواق راس المال واية سندات تعطي حق اكتساب سندات قابلة للانتقال من خلال المشاركة او التداول او تثير تسويات نقدية باستثناء سندات الدفع (الاوراق التجارية)^٦.

٢٥- والتعريف المذكور يستوعب عددا من السندات اكثر مما تعرض له القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية العراقي الصادر بالامر المرقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ والتي حددت مفهوم السندات " بانها اسهم تجارية ذات قيمة مالية، ومن ضمنها اسهم الشركات المساهمة او الاموال المشتركة، الحكومية او التي تصدرها الشركات، حقوق بيع السندات، وحدات شراكة محدودة او اية اشكال استثمارية اخرى"^٧. وينطوي التعريف المتقدم على قدر من الغموض والتناقض مع الواقع القانوني العراقي، ذلك ان سندات الشركات المدنية والتي يحكمها قانون الشركات العراقي المرقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ لا يمكن نعتها بالاسهم التجارية لانها لا تصدر عن مؤسسة تحترف العمل التجاري. ويؤخذ على التعريف المتقدم، من جانب اخر، انه قد اورد عددا من السندات التي لم يتعارف الواقع العملي العراقي على التعامل بها، والواقع ان اسواق الاوراق المالية العراقية لا تتعامل في الوقت الحاضر سوى في الاسهم والسندات التي تصدرها الشركات ومؤسسات الدولة. لذا كان يحسن بالمشروع ان يحدد معنى كل سند مستحدث لئلا يثير ذلك غموضا في المعنى وصعوبة في التطبيق. ويلاحظ على التعريف، من جانب ثالث، انه قد تجنب حصر السندات التي يصح التعامل

^١ Jooste, op cite, P.٢٦

^٢ د. بلال عبد المطلب بديوي، المصدر السابق، ص ١٠٩.

^٣ د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١٣٢.

^٤ د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١٣٢.

^٥ تنظر الفقرة (٣) من التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣.

^٦ تنظر الفقرة (٤) من المادة الاولى من التوجيه الاوربي المرقم 93/22/EEC لعام ١٩٩٣.

^٧ تنظر الفقرة (١٥) من القسم الاول من الامر المذكور.

بها في سوق الاوراق المالية وترك ذلك الى ما قد يكشف عنه تطور النشاط الاقتصادي من سندات استثمارية جديدة.

ويفضل على هذا النص التعريف الذي جاءت به الفقرة (١١-١) من النظام الداخلي لسوق العراق للاوراق المالية لعام ٢٠٠٨ والتي تنص على ان المراد بالاوراق المالية "شهادات قابلة للتداول تمثل قيمة مالية بما في ذلك من اسهم الشركات المساهمة او صناديق الاستثمار المشتركة او السندات التي تصدرها المؤسسات او الحكومة او مشتقات الاوراق المالية على اساس القيمة الاساسية للورقة المالية القابلة للتداول او لمجموعة تلك الاوراق او للمؤشر الخاص بها". ويمكن تعريف السندات المشتقة التي لا تتعامل بها سوق الاوراق المالية العراقية في الوقت الحاضر بانها سندات تجسد عقودا تعطي لاصحابها الخيار في بيع او شراء سندات في المستقبل القريب^١. وتناظر هذه السندات

^١ ظهرت السندات المشتقة للمرة الاولى في الولايات المتحدة الامريكية عام ١٩٧٣ ولها بورصات خاصة للتعامل بها كبورصة شيكاغو. ويستهدف التعامل بالسندات المشتقة التي تحقيق عامل التحوط hedging من احتمال تقلب اسعار السندات التي محلها بضائع او سلع او قيم نقدية ارتفاعا او انخفاضاً فيلجأ المتعاملون الى ابرام هذه الطائفة من العقود بغية تجنب التعرض لاية خسائر جراء ذلك. وقد شاع التعامل بالسندات المشتقة في الاسواق الاوربية والامريكية بسبب المزايا التي تتحلّى بها في الحد من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر وما يؤديه التحوط من خفض كلفة ابرام العقود والتيسير من ابرامها والتقليل من عنصر التردد في التعامل بها على خلاف ما عليه الحال في العقود فورية التنفيذ spot contracts. والواقع ان لا سبيل لحصر هذه الادوات المالية لان ظهورها يرتبط بتطور وتعقد المعاملات التجارية، الا ان بالامكان تبين اهم صور هذه السندات بايجاز وعلى النحو الاتي:-

١-العقود الاجلة forward contracts :- وهي التي تنصب على بيع او شراء بضائع في وقت مستقبل محدد، يسمى بميعاد التسليم، بسعر محدد سلفاً. ويفرض هذا العقد على الطرفين (البائع والمشتري) التزاماً مؤكداً بالبيع والشراء في المستقبل، الا انه لا يقع تسليم البضائع الا عند حلول الاجل المتفق عليه في العقد، بخلاف ما عليه الحال في العقود فورية التنفيذ. وعند حلول هذا الاجل يعد مقدار الزيادة او الانخفاض في الاسعار هو الربح الذي سيحصل عليه احد الطرفين او الخسارة التي تم تجنبها. ويبدو عنصر التحوط في هذه العقود فيما يؤديه من التقليل من نسبة الخسائر التي كان سيتعرض لها كل طرف فيما لو ابرم احد العقود الفورية من دون ان يزيلها بصورة نهائية. فالفلاح الذي يبيع محصوله في شهر نيسان بسعر اساس معين واجب التسليم في شهر تموز (يوليو) من العام نفسه يكون قد نقل عبء الخسارة المتأتية من احتمال انخفاض السعر في شهر تموز ويصدق الفرض نفسه بشأن البائع.

٢-العقود المستقبلية Future contracts :- وهي عقود تنفذ في المستقبل القريب تمنح صاحبها الحق في بيع او شراء كمية من الاوراق المالية نظير اداء تامين عادة ما يتجاوز ٢٠% من قيمة الصفقة يسلم الى غرفة المقاصة مقابلاً لاحتمال عدم اجراء البيع او الشراء. ولا تكاد تختلف هذه الطائفة من العقود عن العقود الاجلة سوى في ان تسوية التعاملات بين الطرفين تجري بصورة يومية، وفيما تنسم به من نمطية في شروط ابرامها مما يمنحها خصيصة القابلية للتحويل الى الغير ببسر، وفي خضوعها لنظام غرفة المقاصة كما سيأتي بيان ذلك بعد قليل وهو ما يجعل التعامل بها اكثر شيوعاً من سابقتها. وينصب محل هذه البضائع على الاصول المالية والبضائع والمنتجات الزراعية والعملات الاجنبية والسندات المالية. وينبغي ان يتوافر في محل هذه السندات خصيستان: الاولى، التقلب في محل العقد وهو ما يبرر اللجوء الى هذا العقد والقائم على مبدأ التحوط. والثانية، التجانس بين الوحدات التي يتألف منها محل العقد كأن تكون من الاشياء المثلّية (كالاسهم والسندات في سوق الاوراق المالية والقطن والبتروول في بورصات السلع) والتي من شأنها ان تزيل اي نزاع بشأن الاسعار قد ينشأ مستقبلاً بين الطرفين. ويجري في هذه العقود تحديد حددين اعلى وادنى للسعر الذي سيجري البيع والشراء بمقتضاه لضمان عدم حصول تغيير غير مألوف في الاسعار وفقاً للتنبؤات ولضمان استقرار الاسعار في مواجهة المعلومات الجديدة. وقد يجري تغيير هذه الاسعار يومياً وفقاً لمحددات سعرية جديدة، كما قد تسمح بعض الاسواق بحصول تغيير في هذه الاسعار في اوقات معينة من اليوم الواحد. ولا يتم في هذه العقود تسليم البضائع الا بعد غلق الحساب اليومي بين الطرفين الذي يجري من خلال التسوية النقدية او المادية (مبادلة البضائع بغيرها). وتضمن غرف المقاصة

في بعض اسواق السلع ما تعرف بسندات "الفليارة" filie're وهي عبارة عن امر مكتوب صادر من البائع الى امين المخزن الذي يستودع عنده البضائع (كالقطن وما عداها) يطلب منه تسليمها الى المشتري او حامل السند والا تحمل الامين فرق سعر البضاعة وقت التصرف بها^١. وقد سميت هذه السندات بالمشتقة لان محلها ينصب على التعامل بسندات موجودة لدى احد اطراف التعامل.

clearinghouses وفاء الطرفين بالتزاماتهما. وغرفة المقاصة عبارة عن مؤسسة مستقلة تضم في عضويتها جميع السماسرة في هذه العقود (عادة ما يكون هؤلاء من المصارف التي لها تعامل مع عملائها من المستثمرين في هذه الصفقات). ويتجسد ضمان غرفة المقاصة في التزامها باداء اي فرق في الاسعار قد ينشأ جراء نكول احد الطرفين عن الايفاء بالتزامه التعاقدى والذي قد ينشأ جراء تعرضه لخسائر متلاحقة لا يغدو على اثرها قادرا على الوفاء بما عليه من التزامات اللهم الا اذا بادر الى بيع العقد قبل التعرض لهذه الخسائر. ويصار الى تغطية فرق الاسعار بين السعر المتفق عليه في العقد والسعر الذي باع به البائع بضاعته جراء نكول المشتري عن الشراء من قبل غرفة المقاصة من مبلغ الهامش الحسابي لطرفا العقد، والذي يبلغ مقداره كما قدمنا ٢٠ % من قيمة الصفقة، من خلال الهامش الحسابي لعضو الغرفة. ويخضع هذا الهامش الحسابي الى رقابة غرفة المقاصة التي تملك سلطة الرقابة على الوضع المالي للسمسار، فيما يخضع الهامش الحسابي للعميل الى رقابة السمسار ذاته. ويجري تقييم كفاية الهامش الحسابي لوفاء ما على المتعاملين من التزامات بصورة يومية، ومتى ما نقص حساب الزبائن عن الحد المقرر وفقا لقواعد الغرفة وجب استكماله وقد يقوم السمسار بتصفيته وغلق حساب العميل لديه حتى يوفي الاخير بهذا المتطلب.

٣- عقود الاختيار options:- وفيها يمنح الخيار لاحد اطراف التعامل (البائع او المشتري) في ان يشتري او ان يبيع سندات معينة في المستقبل بالسعر المتفق عليه او بسعر المنافسة او بسعر التنفيذ في/ او قبل ميعاد محدد. وتخلق هذه العقود لاصحابها حقوقا دون ان تفرض عليهم التزامات. ويبدو عنصر التحوط في هذه العقود فيما يملكه صاحب الخيار من حق استعماله في غضون المدة المحددة فيه على وفق مقتضى مصلحته بخلاف محرر الخيار الذي يبقى ملتزما بالبيع او بالشراء الى حين انقضاء الاجل المحدد، خلافا للعقود المستقبلية التي تلزم اصحابها بما ورد فيها من شروط ما لم يبادروا الى تحويلها للغير قبل انتهاء الاجل المدد فيها. وجل ما يتحمله مشتري السند من خسارة عند عدم استعماله للخيار هو فقدانه لمبلغ القسط الذي دفعه عند ابرام العقد. وتضمن غرفة المقاصة حسن وفاء محرر السند بالتزاماته على وفق الاحكام التي بسطناها في العقود المستقبلية. تجدر الاشارة اخيرا الى ان مقدار الربح او الخسارة، الذي يمثل الفرق بين السعر الوارد في السند والسعر وقت استعمال الخيار، لا يتحدد الا عند حلول ميعاد الخيار او ممارسته من قبل صاحبه.

٤- عقود المبادلة swap contracts:- وهي عقود تغطي مبادلات بسندات او عملات اجنبية او او معدلات فائدة تجري لاحقا في فترات شهرية او ربع او نصف سنوية. وتتسم عقود المبادلة بانها ملزمة لاطراف التعامل وان تنفذها لا يجري بصورة يومية خلافا للعقود الاجلة. وتستهدف عقود المبادلة التحوط من تقلبات اسعار الصرف للعملات الاجنبية كما انها تمنح المتعاملين في اسواق البورصة الفرصة للحصول على تمويل باسعار منخفضة وفقا للظروف التي تلائم الاسواق الدولية، واخيرا تتيح هذه العقود للمؤسسات المالية توظيف الفائض عن حاجتها من العملات غير المطلوبة في الوقت الحالي في استثمارات مضمونة.

للتفصيل انظر :-

Roberta Romano, 'a Thumbnail Sketch of Derivative Securities and their Regulation' Maryland Law Review vol. 55 (1) PP.2-46.

