

دور سماسرة الأوراق المالية كوسطاء للتداول في شراء الهامشي بسوق الأوراق المالية

(دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة)

إعداد

محمود فكرى عبد الصادق الشاهد

المقدمة

أولاً :- التعريف بموضوع البحث .

يسعى المستثمر في الأوراق المالية إلى تحقيق عائد مُرضي يضمن له ضمن حده الأدنى تعويض عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة استثماره، وفي الحقيقة لا يمكن تصور وجود استثمار يجمي صاحبه من المخاطر، حيث أنّ الاستثمار في الأوراق المالية بشكل خاص يُعرض المستثمرين لمخاطر متعددة منها ما قد ينجم عن تقلب الأسعار في الأوراق المالية المستثمر فيها، ومنها ما قد ينتج عن تقلبات أسعار الصرف بالإضافة إلى مخاطر القدرة على التخلص من الاستثمار في مدة زمنية معينة، لذا يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد على الاستثمار، لأنّه يعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل.

بل إنّ المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في الأوراق المالية تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه - فالاستثمار في الأدوات المالية التقليدية غير الاستثمار في الأدوات المالية الحديثة ، والتداول العادي ليس كالتداول بالهامش - وشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر الناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

ويقصد بالشراء الهامشي في سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن " شراء الأوراق المالية من خلال الحصول على تمويل لتغطية جزء من ثمن تلك الأوراق بضمان الأوراق المالية مقابل فائدة محددة" .

وأنّ هذا النظام - الشراء الهامشي - في مجمله العام قائم على أنّ المستثمر يستخدم أموال الآخرين لزيادة أرباحه ، فإذا ارتفع سعر السهم بشكل أسرع من قدر الفوائد التي يقوم بدفعها إلى شركات السمسرة فسوف يحقق الكثير من الأرباح ، فضلاً على أنّ معدل الفائدة التي يلتزم المستثمر بدفعها على الأموال التي اقتترضها تكون أقل مما لو اقتترضها هو بنفسه من البنك مباشرة .

وتتميز عملية الشراء بالهامش بارتفاع درجة المخاطرة فيها ، وأنّ هذه المخاطر لا تؤثر على المستثمر وحده ، بل تتعداه أحياناً إلى سوق الأوراق المالية والاقتصاد المحلي ، وهذه العملية تمثل إغراءً متزايداً لأطرافه وخاصة عند انخفاض الأسعار والرغبة في تعظيم نسبة الربح ، ولذلك يُقبل عليها المستثمرون إقبالاً كبيراً .

إلا أنّ نظام الشراء بالهامش لا يكون ضرره ومخاطره واضحة وكبيرة بالنسبة للسمسار ، وذلك لأنّ هذا النظام يحتوي على آليات وإجراءات حماية ضد مختلف المخاطر ، تتمثل في اشتراط عدم انخفاض نسبة الهامش الفعلي عن هامش الوقاية المُحدّد مسبقاً ، وإذا انخفضت هذه النسبة فإنّ السمسار يقوم بطلب دفع مبلغ إضافي ، أو بيع جزء من محل الصفقة لزيادة نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الوقاية .

كما أنّ البنك في الغالب يتعامل مع شركات سمسرة معروفة وذات مراكز قوية ، وعادةً ما تكون لها حسابات في البنك . أمّا بالنسبة للعميل المستثمر فهو مكمّن الخطر ، فإذا ما أخطأت توقعاته نحو الأسعار فإنّه سيلحق به خسارة كبيرة خاصة وأنه مدين للسمسار .

وبناء على ما سبق فإن الجهات المنوط بها تنظيم سوق الأوراق المالية قد وضعت العديد من الالتزامات على عاتق السماسر باعتباره هو وحده المسئول عن إتمام العمليات في البورصة وذلك تنظيماً لدوره كوسيط للتداول، وسوف نتناول في هذا البحث الالتزامات الواقعة على عاتق السماسر في عمليات الشراء بالهامش فحسب .

ثانياً : أهداف البحث :-

بما أن سوق الأوراق المالية يلعب دوراً بارزاً في عملية التنمية ، بحيث أصبحت درجة تطور الأسواق المالية مقياساً لدرجة انتعاش ورواج الاقتصاد في أي بلد ، من هنا تأتي أهمية هذه الدراسة التي تهدف إلى بيان التزامات سماسرة الأوراق المالية في عمليات الشراء بالهامش والعمل على إحكام هذه الالتزامات والتأكد من تطبيقها بطريقة تكفل حماية وتعزيز ثقة المستثمر الوطني في استثمار أمواله في سوق منظم للأوراق المالية ، لا أن يخسر أمواله في أسواق لا يعرف مدى نزاهتها وبالتالي يفقد الثقة حتى في التداولات التي تتم من خلال الأسواق الوطنية .

ثالثاً : المنهج الدراسي المتبع في هذا البحث:

١ - المنهج التحليلي التأصيلي:

اتبع الباحث المنهج التحليلي لمعرفة دور سماسرة الأوراق المالية كوسيط للتداول في إتمام عمليات الشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية ، وأيضاً لفهم النصوص القانونية التي تتناول تنظيم ذلك ، وعند تناول الجانب النظامي أو القانوني اعتمد الباحث على ما ورد في تلك الأنظمة - سواء المصري أو الأمريكي- بتحليل النصوص، واستقراء ما ورد فيها، كما اعتمد الباحث أيضاً على المنهج التأصيلي: وذلك بتوثيق المعلومات والآراء من وجهات نظر رجال القانون سواء من خلال أحكام القضاء أو اجتهادات فقهاء القانون.

٢ - المنهج المقارن:

لقد اعتمد الباحث في هذا البحث على الأسلوب المقارن بالقانون الأمريكي ، ويرجع سبب اختيار القانون الأمريكي للمقارنة لعدة أسباب منها :-

١- أن الولايات المتحدة الأمريكية صاحبة أكبر وأكفأ أسواق للأوراق المالية على مستوى العالم ، والإطار القانوني للرقابة على تلك الأسواق يُعدُّ نموذجاً يُحتذى به في الكثير من الدول الأخرى ، وإننا نريد الاستفادة من تجربتهم في كيفية تنظيم عمل هذه الأسواق بصفة عامة .

٢- إنَّ النظام المالي في أمريكا قد مرَّ بفتراتٍ من الركود والكساد ، وواجه الكثير من الأزمات الاقتصادية مما شجَّعه على التطور من حيث وضع التزامات على عاتق السماسرة للتأكد من إتمام الصفقات خالية من أعمال الغش والاحتيال والتلاعب مما يضر بكفاءة الأسواق .

٣- كما يتواجد أكبر منتدى في العالم لفض المنازعات المتعلقة بالبورصة الأمريكية FINRA نستطيع أن نهتدي ونأخذ منه الكثير والكثير فيما يناسبنا ووضعنا الحالي ووضع الاقتصاد بشكل خاص.

رابعاً: إشكالية البحث:

تتمثل إشكالية البحث في أنّ ما يؤديه سمسرة الأوراق المالية - وسطاء التداول - من دور في تداول الأوراق المالية يُثقل كاهلهم بالعديد من الالتزامات التي يتعيّن عليهم الانصياع لها والالتزام بها للوصول إلى سوق كفاء يكون جاذباً للاستثمارات، وبعض هذه الالتزامات تُعدّ التزامات إدارية لا بد أن يلتزم بها الوسيط لكي يُرخص له الدخول في سوق الأوراق المالية ويستمر في عمله ، والبعض الآخر من الالتزامات تُفرض على الوسطاء باعتبارهم مهنيين في مناسبة معاملاتهم التي يجرّونها في إطار الشراء بالهامش ، وإن الإخلال بالنوع الأول - الالتزامات الإدارية - يترتب عليه مسؤولية الوسيط تجاه جهة الإدارة ، أما الإخلال بالنوع الثاني - الالتزامات المهنية - فيترتب عليه مسؤولية الوسيط تجاه عميله الذي يرتبط معه بعلاقة عقدية .

خامساً: خطة البحث:

تضمنت هذه الدراسة مطلبين، نتناول في المطلب الأول: الالتزامات الإدارية، أما المطلب الثاني الالتزامات المهنية، مختتمين بأهم نتائج هذا البحث.

المطلب الأول

الالتزامات الإدارية^(٢٢٩).

بدايةً نقصد بالالتزامات الإدارية تلك الإلتزامات التي تقع على عاتق الوسيط المالي ، سواء تلك التي تقع عليه بصورة عامة ، أو التي تقع عليه بمناسبة انخراطه في معاملات الشراء بالهامش ، وقد سُميت هذه الإلتزامات بـ "الإدارية" لأن الوسيط يلتزم بها تجاه الجهة الإدارية المُشرفة على نشاط الوسطاء ، فضلاً عن أن الإخلال بهذه الإلتزامات يؤدي إلى إمّا عدم الترخيص بمزاولة نشاط الوساطة أو سحب الترخيص أو تعليق النشاط لمدة محددة . ومن أهم هذه الإلتزامات الإلتزام بالتسجيل والالتزام بتمكين جهة الإدارة من المراقبة كما سنوضح في هذا المطلب .

أولاً : الإلتزام بالتسجيل .

ليس لكل شخص أن ينخرط في وساطة الأوراق المالية ، بل إنّ القانون المصري والقانون الأمريكي - محل المقارنة - اتفقا فيما بينهما على أن هذه المهنة محتكرة للأشخاص الذين يتم تسجيلهم كوسطاء ماليين ، ويقصد من التسجيل في بحثنا هذا تثبیت معلومات عن الشخص الذي ينوي أن يصبح وسيطاً مالياً في سجلات رسمية عامة تمسكها جهة إدارية محددة قانوناً^(٢٣٠) .

وعلى الرغم من عدم وجود خلاف بين القانونين - المصري والأمريكي - على ضرورة التسجيل كإجراء إداري وتنظيمي تجاه الجهة التي تملك حق إعطاء الترخيص للتعامل بالأوراق

(٢٢٩) للمزيد عن التزامات سمسرة الأوراق المالية ودورهم بشكل عام كوسطاء للتداول يراجع د. نادية محمد معوض ، دور سمسرة الأوراق المالية كوسطاء للتداول ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ ، ص ٢٢٣ وما بعدها .

(٢٣٠) لمعنى مشابه لهذا التعريف يراجع الموقع الإلكتروني <http://www.businessdictionary.com>

حيث نص على أن التسجيل يعني:

Entering information relating to assignments deeds. Contracts of sale, judgments, mortgages, new securities, etc, in public record book.

المالية، إلا أن القانون المصري اختلف عن القانون الأمريكي من حيث الشروط المطلوبة، وحتى في إطار قانون واحد تختلف شروط الترخيص من وسيطٍ لآخر بحسب النشاط الذي يؤديه. فالشخص الذي يتعامل بنظام الشراء بالهامش - نظراً لحساسيته - يجب أن تتوافر فيه مجموعة من الشروط الإضافية لا يلزم توافرها في ما لا يتعامل بالهامش. كما لا يجوز لأي شخص أن يتقدم بطلب الترخيص لأن القانون قد حدّد الشخص الذي بإمكانه تقديم الطلب.

• والوضع في قانون رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ فإن الوسيط في الشراء بالهامش ينطبق على شخصين هما السمسار وأمين الحفظ.

ففي هذا النطاق بيّن القانون المصري أن أيّاً من الأنشطة المبينة بالمادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال لا يمكن مزاولتها إلا بعد التسجيل والحصول على الترخيص^(٢٣١)، وذهب هذا القانون إلى أن الوساطة في الأوراق المالية حكر على شركات المساهمة والتوصية بالأسهم، ولا يُرخص لغيرهم من الأشخاص، وهذا يعني أن القانون المصري على الرغم من عدم اعترافه للوسيط الفرد أن يعمل كوسيط مالي، فقد قصر هذا الحق على نوعين من الشركات^(٢٣٢).

^(٢٣١) حددت المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الأنشطة التي يشترط لممارستها الحصول على ترخيص من الهيئة فحاء نص المادة تسري أحكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويقصد بها الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة التالية:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.
 - الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رءوس أموالها.
 - رأس المال المخاطر.
 - المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
 - تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
 - السمسرة في الأوراق المالية.
- ويجوز للوزير، بعد موافقة إدارة الهيئة إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية، وتقدم طلبات تأسيس هذه الشركات إلى الهيئة، وتبين اللائحة التنفيذية إجراءات وأوضاع تأسيسها والأحكام المنظمة لعملها والأعمال التي تدخل في تلك الأنشطة وبالفعل أضيف: نشاط تقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية بموجب القرار الوزاري رقم (١٨٤) لسنة ١٩٩٥، كما أضيف نشاط إمسك سجلات الأوراق المالية بموجب القرار الوزاري رقم (٨٩١) لسنة ١٩٩٥، كما أضيف نشاط تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات عن الأوراق المالية بموجب القرار الوزاري رقم (٦٣٢) لسنة ١٩٩٦، كما أضيف نشاط صناديق الاستثمار المباشر بموجب القرار الوزاري رقم (٩٣٥) لسنة ١٩٩٦، كما أضيف نشاط توريق الحقوق المالية بموجب القرار الوزاري رقم (٦٩٧) لسنة ٢٠٠١، كما أضيف نشاط الاستشارات المالية بموجب القرار الوزاري رقم (١٠١) لسنة ٢٠٠٧، كما أضيف نشاط صانع السوق بموجب القرار الوزاري رقم (٢٩٣) لسنة ٢٠٠٧، كما أضيف نشاط شركة خدمات الإدارة في مجال صناديق الاستثمار بموجب القرار الوزاري رقم (٢٩٥) لسنة ٢٠٠٧. (كما أضيف نشاطي الشراء بالهامش والبيع القصير بموجب قرار وزير التجارة الخارجية رقم ٥٥٣ لسنة ٢٠٠٢ والمستبدل بقرار وزير الاستثمار رقم ١٩٢ لسنة ٢٠٠٥ والمعدل بقرار وزير الاستثمار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧ الوقائع المصرية - العدد ٦٦ (تابع) في ٢٢/٣/٢٠٠٧ م).
- ^(٢٣٢) تنص المادة (٢٩) من قانون سوق رأس المال المصري على أنه "يشترط لمنح الترخيص المنصوص عليه في المادة السابقة على ما يأتي: ١- أن يكون طالب الترخيص شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم".

وقد بيّن هذا القانون مجموعة من الشروط التي يجب توفرها في طالب الترخيص قبل تقديم الطلب منها:-

- أن يمتلك طالب الترخيص رأس المال الكافي للإنخراط في تعاملات الأوراق المالية ، فلقد أوجب القانون على الشركة ألا يقل رأس المال المصدر والمدفوع للشركة التي ترغب في مزاولة عمليات الشراء بالهامش عن خمسة عشر مليون جنيهاً^(٢٣٣)، وأن تحتفظ في كل وقت بالحد الأدنى لصافي رأس المال السائل وفقاً لمعايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة^(٢٣٤).

ويتعيّن مراعاة أنّه في حالة انخفاض رأس مال الشركة السائل عن الحد المُشار إليه تلتزم الشركة بالتوقف عن قبول طلبات جديدة للشراء بالهامش . وفي هذه الحالة يجب على الشركة خلال خمسة أيام على الأكثر زيادة صافي رأس مال الشركة السائل إلى الحد الأدنى المقرر وإلا قامت الهيئة بمنع الشركة من مزاولة العمليات وإلغاء الموافقة الصادرة منها مع حقها في اتخاذ ما يلزم من إجراءات في هذا الصدد.

- كون العاملين لديه يملكون الخبرة المطلوبة من قبل الجهات المختصة^(٢٣٥) . ولكن يجب أن يلحظ أن الهيئة العامة للرقابة المالية ليست ملزمة بإصدار قرار الموافقة لكل من يقدم الطلب، حتى وإن توفرت فيه جميع الشروط المطلوبة، لأن قرار الموافقة مقيد بمدى حاجة السوق لنشاط طالب الترخيص، وبعد أن تتوفر جميع الشروط التي نصت عليها المادة (٢٩) من قانون سوق رأس المال يتم تقديم طلب الترخيص، والهيئة العامة للرقابة المالية هي الجهة ذات الإختصاص بمنح تراخيص العمل للوسطاء، وهي عندما تقدم إليها الطلب تصدر قرارها بالموافقة أو الرفض خلال ستين يوماً، وقرارها بالرفض غير قطعي وقابل للطعن أمام لجنة التظلمات، ولكن إذا أصبح قرارها قطعياً فُيُمنع الشخص من مزاولة نشاط الوساطة، وعلى رئيس الهيئة أن يصدر قراراً بوقف كل نشاط يتم بدون الترخيص، كما يجوز أن يتضمن قرار المنع غلق المكان الذي تتم فيه مزاولة النشاط غير المرخص به^(٢٣٦).

وإذا حدث أن فقد الوسيط أي شرط من الشروط التي نصّ عليها القانون الذي تم الترخيص بموجبه، فإنه يتم إنذاره بضرورة استكمال تلك الشروط خلال مدة تعينها الهيئة، وبعكس ذلك يتم وقف نشاط الشركة لمدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً، وإذا لم يقم الوسيط بإزالة سبب الوقف خلال المدة التي عيّنتها الهيئة يجب عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإلغاء قرار الترخيص^(٢٣٧).

ويُلاحظ على القانون المصري أنّه لم يبيّن حكم حالة عدم إصدار قرار من الهيئة بالرفض أو القبول خلال تلك المدة، فهل هذا يُعدُّ قراراً بالرفض أم بالقبول، وهل أن طالب الترخيص يمكنه الطعن في هذا التصرف أم لا؟ وهذه الحالة يجب معالجتها في القانون المصري.

(٢٣٣) المادة ٢/٢٩٠ من اللائحة التنفيذية

(٢٣٤) المادة ٢/٢٩١ من اللائحة التنفيذية .

(٢٣٥) تنص المادة (٢/٢٩) من قانون سوق رأس المال المصري على أنه " أن يتوافر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة

على النحو الذي يصدر به قرار من مجلس إدارة الهيئة " .

(٢٣٦) نص المادة (٢٨) من قانون رأس المال المصري .

(٢٣٧) نص المادة (٣٠) من قانون رأس المال المصري

• إنَّ السمسار الذي يتعامل بنظام الهامش لا يتحمل إلتزاماً إدارياً إضافياً أكثر مما يتحملة غيره من السماسرة، لذا فإن القانون لا يطالبه بإلتزامات إضافية، وإن الشخص الذي يلعب دوراً أكبر من السمسار هو أمين الحفظ الذي يجب أن يكون واحداً مما يأتي^(٢٣٨):

١- البنوك المسجلة لدي البنك المركزي.

٢- الشركات الأجنبية التي تمارس مهنة أمين الحفظ بشرط خضوعها للرقابة على وفق المعايير المعتمدة لدي مجلس إدارة الهيئة.

٣- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

٤- الشركات التي تزاوّل نشاط المالك المسجل.

وأمين الحفظ الذي يسجل اسمه لكي يحصل على ترخيص لمزاولة نشاطي الشراء بالهامش والبيع القصير تقع عليه مجموعة من الإلتزامات الإضافية ، كما عليه تلبية مجموعة من الشروط التي لا يلتزم بها غيره من أمناء الحفظ ومنها:

١- على طالب الترخيص أن يقدم بياناً بصافي رأس ماله وإجمالي التزاماته في آخر يوم عمل في الشهر الذي يسبق طلب الترخيص.

٢- تقديم ما يؤكد أن لديه نظام اتصال فعّال، على وفق ما حدّدته القوانين، على أن يكون قادراً على تحقيق المتابعة والرقابة.

٣- تقديم بيان يثبت فيه خبرة العاملين لديه في مجال التعامل بنظام الهامش.

ويقدم الطلب الذي أرفق به هذه البيانات إلى الهيئة العامة للرقابة المالية، التي تصدر قرارها بالموافقة أو الرفض خلال أسبوعين من تاريخ تقديم الطلب، وأن الشروط السابقة هي الشروط التي يجب توفرها للحصول على الترخيص هي شروط إنشاء، ولكن هناك شروط والتزامات أخرى يجب توفرها في أمين الحفظ حتى تستمر أهليته في المتاجرة بنظام الهامش، وقد حددتها اللائحة التنفيذية كالآتي:

١- أن يحتفظ بنسبة من رأس المال الصافي: على أمين الحفظ طيلة المدة التي يزاول فيها نشاط الشراء بالهامش أن يحتفظ بصافي رأس مال يساوي (١٥%) من قيمة التزاماته على أن لا يقل عن (٧٥٠٠٠٠٠) جنيه، ويهدف القانون من وراء ذلك إلى توفير قدر من الضمان للدائنين في حال إفلاس الشركة.

إنَّ الحدود المبيّنة في الأعلى هي عبارة عن الحد الأدنى للمتطلبات المتعلقة برأس مال شركات الحفظ الأمين العاملة في مجال المتاجرة بنظام الهامش، وإذا حدث وانخفض صافي رأسمالها عن هذا الحد فإنه تقع عليها مجموعة من الإلتزامات:-

^(٢٣٨) المادة (٤٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمادة (٤٦) مكرر من نفس اللائحة الصادرة بموجب قرار وزير التجارة الخارجية برقم (٥٥٤) لسنة ٢٠٠٠ وتعديلها بقرار وزير الاستثمار برقم (١٩٣) لسنة ٢٠٠٥ المنشور في الوقائع المصرية بالعدد (١٤٥) في ٢٩ يونية ٢٠٠٥ .

أ- **إخطار البورصة:** حيث يلتزم أمين الحفظ بموجب المادة (٢٩١)^(٢٣٩) بأن يخطر إدارة البورصة بشكل يومي عن حالته المالية وصافي رأس ماله، وفي حالة حدوث الإنخفاض فعليه تحديد سببه وكيفية معالجته.

ب- **التوقف عن قبول الطلبات الجديدة:** على أمين الحفظ فور إنخفاض رأس ماله التوقف عن قبول الطلبات الجديدة، وعليه أن يعالج ذلك خلال (٣٠) يوماً من حدوث الانخفاض، وإلا فإن الأمر يُعرضُ على الهيئة العامة للرقابة المالية للبت في إلغاء الترخيص.

٢- **إخطار البورصة وشركة الإبداع والقيود المركزي** بشكل يومي عن كل العمليات التي تعتمد على الشراء بالهامش.

أمّا فيما يتعلق بالتشريع الأمريكي فإن الجهة التي تملك الصلاحية للترخيص بمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية هي هيئة بورصات الأوراق المالية (SEC) فيما يتعلق بالأنشطة التي تقع تحت صلاحياتها، (CFTC) بالنسبة للمتاجرة ببعض أنواع المشتقات المالية.

وقد أُلزم المشرع الأمريكي من خلال قانون بورصة الأوراق المالية كل من ينوي الدخول إلى أعمال الوساطة أن يسجل اسمه لدى هيئة بورصات الأوراق المالية (SEC)، ولكن القانون قد فرق بين فئتين من الوسطاء، وهما الوسطاء الذين يتخطى نطاق أنشطتهم حدود ولاية واحدة، فهم ملزمون بالتسجيل لدى الهيئة (والتي هي عبارة عن هيئة فيدرالية)، أما الفئة الثانية، أي الوسطاء الذين ينحصر نشاطهم في إقليم معين فلا يلزمون بذلك، بل يمكنهم الاكتفاء بالتسجيل والعمل على وفق القوانين والإجراءات المتبعة في كل ولاية^(٢٤٠)، أمّا الوسطاء الذين يتوسطون في المشتقات المالية فهؤلاء الوسطاء عليهم التسجيل لدى هيئة تجارة العقود المستقبلية (CFTC)، وإذا انخرط الوسيط في النشاطين معاً فعليه التسجيل لدى (SEC)، (CFTC)، لأن هيئة تجارة العقود المستقبلية تنظر إلى العقود المستقبلية باعتبارها عقوداً، أما (SEC) فهي تنظر إلى تلك العقود باعتبارها أوراقاً مالية.

^(٢٣٩) تنص المادة ٢٩١ من اللائحة التنفيذية من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على " على أمين الحفظ الذي يزاول أياً من النشاطين المشار إليهما أن يحتفظ في كل وقت بصافي رأس مال لا يقل عن (١٥ %) من إجمالي التزامات و بحد أدنى ٧٥ ألف جنيه وفقاً للمعايير المبينة بالملحق رقم (٥) المرفق بهذه اللائحة.

وعليه أن يخطر الهيئة والبورصة بواسطة ربط إلكتروني بصافي رأس ماله ومجموع التزاماته يومياً وفي اليوم الأخير من كل شهر وكما طلبت الهيئة والبورصة، وكذلك عند انخفاض صافي رأس ماله عن الحدود المنصوص عليها في الفقرة السابقة وأسبابه وكيفية معالجته، على أن عزز ذلك الإخطار خلال يومين بكتاب موقع من الممثل القانوني أو العضو المنتدب حسب الأحوال..."

^(١) SEC. ١٥. (a) (١) "It shall be unlawful for any broker or dealer which is either a person other than a natural person or a natural person not associated with a broker or dealer which is a person other than a natural person (other than such a broker or dealer whose business is exclusively intrastate and who does not make use of any facility of a national securities exchange) to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transactions in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than an exempted security or commercial paper, bankers acceptances or commercial bills) unless such broker or dealer is registered in accordance with subsection (b) of this section".

وبهذا قد حدد القانون الأمريكي كيفية تقديم الطلب، حيث أوضح أن طلب الترخيص يتم من خلال ملء استمارة معدة مسبقاً من قبل الهيئة^(٢٤١)، والتي تسمى بـ استمارة (BD)^(٢٤٢)، وهي اختصار لكلمتي (Broker, dealer)، وهذا الترخيص لا يعد نافذاً إلا بعد حصول الوسيط على العضوية في إحدى البورصات أو في إحدى المنظمات ذات التنظيم الذاتي SROS^(٢٤٣)

وفي هذا يختلف القانون الأمريكي عن التشريع المصري لأن الترخيص بمزاولة نشاط الوساطة في القانون الأمريكي لا يعلق على حصول الوسيط على عضوية إحدى البورصات، بل إن الترخيص لا يتم تفعيله إلا بعد أن يصبح الوسيط عضواً في إحدى الجهات التي حددها القانون، وفي نظر الباحث أن الأجراء الوارد في القانون الأمريكي أدق وأفضل مما ورد في القانون المصري.

(٢)Sec (١٥) (b) (١) A broker or dealer may be registered by filing with the commission an application for registration in such form...".