انظر ايضا جمال عبد العزيز العثمان، الافصح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٠، ص ٨٧ وما بعدها، امال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مبادلة الاصول المالية المنقولة swaps، الاسكندرية منشاة المعارف، ٢٠٠٤، ص ١٢.

^١ واذا لم تسلم البضائع بمقتضى سند الفليارة عينا او يؤدي فرق سعرها نقدا فان البورصة تقتطع قيمتها من التأمين او الغطاء النقدي المقدم عنها والذي يكيف على الراي الراجح بانه وفاء معجل تحت الحساب. للتفصيل انظر:-

د. علي العريف، شرح القانون التجاري المصري، ج ١، ط ٢، مطبعة احمد مخيمر، ١٩٥٩، ص ٤١٩، د. اكثم امين الخولي، العقود التجارية، القاهرة، مطبعة نهضة مصر، ١٩٥٧، بند (٧٣)، ص ٨٥.

والسندات المشتقة تكون قابلة للتداول في السوق شأنها في ذلك شأن اية سندات مالية اخرى، وبهذا يمكن تصور ان تكون المعلومات المتعلقة بها محلا للتعامل الداخلي شأنها في ذلك شأن بقية الاوراق المالية. بيد ان التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ والموسومة (تداولات الاشخاص المطلعين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الاوراق المالية) قد قصرت احكامها على النوع المذكور من الشركات دون الشركات المحدودة وغيرها من المؤسسات الاخرى التي رخص لها القانون اصدار سندات مالية، رغم ان علة الحكم ومبرراته تقتضي ان يمتد الى جميع التعاملات التي يكون محلها سندات بصرف النظر عن المؤسسة التي تصدرها ومحل السند، لكي يغدو قاعدة عامة يجازى كل من ينتهك حكمها.

٢٦- وعلى اية حال، يصنف الفقه المعلومات الداخلية الى صنفين: المعلومات الداخلية internal information او معلومات المصدر، ومعلومات السوق market information. وتعني المعلومات الداخلية تلك التي تنبع من الوحدة الاقتصادية ذاتها، كتلك المتصلة باصولها او ارباحها وانجازاتها والقيمة الاسمية للسند ومقدار ربحيته^١ واية حوادث او متغيرات قد تطرا عليها او تؤثر على وجودها. ويمثل نظام الافصاح العادل the Fair Disclosure Regulation الصادر عن هيئة الاوراق المالية الامريكية على المعلومات الداخلية المؤثرة في قيمة الورقة المالية بتلك المتعلقة بقرارات اصدار السندات، تخفيض راس مال الشركة، تقسيم السندات، التغيرات في الارباح، الدمج، شراء او بيع اعمال تجارية، انحلال الشركة (تصفيتها او اشهار افلاسها)، تسويق منتج جديد، الكوارث والاضرار التي تصيب الشركة، تغيير شخص المساهم الرئيس، الحوادث التي تؤدي الى شطب احد الاوراق المالية للشركة. وبوجه عام اية حوادث اخرى تتعلق بادارة الشركة او انشطتها او اصولها من شأنها ان تؤثر على اسعارها^٢. ولعل من اكثر المتغيرات وقوعا وتأثيرا على اسعار الاسهم وجلبا للتعامل الداخلي تلك المتعلقة باستحواذ شركة على اخرى^٣ ويتصل الصنف الثاني بما يعرف بمعلومات السوق والتي تنقسم بانها اوسع نطاقا من الصنف الاول من حيث انها ترتبط بظروف او حوادث لا تتعلق بالمنشأة الاقتصادية ذاتها، كتلك المتعلقة ببقية الشركات او صناعة ما او حتى الاقتصاد برمته، من ذلك قرار البنك المركزي بتغيير سعر الخصم^٤، او موت رئيس الدولة او اعلان الحرب^٥ او احتمال وقوعها^٦.

٢٧- ويستوعب التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ التصنيف المتقدم حينما عرف المعلومات الداخلية بانها تلك التي تخص "...مصدر واحد او اكثر لسندات مالية او لسند او اكثر من السندات المالية..."^٧، اي

^١ جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ١٣٥.

^٢ Gevurtz, op cite, PP.٧٣ -74; Steinberg, op cite, P. 563.

^٣ جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ١٤٦.

^٤ Warren III, op cite, P.10٦٢.

^٥ د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١٣٠.

^٦ Warren III, 'op cite, P.10٦١.

ومن المفارقات في هذا الشأن ان وزير الدفاع الاسرائيلي قد تعرض الى المسائلة القانونية بسبب قيامه ببيع اسهمه في احدى الشركات قبيل اندلاع العدوان الاسرائيلي على لبنان عام ٢٠٠٦. نقلا عن جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ٣٣٦، د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١٣٠.

^٧ تنظر المادة الاولى من هذا التوجيه والتي جرى النص الانكليزي لها على النحو الاتي:-

"Inside information" shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more

انها المعلومات التي تخص شركة او اكثر وقد تتعلق بقطاع اقتصادي كامل او ربما يمتد الى السوق برمته. وقد اخذ بعض من الفقه على هذا التعريف الواسع تجاهله لحقيقة ان من العسير النظر الى تأثير المعلومات على السند بمعزل عن بالشركة التي اصدرتها^١. وعلى اية حال فقد يكون مرد هذا التعريف الواسع للمعلومات الداخلية رغبة التوجيه في التعويل على وظيفة السوق في منع اية اساءة^٢ الى التجارة العادلة اكثر من اهتمامه بحماية شركة او مجموعة من المستثمرين. حري بالبيان ان التوجيه الاوربي لم يرتب اثرا على التصنيف المتقدم للمعلومات وسأوى بين المعلومات المتدفقة من الشركة او من غيرها، في حين ان الصنف الاول من المعلومات هو الذي يستقطب اعمال قاعدة منع التعامل الداخلي بمقتضى القانون الامريكي^٣، سندنا في ذلك نص القسم 20A من قانون تداول السندات الامريكي لعام ١٩٣٤ الذي اشار صراحة الى ان المراد بالمعلومات المؤثرة تلك التي تنصب على "... سندات من الصنف ذاته". ويكشف التمعن في نصوص التعليمات التي اصدرتها هيئة الاوراق المالية العراقية التزامها بنهج القانون الامريكي سالف الذكر، وهو ما يدعمه التعريف الذي اتت به التعليمات المذكورة للاحداث الجوهرية والتي تستوجب الافصاح عنها للسوق^٤ والتي تعني " اي قرارات استراتيجية وتطورات جوهرية واحداث هامة تؤثر على اداء ونشاط واستمرارية الشركة وتؤثر بشكل مباشر او غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق"، وهو ما يعني ان الحودث التي تكون محل تأثير على الشركة وتستوجب الافصاح عنها هي تلك التي ترتبط بالوحدة الاقتصادية فحسب. والواقع ان مسلك التوجيه الاوربي اقرب ما يكون الى تحقيق مقاصد قاعدة منع التعامل الداخلي من نهج القانونين الامريكي والعراقي بالنظر لما يوفره من حماية واسعة لسوق الاوراق المالية وللاقتصاد العام برمته بدلا من حماية المصالح الضيقة لمصدر السند.

الشرط الرابع: يجب ان تكون المعلومة ذات تأثير مهم (او جوهري) على اسعار السندات the Information Must Have a Significant Effect on the Prices of Financial Instruments:-

٢٨- ليس كل معلومات غير معلنه للشركة تتعلق بالوحدة الاقتصادية تعني بالضرورة انها معلومات داخلية، اذ ان القول بذلك ينطوي على فرض قيود باهضة على ممارسة مدراء وموظفي الشركة لانشطتهم المتصلة الاقتصادية عن خشية من ان تفسر بانها معلومات داخلية، بل ينبغي ان يكون هناك "احتمال" بان يسفر عن الاعلان عنها حدوث تغير في اسعار تداول السند ذي الصلة زيادة او نقصانا^٥، او التأثير على حركة تداوله. فيخرج عن اطار الوصف المتقدم للمعلومات المتعلقة بالموارد البشرية للشركة^٦، او تغيير موقعها الجغرافي. وتأثير المعلومات على سعر الورقة المالية قد ينصب على قيمتها او على حركتها التداولية في السوق وقد يشمل الاثرين معا. ويمكن تصور حدوث تغير في سعر الورقة المالية بالزيادة عند قرب اتخاذ قرار بتوزيع ارباح او فوز الشركة بمناقصة كبيرة، او الاعلان عن قرار باكتساب سندات المصدر، في حين ان القرار المتخذ بتغيير ادارة المصدر قد يفضي الى اضعاف تداول الورقة المالية في السوق من قبل المستثمرين الى حين

issuers of financial instruments or to one or more financial instruments...."

¹ Gevurtz, op cite, P.٧٥.

² Warren III, 'op cite, P.10٦٢.

³ Warren III, op cite, P.10٦١.

^٤ ينظر البند (ب) من الفقرة (٣) من التعليمات المذكورة.

^٥ ينظر جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ٣٤٣، د. بلال عبد المطلب بديوي، المصدر السابق، ص ١١٠.

^٦ د. بلال عبد المطلب بديوي، المصدر السابق، ص ١١٠.

اتضح اثر القرار. وقد تنخفض اسعار السندات عند نشر اخبار تتعلق بتعرض المصدر الى خسائر جسيمة او اقتراضه من المؤسسات المالية بغية سد العجز في ميزانيته او استغلال ارباح الشركة او احتياطاتها القانونية في اطفاء خسائرها. ويستخلص مما تقدم ان الاتجار المنهي عنه والذي يثير مسؤولية المتعامل المدنية هو ذلك الذي ينصب على بيع او شراء السندات المالية فحسب، فتخرج عن ذلك التصرفات القانونية التي لا تؤدي الى خروج السند من ملك صاحبه الى الغير كالرهن والوديعة والتأمينات التي قد تقديم شرطاً لاشتراك مالكيها في مناقصة عامة وما شاكل ذلك، والعلة في ذلك تكمن في عدم حصول المتعامل على منفعة جراء ذلك.

٢٩- وقد اختلفت التشريعات المقارنة في وصفها لمدى تأثير المعلومات الداخلية على قرار المستثمر المعقول فيما لو اعلنت لجمهور المتعاملين. فقد استعمل التوجيه الاوربي تعبير "تأثير هام" significant effect لوصف المعلومات الداخلية، في حين استعمل القانون الامريكي والقانون العراقي تعبير المعلومات الجوهرية material information^١. ووجه الاختلاف بين التعبيرين يكمن في ان التشريع الاوربي يعول، وكما قدمنا، على تأثير المعلومات على السوق بخلاف القانونين الامريكي والعراقي اللذان يعولان على تأثير المعلومات على تقدير وقرار المستثمر المعقول^٢. وقد كان قد اقترح في المجلس الاوربي في بادئ الامر اثناء المناقشات التي دارت بصدد تشريع توجيهه محل هذه الدراسة استعمال عبارة "تأثير جوهري" material effect الا انه ارتوي استعمال التعبير الحالي (تأثيراً مهماً) لوضوحه في الدلالة على المقصود ولانطواءه على توضيح اكثر للمفهوم.

٣٠- وبالمقابل، عرف القضاء الامريكي المعلومات الجوهرية في قضية *TSC Industries v. Northway* بانها "...تلك التي كان لها احتمال كبير في افتراض اهمية فعلية على قرار الاستثمار للمستثمر المعقول او، بدلاً عن ذلك، ينظر اليها من قبل هذا المستثمر بانها قد غيرت بصورة مهمة من مجموع الخليط من المعلومات المتاحة"^٣ فيما لو اعلنت بطريقة تجعلها متاحة للمستثمرين بوجه عام^٤. ويتحلل هذا المعيار الموضوعي (المستثمر المعقول)^٥ الى عنصرين: الاول ما اذا كانت المعلومات ستؤثر في قناعة المستثمر المعقول بحكم ما تنطوي عليه من اهمية وتأثير على قراره، والثاني: ما اذا كان من المحتمل ان تؤثر المعلومة على اسعار الاوراق المالية^٦.

٣١- ولعل في احجام التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١ عن تبين المعيار الذي يتعين مراعاته في تحديد مسؤولية الشخص عما يجب عليه العلم به عند تعاويه مع المعلومات الداخلية ما يمثل احد ابرز عيوب هذا التشريع الذي من شأنه ان يثير صعوبة في تحديد الاساس الذي تقوم عليه مسؤولية المتعامل، وهو ما يقتضي اللجوء الى احكام القواعد العامة في القانون المدني العراقي التي تعتمد معيار الرجل المعتاد^٧ المناظر للشخص المعقول في القوانين الانكلوسكسونية^٨. ووجه الركون الى

^١ ينظر القسم (20A) من قانون تداول السندات الامريكي لعام ١٩٣٤، الفقرة (١) من التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١.