^(٢٤٢)على وفق هذه الاستمارة يلزم الوسيط بتقديم معلومات وافية عن خلفية أعماله والأعمال التي ينوي القيام بها وأسماء الموظفين والعاملين لديه وخبراتهم العلمية والعملية وكما يطلب منه بأن يوضح فيما هل هو يتاجر بالعقود المستقبلية والاختيار أم لا ؟ .
^(٢٤٣)ويقصد بالمنظمة ذات التنظيم الذاتي وفقاً للقانون الأمريكي : بورصات الأوراق المالية والجمعيات المسجلة العاملة في مجال الأوراق المالية أو وكالة مسجلة للمقاصة .

فالمنظمات ذاتية الرقابة (Self – Regulatory organizations (SROs) يقصد بهذه المنظمات الجهات العاملة بسوق المال والتي تقوم بنوع من الرقابة الذاتية على أعمالها بوضع القواعد اللازمة لتنظيم أنشطتها والرقابة على أعضائها مثل البورصات ، جمعيات الأوراق المالية ، أسواق التداول خارج المقصورة ، شركات المقاصة والتسوية ، صناديق أو مؤسسات حماية المستثمرين
ويجب أن تستفيد الجهة الرقابية من وجود المؤسسات ذاتية الرقابة العاملة بالسوق ، ويجب أن تكون لتلك المنظمات بموجب القانون - صلاحية الرقابة والإشراف المباشر (Direct oversight) على أعمالها ، وعلى الأعضاء العاملين لدى كل منها ، كل في مجال نشاطه وأن يكون ذلك في حدود ما تسمح به طبيعة وحجم السوق ، ومستوى كفاءة النظم الرقابية في تلك المنظمات ، وذلك باعتبار أن المنظمات ذاتية الرقابة في سوق رأس المال هي من قنوات الرقابة التي==تتمارس من خلالها الجهة الرقابية على السوق عملها الرقابي ، ولذا فإن الجهة الرقابية يجب أن تتأكد من تأدية تلك المنظمات لوظائفها بحياد ونزاهة ، ووفقاً لمعايير الثقة والمسؤولية.
وجدير بالذكر أن النظام الرقابي الأمريكي على سوق رأس المال يعتمد إلى حد كبير على أعضاء السوق أنفسهم في تنظيم وممارسة رقابة ذاتية على أعمالهم ، من خلال مثل تلك المنظمات على عكس الناظم المصري الذي مازال يفتقر إلى ذلك وقد عرفت الفقرة (٢٦) من القسم (٣) من قانون بورصة الأوراق المالية هذا النوع من المنظمات بأنها:

"The term" self- regulatory organization" means any national securities exchange, registered securities association or registered clearing agency or (solely for purposes of sections ١٩ (b), ١٩(c) and ٢٣ (b) of this title) the Municipal securities rulemaking board established by section ١٥B of the title".

ومن أهم المنظمات ذات التنظيم الذاتي هي (finra) والتي هي اختصار لكلمة (Financial Industry Regulatory Authority) وهي عبارة عن أكبر هيئة رقابية مستقلة لجميع شركات الأوراق المالية والتي تهدف إلى حماية المستثمرين عن طريق إجراء معاملات الأوراق المالية بكل أمانة ونزاهة ، وهي تراقب حوالي (٤٥٦٠) من شركات الوساطة المالية وحوالي (١٦٣٤٦٥) من فروع لتلك الشركات وحوالي (٦٣٠٨٢٠) من الممثلين ، ويركز جانب كبير من نشاط هذه المنظمة على تقييف المستثمرين ، كما تحاول أن تقوم وبشكل استباقي بمعالجة المشاكل التي من الممكن أن تؤدي إلى الإضرار بالسوق والمستثمرين ، وهذه الهيئة تؤدي عملها من خلال (٢٠) مكتب منتشرين في الولايات المتحدة الأمريكية وتدير أعمالهما من خلال (٣٠٠٠) موظف وتتفق أموالاً طائلة في برامج تقييف المستثمرين .

انظر الموقع: www.finra.org

Phillip D.Parker The concept of self Regulation under the federal securities law SEC Institute for securities market development march ٢٠٠٢ , page ٢

في القانون الأمريكي تكون الهيئة ملزمة بالرد على طلب الترخيص خلال (٤٥) يوماً من يوم تقديمه، وفي حالة الرفض، على الهيئة أن تسبب قرارها، وعليها أن تخصص جلسة لاستماع اعتراضات طالب الترخيص^(٢٤٤)، لكن الهيئة ليست ملزمة بأن تمنح الترخيص لكل من طالب به، لأنها تصدر التراخيص وفقاً لاحتياجات الأسواق بالاستناد على توفر المتطلبات في طالب الترخيص، ولكن هناك بعض الحالات التي فيها تكون الهيئة ملزمة برفض طلب الترخيص، وهي الحالات التي حددها القانون، كما إذا استخدم طالب الترخيص في اسمه كلمات توهم العملاء^(٢٤٥)، وقرار الترخيص لمزولة نشاط الوساطة لا يصبح نهائياً، إلا بعد ستة أشهر، أو أن الوسيط يكون تحت التجربة والمراقبة لمدة ستة أشهر، وذلك لكي يتم التأكد من أن الوسيط لا ينوي التهرب من الأحكام القانونية المنظمة للمجال الذي هو ينوي التعامل فيه^(٢٤٦).

ويرى الباحث أن هذا التفصيل الدقيق لقواعد تسجيل الوسطاء ومراقبتهم في التشريع الأمريكي أكثر تفصيلاً من القواعد المقابلة لها في التشريع المصري وهذا مرده إلى الدور الذي يلعبه الوسيط في أسواق المال الأمريكية وكذلك مع حجم التداولات في تلك الأسواق.

ثانياً: الإلتزام بتسهيل عملية المراقبة

إن الوسيط المالي باعتباره شخصاً مهنيًا في مجال تداول الأوراق المالية فإن تصرفاته تؤثر في حالة السوق سلباً وإيجاباً، لذلك فقد نصَّ القانون الأمريكي - محل المقارنة - على ضرورة قيام الجهة المشرفة على مراقبة أعمال الوسيط المالي لكي يلتزم الأخير بتسهيل هذه المهمة.

وكذلك نصَّ القانون المصري على ضرورة التزام الوسيط بالخضوع للمراقبة وتسهيلها، ولكن يرى البعض أن ضعف القواعد القانونية فيما يتعلق بتحديد العقوبات عند حدوث المخالفات قد سبَّب في الكثير من حالات التلاعب بأموال العملاء، وذلك على الرغم من أن القانون قد أعطى الصلاحية لهيئة الرقابة المالية بمعاينة شركات السمسرة^(٢٤٧).

وقد نصت المادة (٤٤) من قانون سوق رأس المال المصري على حق الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على الشركات الخاضعة لقانون سوق رأس المال، إلا أنه لم يبيِّن التزام تلك الشركات ولا سيمًا شركات السمسرة بتسهيل عملية الإشراف والرقابة^(٢٤٨)، ولكن ذهبت المادة

(٢٤٤) Act ١٩٣٤.(١٥) (b) ١b

(٢٤٥) هناك بعض العبارات التي يحظر على الوسطاء استعمالها كاستخدام كلمة (الوطنية) و(الولايات المتحدة) و(البنك الاحتياطي) وغيرها من التعابير والمصطلحات التي من شأنها إيهام العميل بشأن هوية الوسيط Act ١٩٣٤.(١٥) (b) ١b

(٢٤٦) Act ١٩٣٤.(١٥) (٢) c

(٢٤٧) عبدالرحمن شلبي، شركات سمسرة تستغل ضعف الرقابة الحكومية وتتلاعب بأسهم ومصالح المستثمرين، مقال منشور على الموقع الإلكتروني www.arizj.net آخر زيارة للموقع كانت في ٢٥ / ١٢ / ٢٠١٥

(٢٤٨) تنص المادة (٤٤) من قانون رأس المال المصري على " مجلس إدارة الهيئة، هو السلطة المختصة بشئونها وتصريف أمورها، وله أن يتخذ ما يراه لازماً من قرارات نهائية لمباشرة اختصاصات الهيئة وتحقيق أغراضها، وعلى الأخص:

١- وضع السياسة التي تدير عليها ممارسة اختصاصاتها وما يتصل بذلك من خطط وبرامج.

٢- وضع قواعد النفتيش والرقابة على الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون

٣- تحديد مقابل الخدمات التي تقدمها الهيئة.

٤- وضع القواعد الاستعانة بالخبراء وطلب الاستشارات التي تعين الهيئة على قيامها بوظائفها.

٥- الموافقة على مشروع الموازنة السنوية للهيئة.

(٢٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري إلى فرض التزام على أمين الحفظ الذي يزاول أيًا من نشاطي الشراء بالهامش والبيع القصير بضرورة تسهيل أعمال المراقبة والتفتيش فنصت على أنه " ويقدم طلب أمين الحفظ بالموافقة على مزاوله أي من النشاطين المشار إليهما إلى الهيئة مرفقاً به .. بياناً بالنظام الفني لمعالجة المعلومات وما يفيد وجود خط ربط إلكتروني بين الطالب والهيئة والبورصة وشركة الإيداع والقيود المركزي بما يحقق المتابعة والرقابة، وكذلك ما يفيد وجود نظام تسجيل هاتفي على النحو الوارد بالمادة (٢٦٣) من هذه اللائحة." هذا يعني أن موقف أمين الحفظ من المراقبة والتفتيش ليس موقفاً سلبياً فقط، بل إن القانون قد ألزمه بأن يرتب نظاماً فنياً لتسهيل على الجهات المختصة مراقبة أعماله^(٢٤٩).

ونخلص من هذا النص أن المشرع المصري قد أحسن صنعا في فرضه عدة التزامات على شركات السمسرة - الوسطاء الماليين - في مواجهة البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية تسهياً لعملية المراقبة وتمثل في :-

- ١- تمكين البورصة والهيئة من الإطلاع والحصول على جميع المعلومات والبيانات والمستندات المتعلقة بعمليات الشراء بالهامش في جميع الأوقات . وكذلك يتعين عليها - بناءً على طلب الهيئة أو البورصة - توفير تلك البيانات عن طريق خط الربط الإلكتروني .
- ٢- تلتزم الشركة بموافقة الهيئة العامة للرقابة المالية بنموذج العقد الذي ترغب في التعامل به للتحقق من تضمينه للشروط والأحكام المنصوص عليها في المادة (٢٩٦) من اللائحة التنفيذية^(٢٥٠) ، وذلك قبل استخدام هذا النموذج ، وللهيئة إدخال التعديلات اللازمة على هذا النموذج .

ويكون لمجلس الإدارة بالنسبة إلى الهيئة الاختصاصات المقررة بالقانون رقم ٧٣ لسنة ١٩٧٦ .

ولمجلس الإدارة أن يعهد إلى عضو أو أكثر من بين أعضائه القيام بمهمة محددة .

^(٢٤٩) إن إعاقة عمل الجهات المختصة في التدقيق ومراجعة المعلومات تُعدُّ بحد ذاتها عملاً منشأً للمسؤولية الجزائية . للمزيد يرجع د. منير أبو ريشة ، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ٢٠٠٧ ص ٢٠٧ وما بعدها .

^(٢٥٠) تنص المادة ٢٩٦ على " على أمين الحفظ أن يعيد تقييم الأوراق المالية محل الشراء بالهامش في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية فإذا تبين له نتيجة لانخفاض القيمة السوقية لهذه الأوراق أن مديونية العميل قد تجاوزت (٦٠ ٪) من قيمتها السوقية بسعر الإقفال محتسباً على أساس المتوسط المرجح وجب عليه إخطار العميل بتخفيض هذه النسبة سواء بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات، وعليه اتخاذ هذا الإجراء إذا بلغت النسبة (٨٥ ٪) بالنسبة للسندات الحكومية .

ولأمين الحفظ في الحالات التالية اتخاذ إجراءات بين الأوراق المالية وتسييل الضمانات المقدمة من العميل للوصول بنسبة مديونيته إلى (٥٠ ٪) بالنسبة للأوراق المالية (٨٠٪) بالنسبة للسندات الحكومية أو أقل: =

(أ) إذا لم يتم العميل بتخفيض نسبة مديونيته عن النسبة المشار إليها في الفقرة السابقة وذلك بعد مرور يومى عمل من إخطاره ولم يقدم ضمانات إضافية.

(ب) إذا بلغت نسبة مديونية العميل (٧٠ ٪) من القيمة السوقية للأوراق المالية أو (٨٥٪) من القيمة السوقية للسندات الحكومية.

وتقوم إدارة البورصة باتخاذ الإجراءات اللازمة في حالة فقد الورقة المالية لأحد الشروط أو المعايير التي تضعها البورصة للتعامل على هذه الورقة وفق نظام الشراء بالهامش .