^٢ Steinberg, op cite, P. ٦٤٨- 6٦٤.

^٣ 426 U.S. 438 (1976). Cited by Warren III, op cite, P.10٦٣.

^٤ Steinberg, op cite, P. ٦٥٢

^٥ د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٥٠.

^٦ Gevurtz, op cite, P.٧٤.

^٧ د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١٣١.

^٨ وفي هذا السياق تنص المادة (٢٥١) من القانون المدني العراقي على انه:-

"١- في الالتزام بعمل اذا كان المطلوب من المدين ان يحافظ على الشيء او ان يقوم بإدارته او كان مطلوباً منه ان يتوخى الحيلة في تنفيذ التزامه فان المدين يكون قد وفى بالالتزام اذا بذل في تنفيذه من العناية ما يبذله الشخص المعتاد حتى ولو لم يتحقق الغرض المقصود.

قواعد المسؤولية المدنية يتبدى في ان التعامل الداخلي هو في حقيقة الامر خطأ يسال عنه المتعامل مما يفرض على المحكمة التي تركز اليها بغية تحديد ما اذا كان بالامكان مسائلة المتعامل الداخلي عما صدر عنه من سلوك وذلك بمناسبة نظرها لدعوى المطالبة بفسخ العقد او التعويض عن الضرر الناجم من التعامل الداخلي. وقد اخذت المادة (٨٣/د) من مشروع قانون الاوراق المالية العراقي بنظر الاعتبار هذه المسالة حينما نصت على انه " يمنع الأشخاص الذي يحصلون على معلومات داخلية أو استشارة، سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، من الأشخاص والذين يعلمون أو يجب عليهم أن يعلموا أن هذه المعلومات سرية".

٣٢- ويختلف هذا التأثير الجوهري للمعلومات على قرار المستثمر من شركة لاخرى تبعا لاختلاف حجمها وعدد مساهميها وطبيعة نشاطها وحادثة تاسيسها ومدى تأثيرها في قطاع النشاط الاقتصادي ذي العلاقة، وهو ما قد يجعل من الصعوبة بمكان اعطاء تعريف محدد للمعلومات الجوهرية يستوعب كل الظروف الملازمة، وفي بيان مدى تأثيرها على اسعار الاوراق المالية^١ لارتباط ذلك، وكما بينا، بالمؤسسة الاقتصادية ذاتها.

وقد اخذ على هذا التعريف، من جانب، غلبة النظرة فيه الى المعلومات الجوهرية من منظور شخصي وان اعتمد معيارا موضوعيا قوامه تقدير المستثمر المعقول لاهمية ومدى تأثير الامر على اسعار سندات الشركة زيادة او نقصانا^٢، بالنظر للصعوبات التي تحيط بكيفية تحديد مسلك الرجل المعقول ذاته، ذلك ان ما يعتبر امرا جوهريا بنظر شخص قد لا يعتبر كذلك بنظر شخص اخر ارتباطا بعوامل اخرى كطبيعة المعلومات ذاتها ومدى صحتها وظروف السوق ومستوى خبرة الشخص ذاته. كما يعاب على هذا المفهوم، من جانب اخر، انه يحمل من السعة التي ترقى الى ان يغدوا مفهوما فضفاضاً قد يخلق صعوبتين: الاولى، صعوبة في تطبيقه على الدعوى من قبل القضاء الذي يتعين عليه تحليل سلوك المتعامل الداخلي ومقارنتها بمسلك المستثمر المعقول لو وجد في الظروف ذاتها. وتنشأ الصعوبة الثانية لدى المستثمر ذاته في تحديد ما اذا كان ينبغي عليه ان يمتنع عن التعامل او الكشف عن هذه المعلومات^٣. وازاء هذا الغموض الذي يغلف مفهوم "المعلومات الجوهرية"، اقدمت هيئة الاوراق المالية الامريكية على اعتماد سبعة مؤشرات موضوعية توضح مفهوم جوهرية المعلومات من ضمنها: (١) المعلومات التي تتصل بالارباح. (٢) الدمج والاكنتساب والمشاريع المشتركة والتغير في اصول المصدر. (٣) ظهور انتاج جديد او مكتشفات او تطورات تخص الزبائن او المجهزين. (٤) التغييرات في السيطرة او الادارة. (٥) تغيير مراقبي الحسابات. (٦) الحوادث المتعلقة بسندات المصدرين. (٧) الافلاس او الوصاية^٤.

وقد لجأت هيئة الاوراق المالية العراقية الى حل مماثل لما استقرت عليه نظيرتها الامريكية فيما تطلبته من لزوم توافر حد ادنى من البيانات لما ينبغي ان يتضمن الافصاح السنوي^٥، وزادت عليه بان وضعت تحديدا ماديا لما يعد جوهريا من الحوادث او الوقائع يبلغ ١٠% فاكثر^٦. والواقع ان هذا المعيار المادي لا يقوم على اساس سليم، ذلك ان الامر يختلف باختلاف الاحوال وشخص المتعامل

٢- ومع ذلك يكون المدين قد وفى بالالتزام اذا هو بذل في تنفيذه من العناية ما اعتاد في شؤونه الخاصة متى تبين من الظروف ان المتعاقدين قصدا ذلك.

¹ Beny, op cite, P.٧.

² Warren III, op cite, P.10٦٣.

³ Gevurtz, op cite, P.65.

⁴ Steinberg, op cite, P. 65٣.

^٥ تنظر تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (٨) لسنة ٢٠١٠ الصادرة عن الهيئة المذكورة.

^٦ تنظر الفقرة (٦) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (٨) لسنة ٢٠١٠.

ومقدار ما يحوزه من سندات: فقد تعد المعلومات جوهرية بالنسبة الى المستثمر حديث العهد في حين انها لا تعد كذلك بالنسبة الى المضارب المحترف، وقد لا يفضي الكشف عن المعلومات الى حصول ارتفاع كبير في اسعار السندات بالنسبة الى متعامل يمتلك عددا كبيرا من الاسهم وان كان سيجني جراء ذلك ارباحا طائلة، مقارنة بمتعامل اخر يملك عددا بسيطا من السندات على وجه لا تعد المعلومات جوهرية بالنسبة اليه. وينبغي ان لا تغيب عن الذهن حقيقة ما يثيره هذا المعيار من صعوبة في تحديد جوهرية كل عامل في حسابان هذه النسبة وطريقة وزنه بمعزل عن العوامل الاخرى. وقد كان يحسن بتعليمات الهيئة المذكورة، حسب تقديرنا، ان تعتمد التعبير الذي استعمله التوجيه الاوربي "التأثير الهام للمعلومات" سبيلا للتخلص من التعقيدات التي يثيرها تعبير المعلومات الجوهرية. ولعل الحسنة الوحيدة في هذا التحديد المادي هو انه استبعد من نطاقها تلك المتغيرات الطفيفة التي قد تحدث في المستقبل^١ والتي تمثل ظاهرة طبيعية ومالوفة تشهدها الاسواق المالية يوميا ولا تعد بحد ذاتها انتهاكا لقاعدة التعامل الداخلي.

٣٣- وليس بلازم، طبقا للتوجيه الاوربي، ان يتحقق التأثير فعلا في اسعار تداول السندات، بل يكفي ان يكون من الممكن ان يحصل ذلك، فتكون المعلومات مهمة متى ما كان "... من المحتمل ان يكون لها تأثير مهم على اسعار هذه السندات المالية ..."^٢. وعلى هذا فلا يتطلب التوجيه الاوربي، ان تؤدي المعلومات في حالة نشرها الى احداث تغيير محقق في اسعار السندات، بل يكفي في هذا الصدد ان يكون من "الممكن" ان يتحقق هذا الاحتمال في حالة نشر المعلومات ولو كان ذلك الاحتمال قائما في نظر ومخيلة المتعامل وحده، لان هذا الامر يرتبط بظروف السوق وطبيعة النشاط الاقتصادي والمعلومات ذاتها وعوامل اخرى قد لا تكون متوقعة.

٣٤- ولم يخرج التشريع العراقي عن نهج التوجيه الاوربي في الاخذ بالتأثير الاحتمالي للمعلومات على اسعار السندات حينما استعمل عبارة "... وقد تؤثر (اي المعلومات) على سعر الورقة التجارية عند الاعلان عنها"^٣. وحرف (قد) يفيد التوقع في المستقبل^٤ او التقليل او الشك او احتمال الوقوع وتأتي في الغالب مع الفعل المضارع . وبهذا المسلك الذي يبين منه ترجيحه لاحتمال حصول التغير في الاسعار على اشتراط لزوم حصول ذلك على وجه الحتم واليقين في المستقبل يكون المشرع العراقي قد احتذا حذو التوجيه الاوربي في نزعة الشخصية القائمة على ان علة تحريم الاتجار بالمعلومات الداخلية يتمثل بمجازات المتعامل عما صدر عنه من تصرف منهى عنه قانونا بسبب ما تضمنه من خرق لمبدأ المساوات بين المستثمرين في الاستفادة من معلومات السوق، بصرف النظر عن تحقق او عدم تحقق الربح المتوقع او الخسارة التي تم تجنبها من خلال هذا التعامل لاحتمال وقوع ظروف لا يد للمتعامل فيها قد غيرت من مجرى الامور التي يتوقعها

^١ د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٤٩.

^٢ انظر نص المادة الاولى من التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ باللغة الانكليزية وعلى النحو الاتي:-

"Inside information shall mean information of a precise nature ...which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments".

^٣ الفقرة (١) من التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١.

^٤ ينظر معجم المعاني الجامع، متاح على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت) بتاريخ ٢٠١٧/١٢/١ على الموقع الاتي:-

< <https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar> >

^٥ انظر معاجم اللغة العربية، متاح على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت) بتاريخ ٢٠١٧/١٢/١ على الموقع الاتي:-

< <https://www.maajim.com/dictionary/%D9%82%D8%AF> >

الشخص المعتاد. ولا ريب في ان هذا التوسع في المسؤولية من شأنه ان يضفي حماية معقولة للمستثمرين ولثقة في الاسواق على حد سواء^١

٣٥- والعبرة في تحديد مدى تأثير المعلومات على اسعار السندات هو وقت استغلالها، بمعنى وقت اصدار الامر من المتعامل الى الوسيط بالشراء^٢ لا وقت التعاقد او وقت الكشف العلني على المعلومات او حتى وقت حصول التغير الفعلي في الاسعار، فمن هذا التاريخ (اصدار الامر بالبيع او الشراء) تتحقق عناصر مسؤولية المتعامل عن انتهاك القاعدة موضوعة البحث.

الشرط الخامس: ان يكون المتعامل على علم بانه يستغل معلومات غير متاحة للكافة the Dealer must know that he is exploiting Nonpublic Information :-

٣٦- وهذا الشرط مستمد من القانون الانكليزي^٣، وينسجم تماما مع مفهوم التغير، الذي اعتمده القانون الامريكي^٤، ذلك ان التعامل المقترن بالعلم بوجود معلومات لم يطلع عليها المتعاقد الاخر ولم يتسن له اخذها بنظر الاعتبار بغية اتخاذ قراره بابرار الصفقة ليس سوى ضرب من ضروب الغش والتغريب^٥.

الا انه قد لا يشترط لعمال حكم القانون ان يكون المتعامل الداخلي على علم فعلي full knowledge انما يسأل عما كان ينبغي عليه ان يعلم ought to have known بالوقائع المرتبطة بانتهاك القاعدة على غرار ما يعرف بالعلم المفترض constructive knowledge. وعادة ما يكون الشخص على علم فعلي (حقيقي) بالمعلومات متى ما استقاها مباشرة من مصدر السند في الاحوال الذي يعمل فيها هذا الشخص لديه او تفرض عليه مهنته او واجبه الاطلاع على شؤونه كمدرء الشركة وموظفوها على نحو ما يعرف بالمتعامل الاصلي، في حين يصار الى اللجوء الى العلم المفترض حينما يجري الادلاء بالمعلومات من المتعامل الاصلي الى شخص اخر في ظل ظروف تحتم على الاخير ان يعلم بان المعلومات لم تصل بعد الى مسامع الجمهور دون ان يكون ملما بالشكل الكافي بالظروف المحيطة بالامر المفشى به^٦. ويجري القانون الامريكي على مجرى التوجيه التوجيه الاوربي في افتراض العلم بالوقائع^٧ بغية القاء المسؤولية على عاتق المتعامل. ويستخلص العلم المفترض او وجوب العلم من دراسة الظروف الملازمة للتعامل من ذلك قيام المتعامل بتلقي المعلومات من احد العاملين لدى المصدر، وعدم نشرها في احد طرق النشر المقررة قانونا، وعدم دراية بقية المستثمرين بالمعلومات وما الى ذلك من ظروف تحتم القول بان المعلومات كانت داخلية او محدودة التداول.