وللبورصة بعد موافقة الهيئة وفي الأحوال التي ترى فيها لزوماً لذلك قصر وسائل تخفيض نسبة المديونية إما بالسداد النقدي أو بإحدى الضمانات الواردة والمقيمة، وفقاً للنسب الآتية:

- ٣- تلتزم الشركة بأن تخطر كلاً من الهيئة والبورصة في أول يوم عمل من كل أسبوع أو عند طلب الهيئة أو البورصة ما يلي :-
- قيمة المبالغ المتاحة للتعامل بالهامش ومصادرها وقيمة عمليات الشراء بالهامش التي قامت بتنفيذها .
 - إجمالي المبالغ المستحقة من عملاء الشركة بالهامش .
 - إجمالي القيمة السوقية للضمانات المقدمة من عملاء الشراء بالهامش .
 - نسبة مجموع المبالغ المستحقة من عملاء الشركة بالهامش إلى إجمالي القيمة السوقية للضمانات المقدمة منهم .
 - قيمة الأوراق المالية التي تم بيعها وقيمة خطابات الضمان التي تم تسيلها خلال الشهر ومدىونية العملاء الذين تم بيع أو تسهيل هذه الضمانات لحسابهم .
- ٤- يجب على الشركة أيضاً أن ترفق بالإخطار الشهري إقراراً من العضو المنتدب والمدير المالي للشركة أو المسؤول بالبنك بأن كل البيانات المقدمة صحيحة ، كما يتعيّن عليها إرسال تقرير ربع سنوي بما تقدم مرفقاً به تقرير مراجعة من مراقب الحسابات إلى كل من الهيئة والبورصة خلال ٤٥ يوماً من نهاية كل ربع سنة (٢٥١) .

وعلى الرغم من عدم ورود نص في قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكية على التزام الوسيط بتسهيل عملية المراقبة، إلا أنه قد نصّ على أن الوسيط أو الوكيل قد يتعرضان إلى وقف النشاط أو إلغاء الترخيص الممنوح له ما إذا قاما بتزويد الجهات المختصة بالمراقبة بمعلومات كاذبة ومُضللة، وهذا يعني أن على الوسيط أن يعمل على توفير المعلومات كلها، التي تسهل على تلك الجهات عمليات الرقابة (٢٥٢) .

ويرى الباحث أنّ أخطر مشكلة تواجه أسواق رأس المال عامة وسوق الأوراق المالية خاصة تكمن في الرقابة عليها ، ذلك أنّ الرقابة المفترطة في التشدد وإن كانت تحقق الأمان للمستثمرين وتضبط عمليات الغش والتلاعب إلا أنّها تصيب السوق بالركود . وعلى الصعيد الآخر فالسوق الذي يخضع لرقابة متساهلة بغية تنشيط عملياتها وتسهيل تداول الأوراق المالية فيها يُعدّ مرتعاً خصباً لاتفاقيات التلاعب والبيوع الوهمية وغيرها من العمليات غير المشروعة .

إذا فالمطلوب في هذا الشأن هو الرقابة الداخلية التي تمارسها أجهزة الإدارة بالسوق – كمكتب لجنة البورصة – مهمته دراسة أوضاع السوق وتقديم مقترحات وتوصيات وحماية الحقوق

(أ) " ١٠٠ % " من قسمة خطابات الضمان المصرفية غير المشروطة الصادرة عن البنوك وفروع البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي.

(ب) " ١٠٠ % " من القيمة الحالية لأذون الخزانة.

(ج) " ٩٠ % " من الودائع البنكية.

(د) " ٧٠ % " من القيمة السوقية للأوراق المالية الأخرى التي يقبلها أمين الحفظ المرخص له بشرط أن تنطبق عليها المعايير التي تضعها البورصة وفقاً لأحكام المادة (٢٩٣) من هذه اللائحة.

وتسرى أحكام هذه المادة عند انخفاض القيمة السوقية للضمانات المقدمة من العميل ويجوز للهيئة تعديل النسب المشار إليها طبقاً لأوضاع السوق.

(٢٥١) . نادية محمد معوض ، مرجع سابق ، ص٢٥٥ وما بعدها .

(٢٥٢) SEC.١٥.(a)(٤)B Securities Exchange Act of ١٩٣٤.

والمصالح المشتركة ، حيث يجوز لها إيقاف أو تعديل أو إلغاء أيّة عملية تداول جرت على خلاف القانون . أمّا الرقابة الخارجية فهي التي تمارسها أجهزة متخصصة مثل الهيئة العامة للرقابة المالية ولجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية^(٢٥٣) .

المطلب الثاني

الإلتزامات المهنية للوسيط في الشراء بالهامش

إنّ التعامل بالأوراق المالية ينطوي على قدر كبير من المخاطر، إذا لم يتم إلزام المتعاملين بقواعد قانونية من شأنها منعهم عن الإضرار بالعملاء، وبالنظام المالي للدولة بشكل عام . وبهدف تحقيق هذا الغرض فقد فرض القانون محل المقارنة – القانون الأمريكي - الكثير من الإلتزامات على الوسطاء الماليين باعتبارهم ذوي الخبرة في الموضوع.

كما أنّ نشاط الشراء بالهامش يعتبر جزءاً من معاملات البورصة فإنّه يفرض على الوسيط الإلتزام بمجموعة من الإلتزامات الإضافية التي لا يلتزم بها غيره من الوسطاء الذين لا يتعاملون بهذا النظام، ويتم ذلك دون أن يؤدي إلى إعفاء من الإلتزامات العامة التي يجب على كل الوسطاء الإلتزام بها، وهذه الإلتزامات بمجموعها تهدف إلى تأمين سلامة ونزاهة المعاملات بما يكفل في النهاية حماية أطراف التعامل والنظام الاقتصادي بشكل عام، وسنجد تلك الإلتزامات في الآتي:

أولاً: الإلتزام بقواعد السوق وعدم الإضرار بالعملاء .

إذا كان السوق المالي هو البيئة التي يعمل فيها الوسيط مع عشرات المتعاملين الآخرين، فإنّ هذا السوق لا بد وأن يكون محكوماً بقواعدٍ تنظمه وتنظم سلوك من يعملون فيه، وقد لاحظنا من خلال هذه الدراسة أنّ القانون محل المقارنة – القانون الأمريكي - قد أحاط العمل والتعامل في هذا السوق بعشرات القواعد المنظمة له، ولذلك فمن البديهي أن يكون أول الإلتزامات المهنية للوسيط في نشاط الشراء بالهامش هو الإلتزام بالقواعد التي تحكم سوق هذه التجارة، ويرتبط بهذا الإلتزام إلزام آخر يجب على الوسيط الإلتزام به، ويتمثل في عدم الإضرار بالعملاء ، ووجه ذلك الإرتباط هو أنّ قواعد السوق إنما تهدف في جانب كبير منها إلى حماية العملاء ومنع الإضرار بمصالحهم من قبل الوسطاء المحتكرين للعمل في السوق ، ولتسليط المزيد من الضوء على تفاصيل هذا الإلتزام وموجباته نقسم هذا الإلتزام إلى قسمين نبحث في أولهما الشق الأول من الإلتزام (الإلتزام بقواعد السوق) قبل الإنتقال إلى الشق الثاني وهو (عدم الإضرار بالعملاء) .

أ- الإلتزام بقواعد السوق .

إنّ وسيط الأوراق المالية عند تعامله مع العملاء ملزم بأن يلتزم بقواعد السوق التي من شأنها تحقيق التعامل العادل مع العملاء ، ومن ضمن هذه القواعد: ضرورة تسجيل أوامر العملاء وتنفيذها بحسب تاريخ تسجيلها لديه^(٢٥٤)، وهو في هذا المجال يحظر عليه أن يقدم أمراً على آخر، فتاريخ التسجيل هو المعيار الوحيد في تنفيذ أوامر العملاء، وفي نشاط الشراء بالهامش يلعب هذا

^(٢٥٣) لمزيد من التفصيل عن الرقابة الخارجية يراجع د. فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة ، دار النهضة العربية ، ٢٠١٣ .

^(٢٥٤) المادة (٩١) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ م .

الالتزام دوراً أكبر مما يلعبه في الأنشطة والمجالات الأخرى، لأنَّ الوسطاء الماليين تتحدد قدرتهم في تقديم الائتمان وفقاً لقدراتهم المالية، لذا فإنَّ الوسيط الذي يقدم الائتمان مطالب بالحفاظ على قدر من رأس المال الصافي، لذلك قد يضطر الوسيط في بعض الأحيان إلى الإمتناع عن قبول طلبات الشراء بالهامش والطلبات الأخرى إذا جعل قبول هذا الطلب من رأس ماله دون المستوى المطلوب، وإذا قدم الوسيط طلباً على آخر وقدم اللاحق على السابق من حيث التاريخ ربما يسبب بعمله هذا حرمان الأحق من أن يستفيد من مزايا الشراء بالهامش، وإذ حدث ذلك فإنَّ الوسيط يكون مسؤولاً أمام الجهة الإدارية وأمام العميل.

أمَّا الالتزام بمكان التداول وأوقاته فيُعَدُّ من الالتزامات الأخرى التي على الوسيط الالتزام بها، وكذلك على الوسيط عند تنفيذه للأوامر أن يحرص على عدم إرباك السوق من خلال تنفيذ المضاربات الوهمية^(٢٥٥)، كما أنَّ الوسيط المالي لا يمكنه أن يخرج عن السوق إلا بعد أن يوفي بجميع التزاماته، ويتم التثبيت من تبرئة ذمته المالية تجاه المتعاملين معه، سواء من العملاء أو من الجهات الإدارية^(٢٥٦)، لذلك فإنَّ القانون الأمريكي - محل المقارنة - يفرض على الوسيط الاحتفاظ برأس مال صافٍ في كل الأوقات، على أن يكون مناسباً مع النشاط الذي ينخرط فيه الوسيط، وإنَّ الوسيط الذي يعمل بنظام الشراء بالهامش مطالب بأن يكون لديه رأس مال أكبر من الوسطاء الذين لا يعملون على وفق هذا النظام، لأن درجة المخاطر ترتفع في هذا النوع من المتاجرة.

ب- عدم الإضرار بالعملاء .

الإلتزام بعدم الإضرار بالعملاء تندرج تحته مجموعة من الإلتزامات الفرعية، والتقيد بمجموع هذه الإلتزامات يحقق حماية العملاء من التصرفات الضارة التي قد تصدر من الوسيط إن لم يكن هناك وجود لهذا الإلتزام، ومن بين تلك الإلتزامات بعدم التوسط لمصلحته الشخصية إلا في الحدود التي رسمها القانون، وكذلك الإلتزام بإخبار العميل عند وجود تعارض بين المصالح، وستناول هذين الإلتزامين من خلال البندين الآتيين، ولكن هذا الإلتزام الرئيسي لا يتفرع إلى هذين الإلتزامين فحسب، بل هناك الإلتزام بالامتناع عن المضاربات الوهمية وعدم استعمال المعلومات الداخلية للشركات وغيرها، إلا أن المقام لا يتسع لبحث جميع التفاصيل الفرعية.

البند الأول: عدم التوسط لحسابه إلا في الحدود التي رسمها القانون: من مظهر تحقيق التعامل العادل وعدم الإضرار بالعملاء إلزام الوسيط بعدم التوسط لحسابه الخاص إلا في بعض الحالات.

واللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري أكثر صراحة في الحكم بعدم قانونية توسط الوسيط لحسابه الخاص، لم يفرق في هذا بين المركز الذي يتخذه الوسيط فيما هل هو يتخذ مركز البائع أم المشتري، وكذلك لم يفرق بين تنفيذ المعاملة بصورة مباشرة من قبل الوسيط أم من قبل شخص آخر يسيطر عليه^(٢٥٧).

^(٢٥٥) القسم (٩) من قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤ وكذلك المادة (٩٣) من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال المصري التي تنص على " تقوم الهيئة بمراقبة سوق التداول والتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة ، وأن عقد العمليات في البورصة غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية "

^(٢٥٦) المادة (٣٣) من القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢

^(٢٥٧) المادة (٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي تنص على " يحظر على شركة السمسرة اتباع سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم ، كما يحظر عليها عقد عمليات لحسابها الخاص "

وتطبيقاً لذلك فقد قضت محكمة القاهرة الاقتصادية بالجلسة المنعقدة يوم ١٦/٤/٢٠١٤. في الدعوى المرفوعة من السيد / ضد أولاً :- السيد / رئيس مجلس إدارة شركة لتداول الأوراق المالية بصفته ثانياً :- العضو المنتدب لشركة لتداول الأوراق المالية بصفته ثالثاً :- السيد الأستاذ / رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية بصفته . تخلص واقعة النزاع في أن المدعى أقام الدعوى الماثلة بموجب صحيفة استوفت أوضاعها الشكلية ووقعت من محام وأودعت قلم كتاب هذه المحكمة بتاريخ ١٠/٩/٢٠١٣ طلب المدعي في ختامها الحكم بإلزام المدعى عليهما الأول والثاني بأن يؤدي للمدعى مبلغ و قدره مليون جنيه كتعويض نهائي عن الأضرار المادية و الأدبية التي أصيب بها المدعى مع شمول الحكم بالنفاذ المعجل طبقاً من قيد الكفالة مع إلزام المعلن إليهم ثانياً و ثالثاً بالمصروفات و مقابل أتعاب المحاماة مع حفظ حقوق الطالب الأخرى ، وذلك على سند من القول انه بموجب عقد فتح حساب مؤرخ ٢٠١٠/١/٣١ تعاقد المدعى مع الشركة المدعى عليها الأولى بغرض إدارة حساب شراء و بيع الأسهم خاصته و بالفعل قام بتحويل أسهمه و تجميدها في البنك الخاص بالشركة و وقع على عدة أوامر بيع و شراء على بياض حتى يتمكن مدير الفرع من إنهاء إجراءات بيع و شراء الأسهم ، وبالفعل باشرت الشركة التعامل علي حساباته حيث كانت تحقق خسائر إلا أن مسؤولي الشركة كانوا يبلغوه بتحقيقه لأرباح حتى توجه لمقر الشركة لسحب مبلغ نقدي حيث فوجئ برغبة مسؤولي الشركة في إستيقاعه علي عدد من أوامر البيع و الشراء لم يأمر بها، و تبين له أن حسابه خاسر فرفض التوقيع علي الأوامر و طالب برد قيمة الخسائر فرفض مسؤولي الشركة رد المبالغ كما رفضوا فك الحظر عن الأسهم خاصته، الأمر الذي دعاه لتقديم شكوى بهيئة الرقابة المالية و عقب فحص الشكوى تبينت الهيئة وجود تلاعب بعمليات البيع و الشراء و حددت مبلغ ٧٠٦٦.٣٥ جنيه ألزمت الشركة بردها إليه و بالفعل قامت الشركة بتاريخ ١٧/٨/٢٠١١ بعرض المبلغ عليه علي يد محضر فقام بإستلامه مع تحفظه بأن الخسائر تجاوز المائتي ألف جنيه و أنه قد ترتب علي تلاعب المدعى عليهم في حسابه أن أحقوا به أضراراً مادية و أدبية تمثلت فيما لحقه من خسائر وما فاتته من كسب و هو ما يستحق المدعى معه تعويضاً عن تلك العمليات بمبلغ مليون جنيه و هو ما حدا به لإقامة دعواه الماثلة بغية الحكم بطلابته سألقة البيان .