٣٧- بالمقابل، لم تتعرض التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ لشرط العلم المفترض او استطاعة العلم، وهو ما قد يدعونا الى القول بان هذا التشريع قد ابتغى ان يقيم مسؤولية المتعامل على اساس (العلم الفعلي)، ذلك ان مما يتجافى مع العدالة تحميل النص اكثر مما يحتمل وبناء الاحكام القانونية على

^١ جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ٢٤٦.

^٢ د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٥٠.

^٣ ولعل هذا ما يفسر اصرار المفاوضين البريطانيين على ادراج هذا الشرط في التوجيه الاوربي النافذ حاليا. انظر:-

Warren III, 'op cite, P.10٦٨.

^٤ Gevurtz, op cite, P.٨٧.

^٥ حري بالبيان ان العلم بالوقائع المحيطة قد لا يكون مرادفا للتغريب او الغش بمفهومهما العام في جميع الظروف، وان كان بعض من الفقه يرى بان مجرد اعطاء الامر للوسيط بالشراء او تنفيذ الصفقة عن علم بانه يشكل انتهاكا لحكم القانون يعد تغريبا بحد ذاته مما يستوجب المسائلة عنه. ينظر:-

Warren III, op cite, P.10٦٨.

^٦ تنظر الفقرة (١٨) من الاسباب الموجبة للتوجيه والمادة الرابعة منه.

^٧ Warren III, 'op cite, P.10٧٠.

^٨ Gevurtz, op cite, P.٨٨.

غلبة الظن والاستنتاج لان ذلك يصطدم بقاعدة ((يفسر الشك في مصلحة المدين))^١. والواقع ان اغفال هذا التشريع النص على وجوب العلم بالمعلومات ما يمثل احد نقائص هذا التشريع ومن شأنه ان يضعف من قدرته على مجابهة العديد من حالات الانتهاك للقاعدة موضوعة البحث والتي يحيطها ظروف تحتم العلم بان المعلومات المتوافرة لدى المستثمر داخلية لا يجوز التعامل بها حتى تعلن الى الجمهور.

الشرط السادس: ان يكون من شأن هذه المعلومات التأثير على قرار المستثمر (او وكيله) بحمله على شراء او بيع سندات لحسابه او لحساب الغير The dealer's decision must be influenced by the nonpublic information -:

٣٨- ويستخلص هذا الشرط ضمنا من مجازات التشريعات المقارنة المستثمر بالحرمان من المنفعة التي حصل عليها المتعامل الداخلي جراء خرق القاعدة موضوع البحث^٢، والتي تتبدى في اقتضاء فائدة مادية او تجنب ضررا ماديا كان سيصيبه جراء نشر المعلومات^٣. وقد حرص القانون الامريكي الامريكي على التاكيد على هذا الشرط صراحة^٤، فيما كان التوجيه الاوربي المرقم 89/592/EEC لعام ١٩٨٩ (الملغي) يشير الى هذا الشرط ضمنا في المادة الثانية منه والتي كانت تتطلب تحقيق فائدة taking advantage^٥. الا ان التوجيه الجديد لم يشر الى هذا المتطلب، والظاهر ان المشرع الاوربي ابتغى من وراء ذلك ان ينزع نزعة شخصية تستهدف مكافحة انعدام النزاهة في التعامل التجاري والاساءة الى السوق من خلال امعان النظر في السلوك ذاته وبصرف النظر عن المسائل المتعلقة بالربح المتحقق او الخسارة التي تم تجنبها جراء استغلال المعلومات الداخلية. بعبارة اخرى، تؤسس المسؤولية، بمقتضى التوجيه الجديد، على مجرد استغلال الشخص للمعلومة التي بحيازته بحد ذاتها في التعامل بالسندات المالية، فيجازى على خرقه لهذه القاعدة وان لم يحقق فائدة جراء التعامل بالمعلومات بسبب حدوث اية عوامل خارجية عن ارادته ترتبط بظروف النشاط التجاري.

٣٩- والواقع ان تحقيق الفائدة او تجنب خسارة محققة تعد شرطا لقيام المسؤولية المدنية لا الجنائية، لانها تتطلب اثبات ان المتعامل قد انتفع بالمعلومات لمصلحته الخاصة مما يقتضي تجريد الشخص مما حصل عليه من فائدة جراء ذلك. وقد تنشأ الفائدة المادية مباشرة من عملية التداول في السندات^٦ كالربح الذي ينشأ بعد الشراء بفعل ارتفاع اسعار السندات والناجم عن نشر معلومات ايجابية تتعلق بها، او الخسارة التي تم تجنبها بسبب بيع السندات قبل اطلاق الجمهور على الاخبار السلبية. وقد يحصل الشخص على المنفعة بصيغة عمولة او هدية او مكافئة او منفعة تتخذ كمقابل لتميرير المعلومات للغير^٧. بل اننا لا نغالي اذا ما قلنا ان المصلحة الادبية والمتمثلة بصلاة الزوجية والقرابة والمصاهرة والصدقة تعد بحد ذاتها فائدة متحققة للمتعامل جراء تمريره المعلومات لمن يمت اليه

^١ تنظر المادة (١٦٦) من القانون المدني العراقي.

^٢ تنظر الفقرة (١) من القسم (20A) من قانون تداول السندات الامريكي لعام ١٩٣٤.

^٣ Jooste, op cite, P. ٢٦; Gevurtz, op cite, P. ٨٥.

^٤ يقضي القسم (20A) من قانون تداول السندات الامريكي لعام ١٩٣٤ (المعدل) على الاتي:

"اي شخص ينتهك اي نص لهذا العنوان ... من خلال شراء او بيع سند اثناء حيازته لمعلومات جوهرية، غير معلنة يكون مسؤولا في دعوى في اية محكمة مختصة قبل اي شخص يكون، بصورة متزامنة مع الشراء او البيع الذي هو موضوع هذا الانتهاك، قد اشترى (حيثما يستند هذا الانتهاك الى بيع السندات) او يبيع (حيثما يستند هذا الانتهاك الى شراء السندات) سندات من الصنف ذاته"

^٥ تنظر الفقرة (١) من المادة الثانية من التوجيه الملغي.

Gevurtz, op cite, P. ٨٥.

^٦ Steinberg, op cite, P. 641; Warren III, op cite, P. 10٦٦.

^٧ Steinberg, op cite, P. ٦٤١.

بصلة ما. ومن المتصور ايضا ان يجني المتعامل فائدة محسوسة دون ان تترتب عليه مسؤولية قانونية كأن يعلم المستثمر بان اسهم الشركة ستتخفظ فيمتنع عن شراء اسهم اضافية ويتربص الى ما ستكشف عنه قادم الايام^١. بيد انه لا يمكن عد هذا السلوك السلبي انتهاكا للقاعدة لان القوانين المقارنة تتطلب منه القيام بعمل ايجابي ينطوي على استغلال فعلي لمعلومات الشركة الداخلية.

المطلب الثاني

النطاق المكاني لقاعدة منع التعامل الداخلي

Spatial scope of the Insider Dealing Rule

٤٠- الاصل ان يقتصر حظر التعامل الداخلي في اسواق الاوراق المالية النظامية^٢ التي يخضع التعامل فيها الى انظمة معينة تضمن الشفافية والعناية والمساوات للمتعاملين وتوفر حماية معقولة لهم من خلال منع اوجه الغش والاحتيال. ويخرج عن هذا الاطار ما يعرف "بالسوق الموازي"^٣، وهو عبارة عن اماكن تعارف الاشخاص على ابرام الصفقات فيها. وهذه الاسواق لا تحكمها انظمة اسواق المال المعروفة بفاعلية الرقابة وصرامة الاجراءات المتخذة بحق المخالفين لها والتي توفر ضمانات لاستقرار السوق والثقة فيه^٤.

والظاهر من استقرار نصوص القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية لعام ٢٠٠٤ ان نطاق احكامه يقتصر على التداول في السندات التي تجري فيه، وهو ما يمكن استخلاصه من تسمية القانون ذاته ومن الفقرة (٣) من القسم الاول من القانون المذكور والذي جاء في تعريف سوق الاوراق المالية بانها "تعني سوق الاوراق المالية العراقية او اي سوق اخرى مماثلة كالهيئة، وتنسجم مع قواعدها قد تجاز بموجب هذا القانون". والقانون بعد هذا لا يبيح للوسيط او الشخص المؤثر:-

"العمل في التعاملات في السندات التي تمثل اموال او ارصدة للزبائن بالواسطة في اية خدمات تخص التوسيط في السندات بعيدا عن سوق الاوراق المالية، بغض النظر عما اذا كانت تلك السندات مشمولة بمثل هذه التعاملات والتي تقدم الى التعامل التجاري في سوق الاوراق المالية. مالم تكن مثل هذه السندات خاضعة لانظمة متصلة اخرى للهيئة"^٥.

٤١- بيد ان قصر انطباق قاعدة التعامل الداخلي على التعاملات التي تجري في اسواق الاوراق المالية النظامية بحكم عدم سريان الانظمة التي تصدرها هيئة الاوراق المالية على التعاملات التي تجري خارج السوق ما قد يحمل في طياته اجازة ضمنية لممارسة افعال الغش وسوء النية في العمل التجاري الذي ينبغي ان يقوم على اساس من الامانة والنزاهة في التعامل، وهو ما قد يدعونا الى مناشدة المشرع العراقي بالاسراع في تشريع قانون الاوراق المالية لكي يغدو قاعدة عامة تنبسط على جميع التعاملات بالاوراق المالية بصرف النظر عن مكان ابرامها. وطبقا للواقع القانوني الحالي،

¹ Robert W. McGee, op cite, P. 11.

^٢ جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ٣٤٧.

^٣ د. بلال عبد المطلب بدوي، المصدر السابق، ص ٤١ وما بعدها، د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٥١.

ويلجا الاشخاص عادة الى التعامل في السوق الموازي في الاحوال التي لا يكون مصدر السند قد استكمل بعد المتطلبات التي تفرضها نظم اسواق الاوراق المالية لادراج اسهمها فيها، او لرغبته في عدم اخضاع تصرفه للنظم القانونية التي تعتمدها.

^٤ وتفرض الفقرة (٥) من القسم الثالث من القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية لعام ٢٠٠٤ من الشركة التي التي ترغب في ادراج اسهمها في السوق المذكورة استيفاء متطلبات معينة منها: ان تكون قد عقدت على الاقل اجتماع سنوي عام، وقد اعلنت عن بياناتها المالية وان تكون سندات مقبولة للتداول وفقا لقواعد السوق. تنظر ايضا الفقرة (١) من القسم الثالث من القانون المذكور.

^٥ الفقرة (٣-ب) من القسم الثالث من القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية لعام ٢٠٠٤.

ليس امام المتضرر جراء تعامله خارج السوق النظامية مع شخص اطلع على معلومات داخلية من سبيل سوى ان يلوذ بقواعد المسؤولية المدنية لجبر الضرر الذي حاق به^١. ومن نافلة القول ان نوضح حقيقة ان التشريع العراقي لا يغطي التعامل الداخلي التي ينشأ عبر الحدود بفعل تداخل وتشعب الروابط التجارية المحلية والدولية ونمو الاستثمار في جميع انحاء العالم والذي ادى الى ظهور الشركات القابضة والشركات متعددة الجنسية. ويفرز هذا الوضع ظهور تعاملات ذات بعد دولي مستمدة من معلومات غير معلنة لشركات تقع في دولة ما وتجري في اسواق الاوراق المالية في دولة اخرى. وقد ادرك التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ هذه الحقيقة التجارية فقرر ان ينبسط تشريعه على جميع التصرفات المنفذة في اقليم الدولة العضو في الاتحاد الاوربي "...او خارجه فيما يتعلق باستثمارات السندات المالية التي قد قبلت للاتجار في السوق المنظم او تشتغل ضمن اقليمها او قد قدم من اجلها طلبا لقبولها للاتجار في السوق"^٢. ويبين من النص المذكور انه يستوعب جميع الاوراق المالية المتداولة في اسواق الاوراق المالية للدول الاعضاء تحقيقا لمقصد التوجيه الاوربي في كبح جماح جميع ضروب الغش والاحتيال وانعدام الشفافية والعننية في الاسواق المالية الاوربية.

المطلب الثالث

النطاق الزمني لقاعدة حظر التعامل الداخلي

The Temporal Scope of Insider Trading

٤٢- لم تفرض التشريعات المقارنة مدة زمنية لحظر التعامل بالمعلومات الداخلية، وان كان ذلك يستخلص ضمنا من علة التحريم بحد ذاتها، الا وهي الحيلولة دون استئثار بعض المتعاملين دون البعض في استغلال المعلومات ذات الصلة، وهو ما يقتضي ان يمتد المنع للفترة الزمنية التي تفصل ما بين نشوء المعلومات واتاحتها لاطلاع جمهور المتعاملين^٣ وذلك بنشرها في وسائل الاعلام التي تحددها التشريعات المختلفة. والسبيل الوحيد لمعالجة المتغيرات التي قد تطرا بين كل افصاح وما يليه هو في الزام مصدري السندات بالافصاح الفوري. ويسري واجب الافصاح الفوري ولو كان موضوعه معلومات سلبية، ذلك ان العديد من مصدري السندات يترددون كثيرا- ما لم يمتنعون- عن الكشف عن المعلومات السلبية او الضارة بمركزهم المالي معولين في ذلك على احتمال انبساط الامور في المستقبل القريب، في حين انهم يسارعون الى الكشف عن المعلومات الايجابية التي من شأنها ان ترفع من قيمة اسهمهم.

٤٣- وقد تناولت التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١ الصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية فترة المنع من التعامل في الفقرة (٣) منها والتي قضت بالاتي:-

" يحظر على الاشخاص المطلعين التداول في الفترات المبينة في ادناه:-

ا- قبل ١٥ يوم من نهاية الفصل ولغاية نشر البيانات التفصيلية.

ب- الفترة الزمنية التي توجد خلالها معلومات جوهرية غير مفصح عنها وحتى تاريخ الافصاح عنها.

ج- قبل ١٥ يوم من تاريخ صدور البيانات السنوية وحتى تاريخ الافصاح عنها".

^١ د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٥١.

^٢ الفقرة (١) من المادة العاشرة من التوجيه الاوربي المذكور.

^٣ جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ٣٤٨ وما بعدها.

^٤ Steinberg, op cite, P. 65٨.

وقد يدرك المتمعن في صياغة الفقرة المذكورة انها تنطوي على قدر من الغموض في تحديد فترة سريان الحظر قد يفضي الى افلات بعض المتعاملين في المعلومات،^١ ذلك ان مضي مدة الخمسة عشر يوما من تاريخ نهاية الفصل المالي للشركة التي يحظر في غضونهما التعامل وفقا للبند (ا) اعلاه لا يمنع من احتمال وجود معلومات غير معلنة قد ظهرت قبل هذا التاريخ واتصلت بعلم مدراء المصدر او موظفيه. وتثار الفرضية ذاتها بشأن صدور البيانات السنوية للشركة الوارد ذكرها في البند (ج) اعلاه. وينبغي ان لا تغيب عن الذهن حقيقة ان وضع جداول زمنية مصطنعة لمنع التعامل يعني، بمفهوم المخالفة، ان للمطلع الداخلي ان يتعامل بمعلومات غير معلنة للجمهور خارج هذه الاطر الزمنية.

والواقع ان صانع هذه التعليمات لم يكن بحاجة للنص على هذه التوقيينات الزمنية للافصاح، اذ كان يغنى عنها ما ورد في البند (ب) من الفقرة (٣) من التعليمات المذكورة والتي تستوعب جميع الحالات التي تظهر فيها معلومات جوهرية غير مفصح عنها للكافة تبرر منع التعامل بسندات المصدر حتى يصار الى الكشف عنها. ولعل الفائدة الوحيدة التي يمكن ان تستخلص من ايراد هذه القيود الزمنية تبدو في التيسير على هيئة الاوراق المالية العراقية مهمة التحقق من حصول التعامل الداخلي، ذلك ان التعامل خلال هذه الفترات الزمنية يقيم قرينة على ان ذلك قد جرى استنادا الى معلومات غير معلنة لجمهور المتعاملين.

٤٤- حري بالبيان ان التشريعات المقارنة قد اخذت بنظر الاعتبار ان مجرد الاعلان عن المعلومات الى جمهور المتعاملين لا يكفي بحد ذاته لابطاح التعامل بالسندات ما لم تستوعب من قبلهم absorbed^٢، ولا يتحقق ذلك الا اذا مضت مدة زمنية معقولة على الاعلان عنها يتاح فيها لهؤلاء او من يقوم مقامها من سماسرة ومحللين ماليين من اخضاعها للدراسة والتحليل بغية استنباط اثارها ونتائجها على المؤسسة التي اصدرتها وعلى اسعار سنداتهما. ولم يعن التشريع الاوربي او القانون الامريكي بتقدير الفترة الزمنية التي قد يستوعب السوق في غضونهما هذه المعلومات، مدركين صعوبة ذلك بالنظر الى ان ذلك يتوقف على الظروف والملابسة وطبيعة المعلومات ذاتها. لذا يحسن ان يترك ذلك الامر الى تقدير المحكمة تستخلصه من طبيعة المعلومات ذاتها ودرجة اهميتها وما قد تفرزه من نتائج.

وايا كان الامر، فلا مقابل لهذا الحكم في التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١، وهو ما يعني ان بإمكان المتعامل الداخلي الذي استوعب المعلومات واخضعها للتحليل المسبق ان يبادر قبل غيره من قوى السوق الى بيع السندات او شراءها قبل ان يلتفت غيره الى اهميتها، الامر الذي يعد، حسب تقديرنا، مثلبة اخرى كان يجدر بصانعي التعليمات المذكورة الانتباه اليها.

المطلب الرابع

النطاق الشخصي لقاعدة منع التعامل الداخلي

The Personal Scope of the Insider Trading Rule

٤٥- لا تشمل قاعدة تحريم التعامل بمعلومات داخلية جميع الاشخاص المتعاملين في سندات المصدر وانما يتحدد نطاقها في طائفة من مصدري السندات ومتعاملين معينين:

^١ قارن ذلك مع د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١٣٦، اللذان يران "...ان نص المادة (٣) و(٤) من التعليمات المذكورة جاءا يتمتعان بالرصانة والامتنال للتوجه الحديث في القضاء على التعاملات الداخلية، حيث نجد أن المشرع قد أحاط لتعاملات المطلعين ومنعهم من التعامل خلال الفترات التي ممن الممكن ان تتحقق فيها معلومة مميزة".

² Steinberg, op cite, P. ٦٣٩ .

٤٦- فمن حيث المؤسسات المشمولة بالحظر، يسري المنع على جميع مصدري السندات المقبولة في التعامل في سوق الاوراق المالية كالشركات المساهمة والمحدودة التي يبيح لها القانون اصدار اسهم او سندات قرض^١ من دون غيرها من شركات الاشخاص كالشركة التضامنية والشركة البسيطة والمشروع الفردي والتي يتألف راس مالها من حصص نقدية او عينية ، ولا يبيح لها القانون اصدار سندات مالية. ويسري المنع ايضا على المؤسسات الاخرى التي لها الحق في اصدار سندات عامة كانت ام خاصة كسندات القرض التي تصدرها الحكومة، وصناديق الاستثمار ومشتقات الاوراق المالية.

ولا تعبا التشريعات المقارنة بعد هذا بطبيعة وحجم مصدر السند، فتسري القاعدة موضوعة البحث على جميع الشركات الكبيرة والمتوسطة والصغيرة، وان كان يغلب في الواقع ان يقع الاخلال بقاعدة التعامل الداخلي في الشركات الصغيرة Small Companies والمتوسطة Medium Companies دون الشركات الكبيرة Large Shareholding Companies^٢ بحكم خضوع الاخيرة الى انماط متعددة وفاعلة من الرقابة الداخلية والخارجية على انشطتها تحد كثيرا من امكان وقوع انتهاكات للقاعدة المذكورة.

٤٧- اما من حيث الاشخاص المتعاملين في السندات، فيكاد يتفق التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ مع القانون الامريكي على تصنيف المتعاملين الى صنفين من الاشخاص: داخليين وخارجيين، وان كان القانونان المذكوران قد اختلفا في طبيعة واساس مسؤولية كل منهما على نحو ما قدمنا^٣. وقد ارتائنا ان نعرض لموقف التوجيه الاوربي والقانون الامريكي ازاء هذا التصنيف بمعزل عن موقف التشريع العراقي كل في فقرة مستقلة بغية تسليط الضوء على اهم نقائص التشريع العراقي في هذا الخصوص.

اولا: المتعاملون الداخليون بمقتضى التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣:-

٤٨- اقام التوجيه الاوربي والقانون الامريكي تصنيفا للاشخاص المسؤولين عن التعامل الداخلي تاسيسا على طريقة اطلاعهم على المعلومات الى صنفين:-

٤٩- **الصنف الاول: المتعاملون الاصليون Primary Insiders او المتعاملون الداخليون Insiders:** طبقا للتوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ يعد متعاملا اصليا كل من تتيح له طبيعة عمله او وضعه او مهنته لدى المؤسسة مصدرة السند من الاطلاع على معلوماتها غير المعلنة للكافة^٤. وقد اعتبرت الفقرة (١) من المادة الثانية من التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ مطلعا اصليا كل شخص يحوز معلومات:-

ا-بحكم عضويته في الهيئات الادارية او الاشرافية للمصدر. ويشمل ذلك المدير المفوض للشركة واعضاء مجلس ادارتها او اعضاء الهيئة الاشرافية على انشطتها في قوانين الشركات التي توجب تشكيل هذه الهيئة كالقانون الالمانى.

ب-بحكم حيازته لراس مال المصدر. ويشمل ذلك الاشخاص الذين يحوزون نسبة من سندات المصدر على نحو يتيح لهم السيطرة عليها والاطلاع على احوالها. ولم يحدد التوجيه الاوربي النسبة المعتبرة للحيازة وترك تحديد ذلك، على ما يتظاهر لنا، لتشريعات البلدان الاوربية.

^١ جدير بالاشارة الى ان قانون الشركات العراقي قصر اصدار على شركات المساهمة فحسب (تنظر المادة ٧٧ من القانون المذكور).

^٢ Klaus J. Hopt, 'the German Insider Trading Guidelines-Spring-Gun or Scarecrow?' Journal of Comparative Business and Capital Market Law 8 (1986) 381, P. 3٩٢.

^٣ تنظر البنود (٧ و ٩) من هذا البحث.

^٤ Warren III, op cite, P. 10٥٧.

ج-بحكم وصوله الى المعلومات من خلال ممارسته لعمله او مهنته او واجباته. ويشمل ذلك المفهوم كل من العاملين لدى الشركة من مدراء، سواء كانوا معينين وفق القانون او مدراء فعليين،^١ وموظفين ومحاسبين. ويشمل المنع ايضا المدققين والاشخاص الساندين لنشاطها والذين يرتبطون مع المصدر بعقد خدمة كالمدققين الماليين المحاسبين والمحامين والمستشارين والسماصرة^٢ والمروجين لاعمالها. ويندرج ضمن ذلك، حسب تقديرنا، الحارس القضائي والمصفي وامين التفليسة وموظفي الهيئات العامة المسؤولة عن مراقبة الشركة، كمسجل الشركات والبنك المركزي وديوان التامين بالنسبة للمصارف وشركات التامين بموجب القانون العراقي. وبالنظر لسعة نطاق مفاهيم "الواجب" او "المهنة" او "العمل" لزم تفسير المتعاملين الثانويين تفسيراً ضيقاً^٣ لا واسعا لئلا تقضي قاعدة المذكورة الى المساس بحرية الاشخاص في مزاولة التجارة. تجدر الاشارة الى ان اطلاق هذه الطائفة من الاشخاص على معلومات داخلية من مصدر اخر غير ممارستهم لمهنتهم او واجباتهم لا تجعلهم من المتعاملين الاصليين^٤ وان كان ذلك لا يحررهم من المسؤولية عن استغلالها بوصفهم متعاملين ثانويين.