هذا ولما كان هذا السلوك من جانب الشركة المدعى عليها الأولى يُعد مخالفة للقواعد الواجب اتباعها طبقاً لقانون رأس المال و لائحته التنفيذية و من ثم يقوم به ركن الخطأ في جانبها لا سيما وقد نصت المادة (٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال على أنه " يحظر علي شركة السمسرة إتباع أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم كما يحظر عليها عقد عمليات لحسابها الخاص " .

كما نصت المادة (٩١) علي أنه " يجب علي شركة السمسرة تسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها و يتضمن التسجيل مضمون الأمر و اسم مصدره و صفته و ساعة و كيفية وروده إلي الشركة و الثمن الذي يرغب العميل التعامل به " .

وكذا فإن الشركة المدعى عليها لم تقدم ما يناقض ذلك أو ما يؤكد موافقة المدعى علي العمليات كما لم يثبت مصادقة المدعى علي رصيد حساب تلك العمليات .

أما بشأن ما ادعى به المدعى من قيام الشركة من مباشرة بعض عمليات البيع و الشراء علي أسهمه بغير علمه فإنه لما كان المدعى لم يدع بتزوير أيا من أوامر البيع و الشراء التي تستند إليها الشركة المدعى عليها بل علي النقيض من ذلك أقر و موكله أمام الإدارة المركزية لشكاوى المتعاملين و مكافحة الغش بهيئة الرقابة المالية بأن الأوامر موقعة منه وبمعرفة .

هذا ولا ينال مما تقدم ما ادعى به المدعى ووكيله من أن التوقيع علي هذه الأوامر قد جاء على بياض حيث أن ذلك لم يثبت بالأوراق كما لم يقدم المدعى ثمة دليل عليه، بل على النقيض من ذلك فقد ثبتت بالأوراق مصادقة المدعى علي رصيد تلك العمليات وقام بسحب و إيداع مبالغ لرصيده بعدها ، الأمر الذي يفيد موافقته علي العمليات التي تمت .

أمّا بشأن الأضرار المادية و الأضرار الأدبية التي أصابت المدعى من جراء الخطأ المشار إليه فإنّ المستقر عليه فقهاً و قضاءً أنّه " يكفي في تقدير التعويض عن الضرر الأدبي أن يكون مواسياً للمضروور و يكفل ردّ اعتباره ، و هو ما يتوافر بما يراه القاضي مناسباً في هذا الصدد تبعاً لواقع الحال و الظروف المناسبة و ذلك دون غلو في التقدير و لا إسراف ، و لو هذا التقدير ضئيلاً ما دام يرمز برمز إلى الغاية منه ، و يحقق النتيجة المستهدفة به " و لما كان ذلك و كان الثابت للمحكمة أن المدعى بصفته قد أصيب بأضرار مادية تمثلت في إلحاق خسائر بذمته المالية ورفض الشركة المدعى عليها الأولى جبرها لحين إلزامها من جانب هيئة الرقابة المالية و قد بلغت تلك الخسائر مبلغ ٧٠٦٦.٣٥ جنيه و عدم قيام المدعى باستثمارها خلال تلك الفترة إضافة لما تكبده المدعى من نفقات الشكوى لاسترداد حقه ، كما ثبت إلحاق أضرار أدبية بالمدعى تمثلت في حزنه على ما فاتته من كسب و ما لحقه من خسارة نتيجة عمليات التعديل الباطلة التي قامت بها الشركة المدعى عليها و هو ما تقدر المحكمة التعويض عن الضررين معاً بمبلغ عشرون ألف جنيه و تلزم به المدعى عليهما الأول و الثاني علي نحو ما سيرد بالمنطوق و تنوه المحكمة لما هو ثابت بالأوراق من تسلّم المدعى للمبلغ النقدي الذي قرّره هيئة الرقابة المالية عقب عرضه عليه من المدعى عليه علي يد محضر .

فلهذه الأسباب حكمت المحكمة في مادة تجارية :-بالزام المدعى عليهما الأول و الثاني متضامنين بأن يوديا للمدعى مبلغ عشرون ألف جنيه تعويضاً عن الأضرار المادية و الأدبية و ألزمتها المصاريف و مبلغ ٧٥ جنيه مقابل أتعاب المحاماة و رفضت ما عدا ذلك من طلبات^(٢٥٨) .

البند الثاني: إخبار العميل عند وجود تعارض بين المصالح: إنّ الوسيط ملزم بالعمل على عدم نشوء تعارض للمصالح بينه وبين العملاء، وإذا حدث ذلك فيجب عليه أن يخبر العميل قبل تنفيذ الصفقة.

و القانون المصري قد ألزم الوسيط بالوقوف في موقف الحياد وأن لا يفضل أحداً على الآخر دون وجود مبرر موضوعي وقانوني يسمح له ذلك.

واللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري جاءت أكثر وضوحاً، حيث نصت على أن الوسيط ملزم بأن يحرص على عدم نشوء التعارض للمصالح، وإذا حصل ذلك فعليه أن يخبر عميله بذلك، ويجب عليه أن يوقف النشاط الذي ينطوي على مثل هذا التعارض إلى ما بعد الحصول على الموافقة الكتابية من الشخص الذي يتم التعامل لحسابه^(٢٥٩)، ويقصد بالتعارض بحسب المفهوم الوارد في اللائحة أي تعارض لمصلحة العاملين والمديرين في الشركة مع مصلحة العملاء وكذلك

(٢٥٨) انظر الحكم الصادر في الدعوى رقم ٢٢٥١ لسنة ٢٠١٣ اقتصادية القاهرة الدائرة العاشرة الاقتصادية.

(٢٥٩) المادة (٢٣٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي تنص على (على الشركة عند ممارستها لنشاطها المتعلقة بالأوراق المالية والمصرح لها به أن تعمل على تجنب نشوء أي تعارض في المصالح ، وألا تمارس نشاطاً ينطوي على مثل هذا التعارض إلا بعد الإفصاح عنه لعملائها أو للجمهور الذي يمكن أن يؤثر هذا التعارض في القرارات التي يتخذها بشأن التعامل في الأوراق المالية والحصول على موافقة كتابية من الشخص الذي يجري التعامل باسمه أو لحسابه) .

أي تعارض للمصالح بين العملاء، فإن حدث تعارض بين مصلحة العملاء، فعلى الوسيط أن يلتزم الحياد فيما بينهم^(٢١٠).

وقد ورد هذا الالتزام في القوانين الأمريكية أيضاً، ولكن بشكل غير مباشر، حيث نصّ عليه قانون بورصة الأوراق المالية^(٢١١)، والتنظيم (AC) Analyst Certification على أن الوسيط الذي يقوم بنشر أو توزيع أو تعميم تقارير تحليلية، عليه أن يوضح أن هذا التحليل عبارة عن الرأي الشخصي للمحلل، وعليه أن يوضح أيضاً فيما هل المحلل قد تلقى أجراً على عمله أم لا، وإذا كان الجواب بالإيجاب، فعليه أن يكشف عن اسم الجهة التي دفعت الأجر^(٢١٢).

وكما ذكرنا آنفاً أن هذا الالتزام الرئيسي لا يتفرع إلى هذين الإلتزامين فحسب، بل هناك الإلتزام بالامتناع عن المضاربات الوهمية وعدم استعمال المعلومات الداخلية للشركات وعدم اتباع أساليب تنطوي على العش والتدليس وغيرها، إلا أن المقام لا يتسع لبحث جميع التفاصيل الفرعية.

ثانياً : الإلتزام بالإعلام .

إنّ القرار الاستثماري السليم يعتمد بالدرجة الأولى على مدى توفر المعلومات المتعلقة بالصفحة التي ينوي العميل إبرامها، وبما أنّ الوسيط شخص ذو دراية وخبرة بمجال عمله، والعملاء ليسوا كلهم من الدرجة نفسها من حيث امتلاكهم الخبرة في تجارة الأوراق المالية ومعاملات الهامش، لذلك فإنّ الوسيط من أهم الأشخاص الذين فرض عليهم القانون هذا الإلتزام^(٢١٣)، لذلك فرض القانون الأمريكي على الوسيط التزامه بتوفير قدر من المعلومات الضرورية لعملائه لكي يقوموا بالتجارة في الوقت الملائم، وإن سقّف هذا الإلتزام يرتفع فيما يتعلق بالشراء بالهامش^(٢١٤)، لأنّ هذا النشاط الذي نحن بصدد بحثه ليس معروف الأبعاد لدى الكثير من العملاء.

^(٢١٠) المادة (٢٣٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي تنص على (يقصد بتعارض المصالح كل موقف يمكن أن تتعارض فيه مصلحة الشركة أو مصلحة أي من المديرين أو العاملين بها عند ممارستها لنشاطها المرخص لها به مع مصلحة العميل أو يمكن أن تتعارض فيه مصالح العملاء الذين تقوم الشركة بتنفيذ العمليات لحسابهم على نحو يمكن أن يؤدي إلى تغليب مصلحة أحد هؤلاء العملاء على مصلحة عميل آخر أو يمكن أن يؤثر في حيدة الشركة سواء عند قيامها بعمل أو بالامتناع عنه أو عند إيدائها لرأي أو اتخاذها سلوك من شأنه أن يؤثر على قرارات العملاء أو الجمهور) .

^(٢١١) Section (١٥)b, Securities Exchange Act of ١٩٣٤.

^(٢١٢)See Regulation AC Rule ٥.٠١ – Certifications in Connection with Research Reports” A broker or dealer or covered person that publishes, circulates, or provides a research report prepared by a research analyst to a U.S. person in the United States shall include in that research report a clear and prominent certification by the research analyst containing the following;

A statement attesting that all of the views expressed in the research report accurately reflect the research analyst's personal views about any and all of the subject securities or issuers: and

A statement attesting that no part of the research analyst's compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by the research analyst in the research report: or....”.

^(٢١٣) د. بلال عبدالمطلب بدوي ، الإلتزام بالإفصاح في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ٢٠٠٦ ، ص ٨١

^(٢١٤) يرى البعض بأنه هناك اتجاه يهدف إلى تصنيف الإلتزام بالإعلام بثلاث درجات :-

ولقد نصّت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أنه "يحظر على الشركة إتباع أية أساليب في عملها تنطوي على الغش أو التدليس وبصفة خاصة: إخفاء أو تغيير أو الامتناع عن الإفصاح عن الحقائق الجوهرية المتعلقة بالتعامل على الأوراق المالية وبموجب هذا النص يمنع الوسيط من إخفاء المعلومات الجوهرية التي ترتبط بتعاملات العميل على الأوراق المالية، ولكن يظهر من اللائحة المصرية أنها فرّقت بين نوعين من المعلومات، وهي معلومات جوهرية وأخرى غير جوهرية، دون أن تحدد المعايير التي تتم من خلالها التفريق بين النوعين، تاركّة ذلك للجهة التي تفصل في النزاع، فما دام القانون قد فرّق بين المعلومات الجوهرية وغير الجوهرية، فمن الطبيعي أن يتغير مدى ونطاق تلك المعلومات من عميل لآخر بحسب درجة خبرة العميل في مجال تجارته، فكلما انخفض مستوى خبرة العميل كلما ارتفعت درجة إلزام الوسيط، ولا يكون الوسيط مدلساً لمجرد إعطائه بيانات غير صحيحة ما لم يكن لديه نية التضليل^(٢٦٥).

وفي المجال نفسه ألزم القانون المصري أمين الحفظ باعتباره وسيطاً بضرورة قيامه بتسليم العميل بياناً عند التعاقد، يوضح فيه معنى الشراء بالهامش، وعليه أن ينبه العميل بوجود المخاطر والمزايا التي تصاحب هذا النشاط إن وجدت، وكذلك عليه توضيح الأحكام الأساسية له التي تطبق على هذا النوع من المتاجرة، وقد جعل القانون هذا الإلتزام إلزاماً مستمراً، حيث بموجبه يلتزم أمين الحفظ بأن يزود العميل بالمعلومات الجدية كلما طرأ جديداً على الأحكام التي تتعلق بالتجارة^(٢٦٦)، وعليه أيضاً أن يخبر العميل بمبلغ العمولات والمصاريف وكيفية سدادها^(٢٦٧)، وعليه أن ينبه إلى نوع الأوراق المالية التي تُقبَل أو التي لا تُقبَل منه كضمان، والحالات التي يتم فيها مطالبته بضمانات إضافية^(٢٦٨)، وبذلك فإن الإلتزام بالإعلام والتبصير لا يقف عند مرحلة ما قبل إبرام العقد (مرحلة التفاوض)، بل إنّه الإلتزام مستمر يلتزم به الوسيط كلما طرأ تغيير على المعلومات السابقة التي قرأها الوسيط لعملية^(٢٦٩).