د-بحكم انشطته الجنائية. فسارق وثائق الشركة، او المتنصت على محادثات مسؤولي المصدر، او المطلع على بياناتها الالكترونية مصادفة يعتبر مطلعاً اصلياً طبقاً لاحكام هذه القاعدة لانه استقى المعلومات مباشرة من مصدر السند، فلا يجوز ان ينجو من المسؤولية من انتهاك حكم القانون في تصرف افضى الى حصوله على معلومات داخلية.

٥٠. الصنف الثاني: المتعاملون الثانويون Secondary Insiders:- وهم كل من حصل على هذه المعلومات الداخلية بصورة مباشرة او غير مباشرة من المتعاملين الاصليين،^٥ ويغلب في الامر ان لا تتوافر لدى هؤلاء النية المسبقة في استغلال المعلومات وانما ينشأ ذلك مصافة مما يحفزهم على الاستفادة مما وقفوا عليه من الامر. بعبارة اخرى، يراد بالمتعاملين الثانويين، بمفهوم المخالفة، كل من لم حصل على المعلومات بسبب وضعهم او صفتهم او واجبهم^٦. ويعرف من قام بتمرير tipping المعلومات بالمفشي tipper ويسمى المتعامل الثانوي بالمفشي له tippee. وتمتد قائمة المتعاملين الثانويين الى المشرعين في الاحوال التي تمكنهم صفتهم التشريعية من العلم بان اصدار تشريع ما قد يؤثر على اسعار السندات او السوق او مجمل الاقتصاد العام. ويعد مطلعاً ثانوياً بموجب القانون الامريكي احد اقارب المتعامل الاصلي كاخت الزوج sister in law وسائق التاكسي^٧ الذي استرق السمع من محادثة حصلت اثناء قيادته للسيارة التي اقلت احد المتعاملين الاصليين، وغيرهم في سلسلة طويلة من الاشخاص^٨ لها بداية وليست لها نهاية طالما ان انتقال المعلومات فيما بينهم يجري ببسر وسرعة تتناقضها الريح ولا تحدّها اية عقبات مادية.

٥١- بالمقابل، اعتمد القضاء الامريكي طريقة اخرى في تقرير مسؤولية المتعاملين الثانويين والذين لا ينتسبون للمصدر برابطة عضوية وان كانت تربطهم بهم رابطة تعاقدية تفرض عليهم السرية في تعاملهم مع معلومات المصدر، كالمستشارون الماليون والمصرفيون والمحامون

¹ Warren III, 'op cite, P. 10٧٣.

والمدير بحكم الواقع de facto director هو كل شخص ادعى انه يعمل مدير الشركة بدون ان يكون لادعائه سند في الواقع. انظر اطروحتنا للدكتوراه، المصدر السابق، ص ٤١ وما بعدها.

² Warren III, op cite, P. 10٦١.

³ Warren III, op cite, P. 10٦٥.

^٤ د. احمد زايد ود. عبد الله الخشروم، المصدر السابق، ص ١٥١.

⁵ Warren III, op cite, P. 10٥٧.

⁶ Hazen, 'op cite, P. 236.

⁷ Warren III, 'op cite, P. 10٦٥.

⁸ Jooste, op cite, P. ٢٧

والمحاسبون، فافترض هذا القضاء ان هؤلاء هم من اشباه المتعاملين الداخليين quasi insiders ويفرض عليهم هذا الوضع اما ان يفصحوا عن المعلومات التي بحوزتهم لجمهور المطلعين واستيعابهم لها قبل تعاملهم بسندات المصدر او ان يمتنعوا عن التعامل¹. ولا ينجو هؤلاء من المسؤولية، ولو كانت الروابط العائلية هي سبب حصولهم على المعلومات، الا اذا اثبتوا عدم توقعهم بصورة معقولة وجود التزام بالسرية² قبل مصدر السند يفرض عليهم عدم استغلال معلوماته الداخلية.

ولكن هل يعد اطلاع موظف في احد اقسام شركة سمسرة بالاوراق المالية او موظف في احد اقسام مصرف متعدد الخدمات على معلومات حصل عليها من قسم اخر مباشرة بمثابة متعامل رئيس ام ثانوي؟ ليس من اليسر اعطاء اجابة محددة على حكم هذا الفرض الذي ينطوي على قدر كبير من الغموض، وقد ذهب القضاء الامريكي الى اقامة فصل تام بين تشكيلات الشركات الكبيرة التي تستقل اعمال كل قسم عن بقية التشكيلات الاخرى على نحو يحول دون الموظف الذي يعمل في قسم بما يدور في القسم الاخر في الشركة، بخلاف ما عليه الحال في الشركات الصغيرة ورتب القضاء الامريكي على هذا التمييز نتيجة مفادها اعتبار ذلك الشخص متعاملا اصليا في النوع الثاني من الشركات دون النوع الاول. واذا كان لنا ان ندلو بدلونا في حكم هذه المسألة فاننا نرى ان لا مبرر لهذا التمييز بين الفرضين طالما ان طبيعة عمل الشخص قد يسرت له مهمة الاتصال بموظفي بقية اقسام الشركة الاخرى وبناء علاقة صداقة او مصلحة معهم اتاحت لهم في ضوء ذلك الاطلاع على احوالها. والامر بعد هذا يعد من مسائل الوقائع التي يحسن ان تترك لتقدير محكمة الموضوع.

٥٢- وقد كان التوجيه الاوربي المرقم 3456/89 لعام ١٩٨٩ قد حسم موضوع المتعاملين الاصليين ففرض عليهم التزاما بعدم التعامل بالمعلومات الداخلية او تمريرها للغير، ومنع كذلك المتعاملين الثانويين من التعامل بموجبها الا انه لم يمنع الاخيرين عن الافشاء بما اطلعوا عليه للغير من عدمه^٤، اخذا بنظر الاعتبار ما قد يؤديه ذلك من توسع غير مبرر في نطاق المسؤولية لتشمل اشخاصا لا حصر لهم^٥. وقد تعرض هذا الحكم الى نقد من الفقه^٦ الذي عده اشبه ما يكون كمن يخول الغير الاتجار باسم المتعامل الثانوي^٧. كما ان التشريع المذكور لم يقدم تبريرا قانونيا مقنعا بشأن علة اباحة تمرير المعلومات للغير برغم علم المتعاملين الثانويين بعدم مشروعية تداولها بحكم عدم اتاحتها للكافة. واخيرا اغفل التشريع الاوربي حقيقة ان عدم تعريض المتعاملين الثانويين للمسؤولية ما قد ييسر انتشار المعلومات بيسر بين عدد محدود من المتعاملين بدون ان يخشون من تعرضهم للمسؤولية القانونية. وقد تنبه التوجيه الاوربي الحالي الى اوجه التناقض انفة الذكر فساوى ما بين الصنفين المذكورين من المتعاملين الداخليين من حيث مدى المسؤولية ولم يرتب نتائج قانونية على ذلك التمييز، فمنع كلا من الصنفين من استغلال المعلومات بصورة مباشرة او غير مباشرة ومن الافشاء بها للغير.

¹ Steinberg op cite, P. ٦٤٠.

² Steinberg, op cite, P. ٦٤٧.

³ Jooste, op cite, P. ٢٦

^٤ تنظر المادة الرابعة من التوجيه المذكور.

⁵ Hazen, op cite, P. 236; Karmel, op cite, P. 1147.

وقد تكمن العلة في عدم تحريم الادلاء بالمعلومات للغير من قبل المتعامل الثانوي في رغبة المشرع بتشجيع هؤلاء على نشر المعلومات السرية على اكبر قدر ممكن من الاشخاص فتتحقق بذلك العلانية التي يسعى القانون للوصول اليها.

⁶ Beny, op cite, P. ٨.

⁷ Beny, 'op cite, P. ٨.

ثانياً: المتعاملون الداخليون في التشريع العراقي:-

٥٣- لم تكرر التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١ والصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية صراحة التقسيم التقليدي للمتعاملين على غرار ما أخذت به التشريعات المقارنة، وإن كانت قد أقرت ذلك ضمناً في الفقرة (١) من التعليمات المذكورة والتي عرفت المطلعين بانهم: "الأشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو ملكياتهم أو علاقتهم بشكل مباشر أو غير مباشر بمن يحوز المعلومات الداخلية ويشمل (أعضاء مجلس الإدارة ومستشاريهم، المدير المفوض، المدير المالي، المدقق الداخلي والخارجي وأي شخص يحصل على تلك المعلومات)". وتشير العبارة الأخير من النص المقدم إلى المتعاملين الثانويين بمفهوم القوانين المقارنة المشار إليها في هذا البحث.

وقد رتبت الفقرة (٣) من التعليمات المذكورة على تعامل هؤلاء نتيجة قانونية مفادها منع هؤلاء من التداول في سندات ذات العلاقة، فيما حظرت الفقرة (٤) منها على هؤلاء "تسريب المعلومات الداخلية قبل الإعلان عنها في الهيئة أو السوق وأي وسيلة إعلان عامة".

٥٤- أما مشروع قانون الأوراق المالية العراقي فقد كان أكثر اسهاباً في تبيان أشخاص المتعاملين الرئيسيين والثانويين من التعليمات انفة الذكر،^١ وذلك في المادة (٨٣/ب) منه والتي تنص على الآتي:-

"الأشخاص الذين لديهم معلومات داخلية يشتملون على الآتي:-

- ١- المديرين والإدارة العليا لمصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور.
- ٢- الأشخاص المطلعين على معلومات داخلية بحكم وظيفتهم أو نتيجة علاقتهم مع مصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور.

٣- المساهم الرئيسي في مصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور.

٤- الأشخاص الذين يقومون بمراجعة القوائم المالية لمصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور.

٥- حاملي الاجازات والأشخاص التابعة لهم.

٦- المؤسسات والأفراد الذين تربطهم علاقة عمل مع مصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور أو تلك الذين يقدمون له خدمات، بما في ذلك الأفراد العاملين في هذه المؤسسات.

٧- المؤسسات التي تتقدم بمناقصة عامة للشراء أو عرض آخر لشراء أوراق مالية من مصدر أوراق مالية مملوكة من قبل الجمهور، أو تلك التي تتقدم بعرض لدمج أعمال معه".

^١ يعيب بعض من شراح القانون العراقي على النص المتقدم هذا الاسهاب في عرض اشخاص المتعاملين الرئيسيين، ويفضلون عليه التعريف الوارد في التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١٦. ونرى بدورنا ان ليس في نص المشروع ما يعيب طالما ان القصد من ذلك توضيح مدلول القاعدة العامة من خلال ايراد الحالات الأكثر شيوعاً في الواقع العملي.

ينظر د. ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل غازي، المصدر السابق، ص ١٣٤.

فيما تناولت الفقرة (ب-٨) من المادة المتقدمة توضيح مفهوم المتعاملين الثانويين بانهم " غير ذلك من الأفراد والمؤسسات الذين حصلوا بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، على معلومات داخلية من أشخاص منصوص عليهم في المادة 83 ب...."

٥٥- ولنا على الاحكام المتقدمة الملاحظات الاتية:-

١- ان التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١ قد اوردت تعدادا للأشخاص المطلعين على سبيل التمثيل لا الحصر مراعية ان يشمل التعداد قدر الامكان ما يشيع حدوثه في الواقع العملي بغية ان يحقق التشريع دوره خطابا موجهها الى المخاطبين به باوامره ونواهيه. ويحمد واضعي التعليمات على صياغة تعريف من لا يتضمن حصرا للأشخاص الممنوعين من التعامل لضمان ان يستجيب التشريع لاية متغيرات قد تطرا في المستقبل. وتستخلص هذه العمومية من عبارة "...واي شخص يحصل على تلك المعلومات" والتي تسمح لمطبق القانون باضافة اشخاص اخرين غير ما وردت الاشارة اليهم الى قائمة الممنوعين من التعامل الداخلي حسبما يستخلصه من ظروف الحالة المعروضة، من ذلك مثلا الاشخاص الذين تتيح لهم طبيعة مهنتهم (كالوصي والحارس القضائي والمصفي وامين التفليسة) او واجباتهم (كموظفي الهيئات الحكومية الرقابية) من الاطلاع على شؤون مصدر السند وخبائيا انشطته.

٢- قدمنا ان التعليمات المذكورة لم تعتمد صراحة التصنيف الذي جاء به القانون الامريكي والتوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ للأشخاص المطلعين تاسيسا على كيفية اطلاعهم على المعلومات، وان كان ذلك يستخلص ضمنا من " الاشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم ... علاقتهم بشكل مباشر او غير مباشر بمن يحوز المعلومات الداخلية واي شخص يحصل على تلك المعلومات" الواردة في الفقرة (١) من التعليمات المذكورة. الا ان ما يؤخذ على النص المذكور انه قد حد كثيرا من مفهوم المطلعين الثانويين فقصره على من تجمعهم بالمتعاملين الاصليين بعلاقة مباشرة او غير مباشرة، وهو ما يثير تساؤلا عن طبيعة هذه العلاقة ومداهها، وهل تقتصر على علاقات الزوجية او القرابة او المصاهرة، ام تمتد الى الروابط غير المشروعة كعلاقة الخليل بخيلته؟ كما ان النص المتقدم قد اخرج من اطار التعامل الداخلي الحالات التي تنتقل فيها المعلومات الى شخص اخر دون ان تكون هناك صلة بين الطرفين، كما هو الحال بالنسبة لسارق وثائق الشركة او بياناتها الالكترونية ومن يسترق السمع لمحادثة او من يطلع على امر ما وردت فيها معلومات جوهرية بطريقة او باخرى دون ان تجمعهم بالمتعامل الاصلي اية صلة.

والواقع ان هذه الاشارة الموجزة والمبهمة للمتعامل الثانوي لا تتعارض مع النهج الذي جاءت به القوانين المقارنة في هذا الشأن فحسب، وانما تنطوي على قصور تشريعي واضح قد يسمح لبعض فئات المطلعين الثانويين من الافلات من المسؤولية. وقد كان المشرع العراقي في غنى عن الدخول في تعقيدات تفسير العلاقات المباشرة وغير المباشرة لو اعتمد نهج التوجيه الاوربي والقانون الامريكي في افراد حكم خاص للمتعاملين الداخليين على نحو ما قدمنا.

٣- ان الفقرة (٢) من التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ قد نصت على الاتي: " على الشركة المساهمة المدرجة تزويد الهيئة والسوق باسماء المطلعين... وعناوين وظائفهم وما يمتلكونه من اوراق مالية لنفس الشركة وخلال خمسة عشر يوما من بداية كل سنة واي تغيير يطرا لاحقا خلال اسبوع من حدوث التغيير". ويستهدف هذا النمط من الافصاح تمكين الهيئة والسوق من اكتشاف اية تعاملات جرت بناء على معلومات غير معلنة للجمهور ومحاسبة المتعامل الداخلي عند الاقتضاء. ويلاحظ في هذا الصدد انه اذا لم يكن من العسير على الشركة ان تزود الهيئة والسوق باسماء من يعملون لديها من مدراء وموظفين ومتعاقدين معها من مدققين ومراقبين وخبراء فنيين او ماليين، فان من الصعوبة بمكان تزويد هذه الجهات باسماء من يرتبطون مع المطلعين الاصليين بروابط مباشرة او غير مباشرة لتعذر معرفة ذلك من قبل مصدر السند، الامر الذي من شأنه ان يضعف من

قدرة الهيئة والسوق في اكتشاف اية تعاملات جرت خلافا لاحكام لقاعدة التعامل الداخلي.

الخاتمة

لا غنى لاي نظام قانوني يسعى الى ضمان ان تتأسس اسواق الاوراق المالية التي يحكمها على الثقة بالسوق والاستقامة والشفافية والمساواة بين المستثمرين في فرص استغلال المعلومات، من ان يخضع النشاط القائم فيها لقواعد قانونية تصون هذه الاعتبارات وتؤمن في الوقت عينه فاعلية القانون في التصدي لاي انتهاك لهذه المبادئ لضمان ايجاد بيئة استثمارية امنة ومستقرة ومزدهرة. ولا يمكن تصور ان تتحقق الاعتبارات المذكورة ما لم تفرض قاعدة عامة تمنع المتعاملين ممن وقفوا على معلومات غير متاحة للكافة بحكم عضويتهم في الجهة مصدرة السند او بحكم عملهم او مهنتهم او واجباتهم، او بحكم حصولهم على هذه المعلومات بصورة غير مشروعة من غيرهم من المطلعين الاصلين.

وقد سارت على نهج تحريم الاتجار بمعلومات الشركة الداخلية قوانين العديد من بلدان العالم، وقد ارتائنا ان نقصر هذه الدراسة على مقارنة التعليمات التي اصدرتها هيئة الاوراق المالية العراقية والمرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١ التي نظمت التعامل الداخلي مع انموذجين تشريعيين يتبعان مدارس قانونية متميزة هما: التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ وقانون تداول السندات الامريكي لعام ١٩٣٤ (المعدل) لضمان ان تؤتي هذه الدراسة ثمارها في الكشف عن مواطن الوهن والقصور في التشريع العراقي.

وقد كشفت هذه المقارنة عن العديد من مثالب ونقائص التشريع العراقي والتي يمكن اجمالها بايجاز بانه تنظيم قانوني غير متكامل تشوبه العديد من اوجه الوهن والغموض والقصور في حسم العديد من المسائل التي كان ينبغي ان يتصدى لها بالتنظيم، والتي يمكن اجمالها بالاتي:-

١- ان التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ قد اقتصرت على منع التعاملات التي يكون محلها سندات تصدرها الشركات المساهمة دون غيرها من المؤسسات الاخرى التي رخص لها القانون اصدار سندات يجوز تداولها في سوق الاوراق المالية، رغم ان علة تحريم التعامل الداخلي، وهو ضمان المساوات بين المستثمرين في استغلال المعلومات الجوهرية، قائمة في جميع السندات وبصرف النظر عن الجهة التي اصدرتها.

٢- ان التعليمات المذكورة لم تنشر في الجريدة الرسمية لكي يتحقق من النشر قرينة العلم لدى الكافة باحكامها ونواهيها. ولا يشفع لهيئة الاوراق المالية العراقية نشر التعليمات في موقعها الالكتروني اذ ان هذا النشر لا يناظر النشر في الجريدة الرسمية ولا يغني عنه ولا يمنع بالنتيجة من اثارة مطاعن بعدم العلم بالتعليمات المذكورة من قبل بعض المتعاملين الداخليين.

٣- ان التشريع العراقي اقتفى اثر القانون الامريكي في اعتماد مفهوم "المعلومات الجوهرية" بنظر المتعامل المعقول والتي لا يجوز التعامل بها قبل اعلانها لجمهور المتعاملين. وقد كشفت هذه الدراسة عن حقيقة ان هذا المفهوم، وان كان يستهدف حماية المتعاملين في السوق، الا انه لا يوفر حماية كافية للثقة في الاسواق وفي قطاعات واسعة من النشاط الاقتصادي ولا يخلو بدوره من غموض في استجلاء المفهوم وصعوبة في التطبيق. لذا يفضل عليه نهج التوجيه الاوربي لعام ٢٠٠٣ الذي ركن الى ما (قد) ينتج عن نشر المعلومات من تاثير في اسعار السندات بعد الكشف عنها، وبقطع النظر عن مدى اهميتها بنظر المتعامل، وفي ذلك حماية واضحة لقيم الامانة والنزاهة واستقامة الاسواق لا ينبغي ان يحيد عنها اي تشريع. ولعل مما يزيد الامر تعقيدا ان التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١١ لم تتعرض الى المعيار الذي تقوم عليه مسؤولية المتعامل وما اذا كان خطأه يقاس طبقا لمعيار موضوعي (معيار الرجل المعتاد) او معيار شخصي قوامه تقدير المتعامل ذاته لمدى اهمية واثار المعلومات على اسعار السندات المتداولة عند الكشف عنها.

٤- ولم يتعرض التشريع العراقي لحكم التعامل الذي يجري في ظروف تحتم ان يدرك فيها الشخص ان صفقته تجري استنادا الى معلومات غير معلنة للجمهور ومنهي عن التعامل بها قانونا لهذا

السبب، خلافا لاحكام القوانين المقارنة التي اشارت بوضوح الى مسؤولية المتعامل عن العلم المفترض او استطاعة العلم توسيعا من نطاق الحماية التي تبسطها على بقية المتعاملين وللثقة في الاسواق.

٥- ويثار مأخذ اخر على التشريع العراقي يتصل بالافصاح الفوري الذي يجب ان يحصل في الاحوال التي تتحقق فيها حوادث او وقائع او تصرفات ترتبط بالمصدر ولها تاثير على اسعار السندات التي يصدرها مما يفرض عليه واجب الاعلان عنها على وجه السرعة. ووجه القصور في هذا التشريع انه قد فرض قيда زمنيا جزافيا يبلغ خمسة عشر يوما حظر فيه التعامل قبل الكشف عن البيانات الفصلية والسنوية للشركة، وافترض ان المعلومات الجوهرية لا تنشأ الا في غضون هذه الفترة دون ان يكون لذلك سند في الواقع. ويترتب على هذا الحكم المجافي للمنطق اباحة التعامل الزمني في الفترة التي تسبق سريان المدة المذكورة، وهو ما لم تقض به اي من القوانين التي شملتها هذه الدراسة.

٦- ولعل من ابرز ماخذ التشريع العراقي اغفاله اعتماد التقسيم التقليدي للمتعاملين الى الاصليين والثانويين (خارجيين) والذي كرسته التشريعات المقارنة، واكتفى بايراد تعريف ضيق للمتعاملين الخارجيين قاصر على الاشخاص الذين تجمعهم علاقة مباشرة او غير مباشرة بالمتعاملين الاصليين خلافا لما اتجهت اليه القوانين المقارنة التي مدت نطاق حكمها على هؤلاء في جميع الاحوال التي يتلقون فيها معلومات من المتعاملين الاصليين عن علم بانها غير معلنة وذات تاثير جوهري على اسعار تداول السندات المتعلقة بها بصرف النظر عن طبيعة صلتهم بهم. ويترتب على هذا التضيق في تعريف المتعاملين الثانويين ما قد يؤديه من افلات العديد منهم ممن لا تجمعهم بالمتعاملين الاصليين اية صلة من المسؤولية، كما هو الحال بالنسبة لمن يسترق السمع الى محادثة لمدير الشركة مع غيره.

من هنا نخلص -بنتيجة ما كشفت عنه هذه الدراسة من هفوات ومأخذ سبقت الاشارة اليها فيما تقدم- الى ان هذا التشريع لا يعدو ان يكون لبنة اولية تبدو بامس الحاجة الى مراجعة شاملة تستهدف سد الثغرات فيها وتوضيح ما غمض منها من احكام باطار تنظيم قانوني جديد يحسن ان يرد في قانون الاوراق المالية الذي هو الان في طور التشريع.

واذا كان لنا ان نتلمس لهذا التنظيم القانوني الحالي للقاعدة المذكورة من عذر فيما انطوى عليه من هفوات وعثرات، فان ذلك يرجع الى حادثة اقرار هذه القاعدة في الواقع القانوني العراقي الذي غابت عنه مفاهيم المنافسة التجارية والمضاربة في الاوراق المالية في ظل اقتصاد وتشريع خضعا لطغيان الفكر الاشتراكي الذي ساد العراق ردحا طويلا من الزمن وابي ان يبيح التعامل في اسواق الاوراق المالية التي عدّها معقلا للفكر الليبرالي ومرتعا للانانية والطفيلية التي قد تضر بالاقتصاد الوطني. بيد ان الواقع الاقتصادي والقانوني الحالي -في ظل تبني الدولة لسياسة الاقتصاد الحر- يفرض على المشرع ان يشمر عن ساعديه بغية ايجاد تنظيم قانوني اكثر حدثة ورقيا يستلهم من بقية التشريعات الاجنبية والعربية ما صلح منها للتطبيق وكان اكثرها اتساقا مع الواقع القانوني العراقي. ونحن اذ نضع المقترح الاتي نصب اعين المشرع العراقي، فاننا نامل ان يجد فيه ما يعينه على اداء مهمته الشاقة في التشريع.

والله من وراء القصد.

النصوص المقترحة لاحكام التعامل الداخلي في مشروع قانون الاوراق المالية:

المادة الاولى: التعاريف:

١- المعلومات الداخلية: تعني اية معلومات ذات طبيعة دقيقة لم يجري الاعلان عنها وفقا لاحكام هذا القانون، وتتعلق، بصورة مباشرة او غير مباشرة، بشخص او اكثر من مصدري السندات المالية او لواحدة او اكثر من السندات المالية والتي، فيما لو اعلنت، فان من المحتمل ان يكون لها تاثيرا مهما على اسعار هذه السندات المالية او على اسعار السندات

المالية المشتقة منها.

٢- المتعامل الداخلي: كل شخص يتعامل بالمعلومات طبقا للوصف الوارد في الفقرة (١). واذا كان الشخص المعنوي ممثلا لاحد الهيئات القائمة على ادارة المصدر عد من يمثله من الاشخاص الطبيعية متعاملا داخليا لاغراض هذا القانون.