- ١- الإلتزام بالإعلام العام والذي هو عبارة عن التزام الوسيط بإعطاء معلومات عامة للعميل عن الصفقة التي ينوي إبرامها.
 - ٢- الإلتزام بالإعلام الخاص : وبموجبه يضع الوسيط في اعتباره حالة العميل ودرجة خبرته وحاجته للصفقة .
 - ٣- الإلتزام بالنصح والمشورة : ويتمثل في إرشاد وتوجيه العميل إلى إبرام الصفقة أو العدول عنها
- للمزيد يرجع د. أمال كامل عبدالله ، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة ، منشأة المعارف بالاسكندرية ٢٠٠٤ .^(٢٦٥) . " ويرى الباحث بأنّ الوسيط في حالة عدم إعطاء بيانات صحيحة يمكن مساءلته مدنياً على أساس الخطأ غير العمدي ووفق القواعد العامة للمسؤولية حتى وإن لم تتوافر لديه نية التضليل" . ويُراجع في ذلك أيضاً د. محمد تنوير الرفاعي ، مرجع سابق ، ص٥٦٦ . وما بعدها
- ^(٢٦٦) المادة (٢٩٢/ج) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والتي تنص على " تسليم العميل عند إبرام الاتفاق معه بياناً موضحاً فيه على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش أو اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بحسب الأحوال -المزايا والمخاطر والأحكام الأساسية لأيهما ، كما يجب إرسال هذا البيان لكل عميل من العملاء مرة واحدة على الأقل سنوياً وفور حدوث أية تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان المُسلّم للعميل "
- ^(٢٦٧) المادة (٢٩٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .
- ^(٢٦٨) المادة (٢٩٩/مكرر ٢) من اللائحة التنفيذية
- ^(٢٦٩) د. محمد تنوير الرفاعي ، مرجع سابق ، ص٥٦٦ .
- وتطبيقاً لذلك فقد قضت محكمة القاهرة الاقتصادية ، حيث أسندت النيابة العامة للمتهم عدة اتهامات منها أنه لم يبرم عقد مكتوب مع العميل بشأن شراء الأوراق المالية بالهامش وفقاً للنموذج الاسترشادي الصادر عن الهيئة ، وذلك بالمخالفة لنص المادة ٢٥٦ من اللائحة التنفيذية للقانون والتي تنص على " تلتزم الشركة بإبرام عقد ففتح حساب مع كل عميل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات

أمّا ما يتعلق بالقانون الأمريكي فهناك الكثير من القواعد التي تلزم الوسطاء بالإفصاح للعملاء عن المعلومات المرتبطة بتجارتهم، فمثلا المادة (١٩ - b) من قواعد (SEC) تنص على أنّ الوسيط ملزم بأن يفصح لعملائه عن مجموعة من المعلومات قبل السماح بفتح حساب في عقود الإختيار،

-
- وحقوق الطرفين بما يتفق مع أحكام القانون وهذه اللائحة ، وذلك على وثائق تعدها الشركة لهذا الغرض ، على أن يتضمن العقد المشار إليه بالإضافة إلى البيانات الواردة بالمادة ٢٢٩ مل يلي :
- التزام الشركة بشراء وبيع الأوراق المالية باسم ولحساب العميل .
 - تحديد أهداف العميل الاستثمارية .
 - تحديد ما إذا كان العميل يرغب في شراء أوراق مالية أجنبية .
 - التزام الشركة ببذل أقصى درجات العناية في تنفيذ أوامر العميل .
 - تحديد عمولة الشركة عن الخدمات التي تؤديها .
 - بيان الأسلوب المتفق عليه في التراسل بين الطرفين وفي تسليم أوامر العميل إلى الشركة .
 - جهة حفظ أسهم العميل .
 - أسلوب تسوية أو حسم المنازعات التي تنشأ بين الطرفين عند تنفيذ أحكام الاتفاق .
- لهذه الأسباب حكمت المحكمة غيابياً بتغريم المتهم مبلغ خمسون ألف جنيه عن الجرائم المنسوبة إليه بوصف وقيد النيابة العامة وألزمته المصروفات الجنائية. (انظر الحكم الصادر في الدعوى رقم ٦٧٦ لسنة ٢٠١٣ جنح اقتصادية القاهرة الدائرة الأولى بتاريخ ٢٠١٣/٧/٢٨)

كما عليه أن يخبر عملائه بكل التعديلات التي تطرأ على قواعد المتاجرة^(٢٧٠). وعدم الإفصاح سوف يؤدي إلى قيام مسؤولية الوسيط في حال تعرض العميل للخسارة^(٢٧١).

أما على صعيد القضاء الأمريكي فإبًا للإلتزام بالإعلام يجد جذوره في نظرية تسمى بنظرية (shingle) فعلى الرغم من أن جذور النظرية ترجع إلى قضية أمام (SEC) في سنة (١٩٣٩)، إلا أن القضاء يطبقها باستمرار في قضايا التزام الوسطاء والتجار بالتعامل العادل والكشف عن المعلومات، ففي سنة (١٩٤٣) في قضية (Charles Hughes) ضد (SEC)، حيث قام الأخير بسحب رخصة الوسيط بسبب قيام الأول بفرض رسوم وأسعار غير حقيقية وإخفاء المعلومات المتعلقة بالصفقة التي أجراها معه عملائه، وبالمقابل فقد بادر الوسيط للطعن في القرار الذي أصدره (SEC)، وطالب بإلغاء قرار سحب الرخصة، وعندما عرضت القضية على محكمة الإستئناف ظهر أن القضية ذات شقين الأول: هو قيام الوسيط بفرض رسوم وأسعار باهظة على عملائه والثاني: هو عدم إعطاء المعلومات للعملاء عن الأسعار الحقيقية السائدة، وكان البعضيرى في حينه أن من المفروض على (SEC) أن تطبق أحكام المسؤولية الإئتمانية، لأن أحد طرفي القضية عميل غير عالم بجزئيات المتاجرة بالأوراق المالية، نظراً للمعلومات التي يملكها الوسيط بحكم كونه شخصاً مهنيًا محترفًا، إلا أن الـ (SEC) قد حكم على أساس نظرية SHINGLE التي تركز على مكانة الوسيط المهنية وواجبه بالإفصاح الكامل عن المعلومات، لذلك رأت المحكمة أن تعاقد العميل مع الوسيط كان على وفق تلك النظرية يحمل في طياته إتفاق ضمني على أن الأسعار قد تحددت في جلسات تنافسية مفتوحة غير قابلة للاحتيال والاحتكار، وفي النهاية أبدت المحكمة

(١) See SEC rules, Rule ١٥c-١- options disclosure document," a.informationrequired in an options disclosure document. An options disclosure document shall contain the following information, unless otherwise provided by the commission, with respect to the options classes covered by the document: ١-A glossary of terms: ٢-A discussion of the mechanics of exercising the options ٣-A discussion of the risks of being a holder or writer of the options ٤- the identification of the market or markets in which the options are traded ٥-A brief reference to the transaction costs, margin requirements and tax consequences of options trading ٦-the identification of the issuer of the options ٧-A general identification of the type of instrument or instruments underling the options class or classes covered by the document ٩- if the options are not exempt from registration under the securities act of ١٩٣٣ the registration of the options on form S-٢٠ and the availability of the prospectus and the information in part II of the registration statement and ١٠-b broker dealer obligations.

١-No broker or dealer shall accept an order from a customer to purchase or sell an option contract relating to an options class that is the subject of a definitive options disclosure document or approve the customer's account for the trading of such option , unless the broker or dealer furnishes or has furnished to the customer a copy of the definitive options disclosure document.

٢-If a definitive options disclosure document relating to and options class is amended or supplemented each broker and dealer shall promptly send a copy of the definitive amendment or supplement or a copy of the definitive options disclosure document as amended to each customer whose account is approval for trading the options class or classes to which the amendment or supplement relates. . مشار إليه لدى د. موفق خالد ،

مرجع سابق ، ص ١٧٥

William M.Humphrie,Op.Cit.p٣١٠^(٢٧١)

وجهة نظر الـ (SEC) في اعتمادها على نظرية (shingle) لأن تلك النظرية تفرض على الوسيط أن لا يبالغ في تحديد الأسعار وأن لا يخفي أية معلومة متعلقة بتجارة العميل، وبموجب تلك النظرية فإن الوسيط لا تبرأ ذمته إذا كشف عن بعض المعلومات واستبقى على البعض الآخر لديه^(٢٧٢) وإن هيئة بورصات الأوراق المالية قد أضافت شيئاً آخر لهذا الالتزام، وهو وجوب صياغة الوثائق التي تخصص للإفصاح بلغة قانونية سهلة بسيطة ومفهومة، وأن تبتعد قدر الإمكان عن المصطلحات الفنية أو القانونية التي لا يمكن فهمها بسهولة ممن وجه إليه^(٢٧٣). وأصبحت تعرض أمام هيئة التحكيم الأمريكية^(٢٧٤) بشكل مكثف النزاعات المرتبطة بعدم الالتزام بالإعلام ومحاولات الغش التي يقوم بها الوسطاء تجاه عملائهم^(٢٧٥).

ويتفق مسلك المشرع الأمريكي في هذا الصدد مع مسلك المشرع المصري، والذي قرر سريان الأحكام الواردة في الباب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والخاصة بحظر استغلال المعلومات الداخلية على جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، والشركات المصدرة، وكذا على المتعاملين في سوق الأوراق المالية، من أشخاص طبيعيين وأشخاص اعتبارية وغيرهم من ذوي الصلة بسوق الأوراق المالية، كل على حسب طبيعة نشاطه، كما تجدر الإشارة إلى أن ذلك الحظر إنما ينطبق على شركة السمسرة نفسها و على مديرها والعاملين بها.^(٢٧٦)

ولذا نجد أن المشرعين المصري والأمريكي قد أحاطا حسابات وتعاملات العملاء بسياج من السرية، وحظراً إفشاء أي معلومات تتعلق بها، أو القيام بأي عمل يكون من شأنه إلحاق الضرر بمصلحة العميل أو بمصلحة أية أطراف أخرى.

(٢٧٢)Article ByFranklin D. Ormsten, SEC Shingle TheoryContinuing Viability Published on the website: <http://www.sacarbiration.com>.

(٢٧٣)Charles C. Tucher, The Evolution Of Legal Language, Colorado lawyer, by the Colorado lawyer and Colorado Bar Association January, ٢٠٠١, p. ٩٢-٩٣

(٢٧٤)يعرف التحكيم في سوق الأوراق المالية على أنه " اللجوء إلى جهة مختصة لفض المنازعات المتعلقة بالتعامل في سوق الأوراق المالية من قبل الأفراد والمؤسسات الاستثمارية المتعاملة في السوق ، سواء أكانت الجهة القائمة على فض المنازعات مفروضة من قبل المشرع أو تم الاتفاق عليها من قبل الأطراف المتنازعين " ، وتعدُّ الولايات المتحدة الأمريكية أول دولة تفر بنظام التحكيم في منازعات سوق الأوراق المالية ، حيث أن تاريخ العمل به يرجع إلى سنة ١٨٧١، للمزيد يُراجع د. صالح راشد الحمراي ، التحكيم الإجباري كوسيلة لفض المنازعات في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٩، ص ٢٦ وما بعدها .

(٢٧٥)تم تصنيف أهم المنازعات المرفوعة أمام تلك الهيئات خلال عشر سنوات حتى سنة ١٩٩٦ ، وقد ظهر بنتيجة التصنيف أنه من بين حوالي (٨٠٠٠) نزاع كانت نزاعات التوصية غير الملائمة لحالة العميل وإعطاء معلومات وبيانات كاذبة ومضللة وتكثيف الصفقات في حساب العميل من أجل زيادة العمولة والمتاجرة في حساب العميل دون تفويض من أهم النزاعات التي طُرحت على هذه الهيئات ، ومن هنا تظهر أهمية الالتزام بالإعلام ، نفس المرجع السابق ، ص ٣٩ الهامش رقم ٤١ .

(٢٧٦)انظر المادة (٢٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

وتطبيقاً لذلك بالقضاء الأمريكي في قضية shapiro V. Merrill lynch, pierce, fenner& smith inc، والتي كانت مقامة أمام القضاء الأمريكي، أشارت الدائرة الثانية المنظورة أمامها تلك القضية إلى أنه " حتى ولو امتنعت شركة السمسرة عن التعامل على الأوراق المالية في حالة ما إذا توافرت لديها معلومات بشأنها غير معلنة في السوق أو غير متاحة لسائر المتعاملين فيه، فإنها تبقى رغم ذلك مسؤولة عن تعويض الأضرار التي قد تنتسب فيها نتيجة تمريرها هذه المعلومات غير المعلنة إلى بعض عملائها، وتتلخص وقائع تلك القضية، في أن شركة ميريل لينش باعتبارها المسؤولة عن ترويج وتغطية الاكتتاب في السندات التي أصدرتها شركة دوجلاس لصناعة الطائرات كان قد حصلت على معلومة داخلية غير معلنة بحدوث هبوط شديد في أرباح شركة دوجلاس، وكان المدعون في تلك القضية قد ادعوا بأن شركة ميريل لينش قامت بتسريب تلك المعلومة إلى بعض عملائها، والذين قاموا على الفور ببيع ما يمتلكونه من أسهم شركة دوجلاس قبل أن يصبح ذلك الخبر معلوماً للكافة، وقد قام المدعون بشراء سندات شركة دوجلاس في نفس الوقت تقريباً الذي قام فيه عملاء شركة ميريل لينش ببيعها، وقد أقام المدعون دعواهم استناداً إلى نص القاعدة (١٠b-٥) من قانون بورصة الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٧ وذلك في مواجهة كل من شركة ميريل لينش وعملائها ممن استفادوا بالمعلومة التي قامت شركة ميريل بتسريبها إليهم، وقد عاقبت المحكمة على تلك القاعدة - نقصد بالطبع القاعدة (١٠b-٥) - قائلة بأنها " تقوم على فكرة أن كافة المستثمرين الذين يتعاملون في سوق الأوراق المالية يتمتعون على قدم المساواة بالحق في معرفة كافة المعلومات الجوهرية، والتي يعولون عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية".^(٢٧٧)

وقد حظر المشرع الأمريكي بدوره التعامل على الأوراق المالية المتداولة في البورصة بناءً على معلومات داخلية غير معلنة، حيث أفرد القسم العشرين من قانون بورصة الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٤، تحت عنوان *liability to trading contemporaneous traders for insider*، لبيان الأحكام المنظمة للمسئولية الناشئة عن استغلال المعلومات الداخلية *Inside information*، فنص المشرع في البند (A) من القسم المشار إليه على مسئولية أي شخص يقوم بشراء أو بيع ورقة مالية، بناءً على حيازته لمعلومات جوهرية غير معلنة عن هذه الورقة، وذلك بموجب دعوى تقام أمام المحكمة المختصة من قبل أي شخص لحقه ضرر من جراء ذلك التصرف، قام بالتزامن مع عملية البيع أو الشراء التي قام بها الشخص الذي في حوزته المعلومات غير المعلنة، ببيع أوراق مالية من نفس طائفة الأوراق المالية التي قام بشرائها هذا الأخير، أو قام بشراء أوراق مالية من نفس طائفة الأوراق المالية التي قام ببيعها الشخص الذي في حوزته المعلومات الداخلية.

وأول ما يلاحظ على ذلك النص المشار إليه، أن المشرع قد قرّر سريان ما تضمنه من أحكام في مواجهة أي شخص يثبت تعامله على الأوراق المالية بناءً على معلومات داخلية غير معلنة، ولتحديد

(٢٧٧) د. هشام أحمد ماهر زعلول، المسئولية المدنية لشركات السمسرة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى ٢٠١٣، ص ٦٠٢.

المقصود بكلمة شخص في إطار قانون بورصة الأوراق المالية، يتعيّن علينا الرجوع إلى التعريف الذي أطلقه المشرع على كلمة شخص person في القسم الثالث من القانون المذكور، حيث عرّف المشرع المقصود بمصطلح شخص بقوله "أي شخص طبيعي، أو شركة، أو حكومة، أو أي من الوحدات التابعة لها والمتفرعة عنها، أو وكالة"^(٢٧٨)

ومن ثم تسري الأحكام الخاصة بحظر استغلال المعلومات الداخلية لأي شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية في البورصة على جميع الأشخاص من العاملين أو المتعاملين في سوق الأوراق المالية، سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أم معنويين.

ولكن السؤال الذي يمكن أن نطرحه في هذا المجال هو هل أن وجود التزام عام على الأشخاص كلهم بعدم الغش في معاملاتهم يعني عن وجود التزام آخر، وهو الالتزام بالإعلام، ألا يُعدّ إخفاء معلومة مؤثرة في قرار العميل بحد ذاته غشاً، وبالتالي يُعدّ الوسيط مسؤولاً؟ فإن كان الأمر كذلك فما هو ضرورة وجود هذا الإلتزام؟! .

إنّ الإلتزام بعدم الغش أصبح مبدأ عاماً في القوانين كلها، إذ كثيراً ما نسمع أن الغش يُفسد كل شيء، ولكن هناك تطبيقات متفرقة لهذا الإلتزام في القانون المصري، حيث يَحْتُ الأشخاص على عدم الغش والالتزام بحسن النية في تنفيذ العقود، وفي هذا المجال فإن المبادئ القانونية العامة تمنع الشخص من أن يغش المتعاقد معه، حيث نص القانون المدني على أنه " فإذا لم يوجد نص تشريعي يمكن تطبيقه حكمت المحكمة بمقتضى العرف فإذا لم يوجد، فبمقتضى مبادئ الشريعة الإسلامية الأكثر ملاءمة لنصوص هذا القانون دون التقيد بمذهب معين، فإذا لم يوجد فبمقتضى قواعد العدالة" وبما أن الشريعة الإسلامية تمنع الغش، وكذلك العرف ومبادئ العدالة، كذلك يمكن القول أن عدم الغش التزام عام على عاتق الأشخاص في معاملاتهم مع الغير.

يرى بعض الفقه^(٢٧٩) أنّ للغش عنصرين، الأول مادي، والثاني معنوي، ويتمثل الأول في استعمال طرق ملتوية لتضليل المتعاقد الآخر، والثاني هو النية الكامنة وراء الغش وقصد الإضرار بالغير، ونتيجة لذلك إذا حدث ولم يقدم الوسيط معلومات مهمة ومؤثرة في قرار العميل، فإنّ الأول لا يكون مسؤولاً على وفق المبدأ العام (عدم الغش) إن لم يكن عدم الإفصاح يصاحبه نية تضليل المتعاقد الآخر والوصول إلى غاية غير مشروعة.

إذاً يظهر مما تقدم أنّ الإلتزام بعدم الغش لا يعني عن وجود التزام آخر ضروري، وهو الإلتزام بالإعلام والتبصير، لأنّ الاحتيال يتوفر عندما يكون هناك قصد لدى الوسيط في خداع وغش العميل، وهذا يصعب إثباته في الكثير من الحالات ، أمّا الإلتزام بالإعلام والتبصير على النحو المعمول به في القانون المصري والأمريكي فهو يوسع من دائرة هذا الإلتزام بما يكفل حث الوسطاء الماليين على الإلتزام بأقصى درجات العناية في سبيل تزويد العملاء بالمعلومات كلها.

^(٢٧٨) انظر البند (٩) من البند (a) من القسم الثالث (Section.٣) من قانون بورصة الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٤ .

^(٢٧٩) هدير أسعد أحمد، نظرية الغش في العقد، أطروحة دكتوراة، كلية القانون والسياسة، جامعة السليمانية، ٢٠١٠، ص٤٩ : ٦٤٤، مشار إليها لدى د. موفق خالد، مرجع سابق، ص١٧٧.

إنَّ صور الإخلال بهذا الالتزام لا يقتصر على صورة واحدة، بل يتحقق ذلك من خلال إخفاء بعض المعلومات أو نشر أو إعطاء معلومات كاذبة، معلومات غير صحيحة أو الناقصة أو توفر المعلومات للبعض وعدم توفرها للبعض الآخر^(٢٨٠).

ثالثاً: الالتزام بفتح حساب الهامش .

يلتزم الوسيط عند بداية استثماره بنشاط الشراء الهامشي بإبرام عقد مكتوب مع العميل- وفقاً للنموذج الصادر عن الهيئة - على أن تدرج فيه معلومات تفصيلية عن هذا النشاط - الشراء بالهامش - من حيث توضيح المتاجرة، وكذلك من حيث نسبة الهامش الذي يلتزم العميل بالإيداع لديه .

ويجب أن يتضمن النموذج - على الأقل - البيانات الآتية :-

- ١- تحديد نوع الأوراق المالية التي تقوم الشركة بشرائها باسم العميل والنسب الواجب سدادها نقداً أو تقديمها في صورة ضمانات مالية على الأقل عن ٥٠% ما لم تحدد الهيئة نسبة أخرى .
- ٢- قيمة المصاريف والعمولات ومقابل تكلفة التمويل المُستحقة على العميل مقابل التعامل بالشراء بالهامش .
- ٣- حق العميل في الوفاء بباقي ثمن الأوراق المالية في أي وقت .
- ٤- تعهد العميل بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية عند زيادة نسبة مديونيته إلى القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء عن الحدود الواردة في المادة (٢٩٥) من اللائحة التنفيذية^(٢٨١).
- ٥- إنابة العميل للشركة في إدارة حساباته بيعاً وشراءً بالنسبة للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أو المُقدّمة كضمان وذلك في حالة إخلال العميل بالتزاماته .
- ٦- موافقة العميل على قيام الشركة بالإطلاع على حساباته من الأوراق المالية لدى أيّة جهة للوقوف على ملاءته المالية ومدى التزامه بتعهداته .
- ٧- جواز استرداد العميل ما يزيد من الضمانات المقدمة منه إذا انخفضت نسبة مديونيته عن المتفق عليه ، أو استخدامها كضمان في عمليات جديدة للشراء بالهامش ، وحق العميل في استبدال أوراق مالية أخرى تقبلها الشركة بالأوراق المالية المقدمة كضمان .
- ٨- التزام العميل بأن ينقل الأوراق المالية التي يقدمها للشركة كضمان إلى أمين الحفظ الذي تحدده الشركة .
- ٩- تحديد وسيلة تسوية المنازعات بين الطرفين ، وكذلك تحديد وسائل الاتصال بين العميل والشركة لتلقي أوامر العميل وإرسال الإخطارات إليه .

^(٢٨٠)د.بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع سابق ، ص١٢٣-١٣٥

^(٢٨١) تنص المادة (٢٩٥) على " يلتزم العميل الراغب في الشراء بالهامش أن يسدد نقداً ما لا يقل عن (٥٠%) من ضمن الأوراق المالية المشتركة لحسابه وبما لا يقل عن (٢٠%) بالنسبة للسندات الحكومية، مع إنابة أمين الحفظ كتابة في إدارة حساباته من تلك الأوراق بيعاً وشراءً في حالة إخلال العميل بالتزاماته ووفقاً لما تم الاتفاق عليه بالعقد . ويجوز للهيئة تعديل النسبة المذكورة في ضوء أوضاع السوق .

ويلتزم أمين الحفظ أو الشركة المعنية بحسب الأحوال بإبلاغ شركة الإيداع والقيود المركزي بأية عملية شراء بالهامش في ذات يوم تنفيذ الأمر لتقوم بإجراء ما يلزم لمراعاة الآثار المترتبة على الحكام الواردة في الفقرة السابقة قبل إتمام تسوية العمليات التي تجرى على تلك الأوراق".

- ١٠- إقرار من العميل بإمامه بكافة مخاطر التعامل بالهامش ، ويجب أن يبين العقد هذه المخاطر على نحو تفصيلي .
- وتلتزم الشركة عند إبرامها اتفاقاً مع العميل بأن تسلمه بياناً موضحاً فيه على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش مع بيان الاجراءات والمزايا والمخاطر والأحكام الأساسية ، ويجب إرسال هذا البيان لكل عميل من العملاء مرة واحدة على الأقل سنوياً وفور حدوث أية تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان المُسلم للعميل .
- ويتعيّن على الشركة أن تُعيد تقييم الأوراق المالية محل الشراء بالهامش في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية مع مراعاة الآتي :-
- إذا تبينّ للشركة نتيجة لانخفاض القيمة السوقية لهذه الأوراق أن مديونية العميل تجاوزت النسب التي تحددها اللائحة^(٢٨٢) ، وجب عليها إخطار العميل لتخفيض هذه النسبة باتّباع أحد إجرائين :-
- ١- بالسداد النقدي
- ٢- أو تقديم ضمانات إضافية .
- وجدير بالذكر أخيراً أنّ العميل الراغب في الشراء بالهامش يتعيّن عليه أن يقوم بسداد ما لا يقل عن ٥٠% من ثمن الأوراق المالية المُشتراه لحسابه من قبل الشركة ، وألاً تقل هذه النسبة عن ٢٠% بالنسبة للسندات الحكومية ، أو يقدم للشركة ويضع تحت تصرفها أحد الضمانات الآتية بذات القيمة :-
- ١- خطابات ضمان مصرفية غير مشروطة صادرة لصالح الشركة من أحد البنوك أو فروع البنوك الأجنبية الخاضعة لإشراف البنك المركزي .
- ٢- ودائع لدى أحد البنوك أو فروع البنوك الأجنبية الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري بشرط أن يتم تجميدها لدى البنك لصالح الشركة ويجوز تسيلها عند طلب الشركة دون اشتراط موافقة العميل ، على أن يتم تقييمها بنسبة ٩٠% من أصل مبلغ الوديعة .
- ٣- أوراق مالية يتوافر بها الشروط المُشار إليها سابقاً ولا تقل قيمتها السوقية في تاريخ تقديمها عن ١٠٠% من ثمن الأوراق المالية المُشتراه لحسابه^(٢٨٣) .
- وبعد إعلام العميل هذه التفاصيل كلها، وبعد توقيع العقد من قبل الطرفين يقوم الوسيط بفتح حساب خاص للعميل ويُسمّى بحساب الهامش.
- وهذا الحساب الذي يتم فتحه على وفق هذا الإتفاق يختلف عن الحساب النقدي من عدة جوانب، فمن حيث مسك السجلات والدفاتر ، يلزم الوسيط بتدوين حسابات الهامش في دفاتر مُعدّة

^(٢٨٢) المادة (٢٩٧) من اللائحة التنفيذية التي تنص على " تلتزم الشركة بأن تخطر كلاً من الهيئة والبورصة في أول يوم عمل من كل

أسبوع أو عند طلب الهيئة أو البورصة بما يلي :

- ١- قيمة المبالغ المتاحة للتعامل بالهامش ومصادرها وقيمة عمليات الشراء بالهامش التي قامت بتنفيذها .
- ٢- إجمالي المبالغ المستحقة من عملاء الشراء بالهامش .
- ٣- إجمالي القيمة السوقية المقدمة من عملاء الشراء بالهامش .
- ٤- نسبة مجموع المبالغ المستحقة من عملاء الشراء بالهامش إلى إجمالي القيمة السوقية للضمانات المقدمة منهم .
- ٥- قيمة الأوراق المالية التي تم بيعها وقيمة خطابات الضمانات التي تم تسيلها خلال الشهر ومديونية العملاء الذين تم بيع أو تسيل هذه الضمانات لحسابهم

^(٢٨٣) تحدد هذه النسبة بـ ٦٠% من القيمة السوقية لسعر الإقفال المعلن من البورصة و ٨٥% بالنسبة للسندات الحكومية .