٣-المصدر: الشخص المعنوي الذي يرخص له هذا القانون اصدار سندات قابلة للتداول في اسواق الاوراق المالية العراقية وفقا لقانون سوق العراق للاوراق المالية والتعليمات الصادرة بموجبه.

المادة الثانية: المتعاملون الداخليون:

- ١- يعد متعاملا اصليا كل شخص اطلع على معلومات بحكم:-
 - ا- ادارته للمصدر او بحكم عضويته في الهيئات الادارية او الاشرافية فيه.
 - ب- ملكيته لنسبة لا تقل عن ١٠% من راس مال مصدر السند.
 - ج- حصوله الى المعلومات بسبب ممارسته لعمله او مهنته او واجباته.
 - د- ارتكابه لافعال جرمية او لاي سلوك مخالف للقانون.

٢- يعتبر المتعامل ثانويا اذا كان قد حصل على المعلومات الداخلية من متعامل خارجي بصورة مباشرة او غير مباشرة في غير الاحوال المنصوص عليها في الفقرة (١) اعلاه.

المادة الثالثة: على المتعاملين الوارد ذكرهم في المادة الثانية من هذا القانون واجب:

١- الامتناع عن استغلال المعلومات الداخلية للفترة من تاريخ ظهورها الى حين الاعلان عنها واستيعابها من قبل جمهور المتعاملين.

٢- الامتناع عن الافشاء بما اطلعوا عليه من معلومات الى الغير في غير الاحوال المصرح بها قانونا.

المادة الرابعة: على المصدر واجب:

١- الاعلان الفوري على المعلومات التي من المحتمل ان يكون لها تأثير على اسعار او حركة تداول سندات باحدى الوسائل الاتية:-

- ا- الاعلان الوافي عن المعلومات في احد الصحف اليومية واسعة الانتشار.
- ب- الاعلان الوافي عن المعلومات في بقية وسائل الاعلان الاخرى المقرونة والمسموعة والمرئية.

ج- الاعلان عبر شبكة المعلومات الدولية (الانترنت) بطريقة تتيح انتشارها في وسط جمهور المتعاملين.

د- عقد مؤتمرات او ندوات او لقاءات او اجتماعات عامة يتاح لجمهور المتعاملين حضورها والاستيضاح من القائمين عليها عما يطرح فيها من امور.

هـ- لا يحول قيام المصدر بالاعلان عن المعلومات باي من الطرق الواردة في الفقرات اعلاه دون الاعلان عن هذه المعلومات في هيئة الاوراق المالية وسوق العراق للاوراق المالية طبقا للقواعد المعمول بها في هذه الهيئات.

٢- اعلام الهيئة وسوق العراق للاوراق المالية باسماء وعناوين الاشخاص الوارد ذكرهم في الفقرة (١) من المادة الثانية من هذا القانون وطبيعة مسؤولياتهم وعلاقتهم بالمصدر ومقدار

ما يملكونه من سندات واية تغييرات قد تطرا عليها واية بيانات اخرى تفيد في الكشف عن اية تعاملات من المحتمل ان تشكل مخالفة لاحكام هذا القانون.

٣- اتخاذ التدابير المقتضية لمنع اي تعامل داخلي في المؤسسة او الوحدة الاقتصادية التي تصدر سندات قابلة للتداول في السوق، ومن ذلك الحفاظ على سرية المعلومات الداخلية ريثما يصار الى الكشف عنها بالسرعة الممكنة ومحاسبة المخالفين من اعضاء الشركة والقائمين على ادارتها او العاملين فيها او المتعاملين معها طبقا لاحكام القانون.

مصادر البحث

أولاً:- التشريعات:-

١- التشريعات العراقية:-

- الدستور العراقي لعام ٢٠٠٥ .
- القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ .
- قانون العقوبات رقم (١١١) لسنة ١٩٦٩ (المعدل).
- قانون النشر في الجريدة الرسمية رقم (٧٨) لسنة ١٩٧٧ (المعدل).
- قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ (المعدل).
- قانون سوق بغداد للاوراق المالية رقم (٢٤) لسنة ١٩٩١ (الملغي).
- القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية الصادر بالامر المرقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ عن سلطة الانتلاف المؤقتة.
- قانون البنك المركزي العراقي الصادر بالامر المرقم (٥٦) لسنة ٢٠٠٤ .
- قانون المصارف الاهلية الصادر بالامر المرقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤ .
- النظام الداخلي لسوق العراق للاوراق المالية لعام ٢٠٠٨ -
- تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (٨) لسنة ٢٠١٠ .
- التعليمات المرقمة (١٦) لسنة ٢٠١١ الخاصة بتداول الاشخاص المطلعين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الاوراق المالية الصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية.
- تعليمات تسهيل تنفيذ قانون المصارف الاهلية رقم (٤) لسنة ٢٠١٠ .
- التعليمات رقم (٨) لسنة ٢٠١١ الصادرة عن هيئة الاوراق المالية.

٢- التشريعات الاجنبية (باللغة الانكليزية):-

- قانون الاوراق المالية لعام ١٩٣٣ Securities Act .
- قانون تداول الاوراق المالية الامريكي لعام 1934 (the Securities Exchange Act)
- التوجيه الاوربي المرقم EC/6/2003 لعام ٢٠٠٣ (The European Directive).
- قانون سندات الشركة (التعامل الداخلي) الانكليزي لعام ١٩٨٥ .
- (Company Securities (Insider Dealing) Act 1985)

- قانون العدالة الجنائية لعام ١٩٩٣

٣- التشريعات الاوربية:-

- التوجيه الاوربي المرقم EEC/279/79 في ٥/٣/١٩٧٩ .
- التوجيه الاوربي المرقم EEC/93/22 لعام ١٩٩٣ .

ثانياً: الكتب:-

١- باللغة العربية:

- الذنون، حسن علي، النظرية العامة للالتزامات، الناشر مكتبة السنهوري، ١٩٧٦ .
- العثمان، جمال عبد العزيز، الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٠ .
- د. العريف، علي، شرح القانون التجاري المصري، ج ١، ط ٢، مطبعة احمد مخيمر، ١٩٥٩ .
- د. الخولي، اكثم امين، العقود التجارية، القاهرة، مطبعة نهضة مصر، ١٩٥٧ .
- د. بديوي، بلال عبد المطلب، الالتزام بالافصاح عن المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية : دراسة مقارنة في القانونين المصري والاماراتي، درار النهضة العربية، ٢٠٠٦، ص ١١١ .
- عبد الله، امال كامل، النظام القانوني لعقود مبادلة الاصول المالية المنقولة swaps، الاسكندرية منشأة المعارف، ٢٠٠٤ .

رابعاً: البحوث:-

١- باللغة العربية:-

- د. ابراهيم، اسماعيل ابراهيم وغازي، رائد فيصل، تنفيذ التزامات الشركات المساهمة بالافصاح في سوق الاوراق المالية، منشور في مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، العدد الاول، السنة التاسعة.

--د. زايد، احمد ود. الخشروم ، عبد الله، المسؤولية المدنية للتعامل المحضور باسهم الشركات المساهمة العامة-دراسة مقارنة بين القانون الاردني والقانون البريطاني، بحث منشور في مجلة المنارة، المجلد ١٣، العدد (٩)، ٢٠٠٧.

٢-باللغة الانكليزية:-

-Barnes, Paul. 'Insider Dealing and Market Abuse: The UK's record on Enforcement' (2011) 39(3) International Journal of Law, Crime and Justice available at < https://mpr.aub.uni-muenche.n.de/25_585/1/MPR_A_paper_25_585.pdf>.

- Beny, Laura Nyantung, 'Do Insiding Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence' (2005) paper has been submitted to William Institute Working, paper No. (741).

- Fornasier, Raffaello, 'The Directive On Insider Dealing' (1989) 13 (2)149.

- Fornasier, Raffaello, 'The Directive On Insider Dealing' (1989) 13 (2)149, P.153.

- Freeman, Milton V. "The Insider Trading Sanctions Bill-A Neglected Opportunity" Pace L Rev 4 (1983).

- Gevurtz, Franklin A. 'The Globalization of Insider Trading Prohibitions' (2002) 15 the Transnational Lawyer 63, P.٨٠.

- Greene, Edward, & Schmid, Olivia Anna, "Duty-Free Insider Trading?" (2013) available at < <https://cb.lr.columbia.edu/wp-content/uploads/2013/07/Greene.pdf>>.

- Hazen, Thomas Lee, 'Defining Illegal Insider Trading- Lessons from the European Community Directive on Insider Trading' (1992) 55 (4) Law and Contemporary Problems Journal.

- Hopt, Klaus J, 'Insider Trading on the Continent' (1982) 4 Journal of

Comparative Corporate Law and Securities Regulation 379.

- Jooste, R. D, 'Insider Dealing in South Africa- the Criminal Aspects' (1990) 4 (1) De Ratione 21
- Karsch, Michael ' the Insider Trading Sanctions Act: Incorporating a Market Information Definition' (1984) 6(3) 283.
- Lee, T. Peter, 'Law and Practice with Respect to Insider Trading and Trading on Market Information in the United Kingdom' (1982) 4 Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation.
- McGee, Robert W. 'Insider trading regulation in transition economies' Corporate Governance in Transition Economies' (2008) Springer US, available on <https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-0-387-84831-0_7>
- Newkirk, Thomas C. & Robertson, Melissa A. 'Speech by SEC Staff: Insider Trading –A U.S. Perspective', availed on the website of the Securities Exchange Commission,< www.sec.gov/fast-answers/answer_sinsider.htm> .
- Romano, Roberta 'a Thumbnail Sketch of Derivative Securities and their Regulation' Maryland Law Review vol. 55 (1).
- Rose, Caspar, 'Impact of investor meetings/presentations on share prices, insider trading and securities regulation' (2003) 23(3) International Review of Law and Economics.
- Simeon, Djankov et al. "the Law and Economics of Self-Dealing." (2008) 88(3) Journal of Financial Economics, available on<https://pure.uva.nl/ws/files/4292092/63529_298251.pdf> .
- Warren III, Manning Gilbert, 'The Regulation Of Insider Trading In The European Community' (1991) 48 Wash. & Lee L. Rev. 1037.
- Hopt, Klaus J, 'the German Insider Trading Guidelines-Spring-Gun or Scarecrow?' Journal of Comparative Business and Capital Market Law 8 (1986) 381.
- Karmel, Roberta S. "Transnational Takeover Talk: Regulations Relating to Tender Offers and Insider Trading in the United States, the United Kingdom, Germany, and Australia" (1988) 66 University of Cleveland Law Review 1133.

- Pitt, Harvey L. & Hardison, David B. 'Games without Frontiers: Trends in the International Response to Insider Trading' (1992) 55(4) 199.
- Rose, Caspar, 'Impact of Investor Meetings/Presentations on Share Prices, Insider Trading and Securities Regulation' (2003) 23(3) International Review of Law and Economics.
- Steinberg, Marc I, Insider Trading, Selective Disclosure, and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis' (2001) 22(3) U. Pa. 1. Int'l Econ. L 635.

سادسا: الاطاريح الجامعية:-

- د. امين، رعد هاشم، المدراء في القانون العراقي وولائهم المجرأ: دروس مستمدة من القانون الانكليزي، اطروحة قدمت الى كلية القانون في جامعة Bangor ، في المملكة المتحدة للحصول على شهادة الدكتوراه في القانون، ٢٠١٥.

سابعا: المعاجم اللغوية العربية:

- ينظر معجم المعاني الجامع، متاح على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت) بتاريخ ٢٠١٧/١٢/١ على الموقع الاتي:-

< <https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar> >

- معاجم اللغة العربية، متاح على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت) بتاريخ ٢٠١٧/١٢/١ على الموقع الاتي:-

< <https://www.maajim.com/dictionary/%D9%82%D8%AF> >

ثامنا: الاحكام القضائية والقرارات الانضباطية:-

١- القرارات الانضباطية الصادرة عن سوق العراق للاوراق المالية:-

- قرار لجنة الانضباط العائد الى سوق العراق للاوراق المالية المرقم ٤٨/انضباط/٢٠١٢ في ٢٠١٢/٥/٣١.

٢- الاحكام القضائية الصادرة من المحاكم الامريكية:-

- *Stong v Repide* ٢١٣ U.S 419 (1909).
- *TSC Industries v. Northway* 426 U.S. 438 (1976).