لهذا الغرض^(٢٨٤)، والفرق الآخر يكمن في أن الوسيط في الحساب النقدي لا يمكنه تنفيذ عمليات البيع والشراء إلا إذا تأكد من أن العميل يحتفظ بالرصيد الكافي لتنفيذ العملية، أو وافق على قيام العميل بتهيئة الرصيد الكافي عند تنفيذ العملية^(٢٨٥)، أما في حساب الهامش فإن الوسيط لا يطالب بكامل المبلغ، بل يكفي بجزء منه على أن يتم دفع الباقي من قبله، هذا فضلاً على أن اليوم أصبحت الأوراق المالية التي يتم شراؤها في حسابات الهامش يتم تسجيلها باسم شخص آخر (المالك المسجل) غير المالك الحقيقي (المالك المستفيد)، على الرغم من أن هذا النوع من التسجيل لا تنفرد به حسابات الهامش إلا أن الغالب في هذا النوع من الحسابات أن الأوراق المالية تسجل بما يُسمى في القانون الأمريكي بت STREET NAME^(٢٨٦).

وتطبيقاً لذلك فقد قضت محكمة القاهرة الاقتصادية بتاريخ ٨/٤/٢٠١٤ في الجنحة رقم ١١٣ لسنة ٢٠١٤ جنح مستأنف ورقم ٨٤٩ لسنة ٢٠١٢ جنح اقتصادية بالآتي:

حيث أسندت النيابة العامة للمتهم الآتي :

١- حالة كونه العضو المنتدب لشركة/..... للسمرسة في الأوراق المالية لم يقم ببذل عناية الرجل الحريص للتحقق من قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته الناتجة عن عمليات الشراء بالهامش وذلك بأن قام بإجراء الشراء بالهامش لصالح المدعو/..... على الرغم من كونه مديناً للشركة على النحو المبيّن بتقرير الهيئة العامة للرقابة المالية.

^(٢٨٤) تنص المادة (٢٩٢/و) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه " يلتزم أمين الحفظ الذي يزاول أياً من النشاطين المشار إليهما بما يلي : إمسك دفاتر وحسابات مستقلة عن الأوراق المالية التي يجري التعامل عليها وفقاً لهذين النشاطين ."

(١) Regulation T, ٢٢٠.٨ cash account," (a) permissible transactions. In a cash account, a creditor, may: (i) buy for or sell to any customer any security or other asset if: (i) there are sufficient funds in the account or (ii) the credit accepts in good faith the customer's agreement that the customer will promptly make full cash payment for the security or asset before selling it and does not contemplate selling it prior to making such payment.

^(٢٨٦) يشترط الكثير من الوسطاء المتعاملين بنظام الهامش على عملائهم بأن تسجل الأوراق محل الصفقة باسمهم ، وهذا النظام يحقق عدة مزايا من أهمها :-

١- في حالات البيع والشراء فإن الوسيط يدخر الوقت والجهد من حيث أنه لا يضطر إلى تغيير اسم المالك لدى الجهة المصدرة ، وذلك لكون الورقة مسجلة في الأصل بإسمه ، وهو يحتفظ بسجل يثبت فيه اسم المالك المستفيد.

٢- أن الوسيط من خلال هذا الاجراء يتغلب على الكثير من حالات الفقد وسرقة الأوراق وذلك لأنه يحتفظ بتلك الأوراق لديه سواء في شكل قيود في الحساب أو في شكلها المادي .

٣- أن هذا الاجراء يسهل على الوسطاء تسهيل الضمانات المقدمة إليهم في حساب الهامش وذلك عندما يخفق العميل في تلبية نداء الهامش .

٤- يساعد الوسطاء على إقراض واقتراض الأوراق المالية فيما بينهم وذلك بهدف تسهيل إبرام عمليات البيع القصير والشراء بالهامش. وقد بهذا النظام كلاً من القانون المصري والقانون الأمريكي، حيث تم تنظيم أحكام المالك المسجل والمالك المستفيد في القانون المصري من خلال الفصل الثاني من اللائحة التنفيذية من قانون الإيداع والقيود المركزي من المادة (٣٣) وحتى المادة (٤١) . ولتفاصيل هذا النظام في

أمريكا يراجع www.investopedia.com

٢- لم يلتزم بإبرام عقد مكتوب مع العميل سالف البيان بشأن شراء الأوراق المالية بالهامش وفقاً للنموذج الاسترشادي الصادر عن الهيئة على النحو المبين بتقرير الهيئة العامة للرقابة المالية.

وطلبت عقابه بالمادتين ٦٧، ١/٦٩ من قانون سوق المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل بالقانون رقم ١٢٣ لسنة ٢٠٠٨، والمواد ٢٩٠، ٢٩٢، ٢٩٤، ٢٩٦ من اللائحة التنفيذية للقانون.

على سند ما جاء بمذكرة الهيئة العامة للرقابة المالية والمتضمنة فحص الشكوى المقدمة من الشاكي والتي يتضرر فيها من قيام الشركة المشكو في حقها بالتعامل على حسابه ببيعاً وشراءً بموجب أوامر مزورة مما تسبب في إهدار محفظته التي تبلغ مليون وثلاثمائة ألف جنيه، بالإضافة إلى تمويل الحساب الهامش تصل قيمته نصف مليون جنيه في العملية الواحدة وذلك بهدف تحقيق وتعظيم العمولات، وباستخراج كشف أرصدة أوراق مالية من شركة مصر للمقاصة تبين قيام الشركة ببيع كل أسهمه دون علمه موضحاً أنه خلال الفترة السابقة كان متواجداً بالمملكة العربية السعودية معظم الوقت وأنه لم يوقع على أية أوامر، وانتهت المذكرة لنتيجة مؤداها أن الشاكي ظل مدين بصفة مستمرة من تاريخ بداية التعامل إلى تاريخ نهاية التعاملات باستثناء بعض الأيام، ولم تقدم الشركة عقد هامشي مما يُعد مخالفة لأحكام القانون.

وقد أرفق بالمذكرة طلب اتخاذ إجراءات التحقيق ورفع الدعوى الجنائية قبل شركة/..... للسمسة في الأوراق المالية صادر من رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية بتاريخ ٢٠١٢/٧/٤. وبتاريخ ٢٠١٣/٧/٣٠ قضت المحكمة بنذب أحد الخبراء المختصين بالمحكمة الاقتصادية لمباشرة المأمورية الواردة بمنطوق ذلك القضاء والذي تحيل إليه المحكمة توفيقاً للتكرار. وإذ باشر الخبير المنتدب المأمورية المبينة بمنطوق ذلك القضاء وأودع تقريره الذي انتهى فيه إلى نتيجة مؤداها أن:

شركة... للسمسة في الأوراق المالية لم تجر أي عمليات شراء بالهامش على حساب الشاكي وأن ما أجرته هو الاقتراض للعميل من ملائمة الشركة المالية والتي تسمح بذلك، وأن الشركة قد التزمت بمراعاة الأعراف التجارية ومبادئ الأمانة والحرص على مصالح العملاء حيث أنها تحققت من قدرة الشاكي على الوفاء بثمن تلك الأوراق المالية من حيث رصيده الورقي كما أن الشركة لم تُبرم عقد.

كما أنه من المقرر بقضاء محكمة النقض أنه:

لمحكمة الموضوع أن تستمد اقتناعها بثبوت الجريمة من أي دليل تظمن إليه طالما أن هذا الدليل له مأخذ الصحيح من الأوراق. (الطعن رقم ٢٢٥٠ لسنة ٦٣ قضائية جلسة ١٩٩٧/١٠/٢٨)

كما أنه من المقرر: (أن المحكمة غير ملزمة بالتحدث في حكمها إلا عن الأدلة ذات الأثر في تكوين عقيدتها وأن إغفال بعض الوقائع يفيد ضمناً إطراحها لها اطمئناناً إلى ما أثبتته من الوقائع والأدلة التي اعتمدت عليها في حكمها). (الطعن رقم ٨١٧٠ لسنة ٦٢ ق جلسة ٢٠٠١/١٢/١٢)

كما أنه من المقرر: (المحكمة غير ملزمة بمتابعة المتهم في مناحي دفاعه المختلفة)

(نقض ١٩٦٧/١٠/٣٠ مجموعة الأحكام س ١٨ رقم ٢١٢، ١٩٦٨/١١/٢٥ مجموعة الأحكام س ١٩ رقم ٢٠٤).

وأيضاً أن إطراح المحكمة لتقرير الخبير وعدم التعويل عليه لأسباب سائغة أوردتها أمر يتعلق بسلطتها في تقدير الدليل ولا معقب عليها في ذلك إذ الأمر يرجع في حقيقته إلى اطمئنانها هي، وليست بعد مكلفة بأن تفحص الحساب بنفسها أو أن تندب خبيراً آخر لفحصه ما دام أنها لم تجد في ظروف الدعوى وملابساتها ما يدعو إلى هذا الإجراء.

(الطعن رقم ١٠٠٤٠ لسنة ٢٩ق- تاريخ الجلسة ١٩/١٠/١٩٥٩- مكتب فني ١٠- رقم الجزء ٣- رقم الصفحة ٨٠٢- تم رفض هذا الطعن).

وحيث أنه وعلى نحو ما تقدم وهدياً به وكان الثابت للمحكمة من مطالعتها لأوراق الجنحة عن بصر وبصيرة فقد استقر في وجدانها ثبوت التهمتين المسندتين للمتهم ثبوتاً يقيناً في حقه أخذاً بما جاء بمذكرة الهيئة العامة للرقابة المالية والتي تظمن إليها المحكمة ويستقر بوجدانها أن المتهم بصفته لم يقم ببذل عناية الرجل الحريص للتحقق من قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته الناتجة عن عمليات الشراء بالهامش وهو ما تستخلصه المقدمة من تنفيذ عمليات شراء للعميل/ حال كون حسابه مدين في أغلب فترة التعامل مما أدى إلى تفاقم مديونيته سيماً وأنه لا يوجد عقد شراء بالهامش محرر بين الشركة والعميل وهو ما انتهى معه المحكمة إلى تحقق الركن المادي للجريمتين المنسوبتين للمتهم لما أتاه من أفعال على النحو السالف بيانه، وكذلك تحقق الركن المعنوي والمتمثل في علم المتهم بما يقترفه من أفعال واتجاه إرادته إلى تحقيقها على النحو السالف بيانه، ويكون الأفعال التي أتاهها المتهم بصفته العضو المنتدب والمسئول قانوناً عن شركة للسمسرة قد شكّلت في مجموعها مشروع إجرامي واحد، وهو ما تقضي معه المحكمة بمعاقبته وفقاً لنص المادة ٦٧ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمعدل عن التهمتين للإرتباط.

فلهذه الأسباب حكمت المحكمة/ حضورياً بتغريم المتهم مبلغ خمسون الف جنيه والمصروفات عن التهمتين للإرتباط.

وحيث أن هذا الحكم لم يلق قبولاً عند المتهم إذ طعن عليه استئنافياً وكان الحكم كالاتي :

وحيث أنّ عمليات الشراء بالهامش يختلف مخاطرها أيضاً باختلاف طبيعة السوق ولذلك فتجد كل دولة تنظم في سوقها تلك العمليات بما يتلائم مع الظروف المحيطة، واختلاف النموذج المصري عن بعض نماذج الشراء بالهامش في الدول الأخرى نظراً للسمات الخاصة للسوق المصري من حيث درجة تطوره وبمراعاة أنّ المستثمرين في السوق المصري لا زالوا حديثي العهد ببعض الأدوات المالية المستحدثة وانزلاق البعض دون وعي في برائن المديونيات المتراكمة من الشراء بالهامش دون مراعاة لحالة السوق، فغلف المشرع عمليات الشراء بالهامش بقيود وإجراءات صارمة ليحقق أقل درجات المخاطرة للعملاء ، ويحقق أعلى درجات الثبات للسوق ككل ، وحيث كانت تلك العمليات من اختصاص أمناء الحفظ فقط ثم تعدلت اللائحة التنفيذية بقرار وزير الاستثمار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧ فسمح لشركات السمسرة بإجراء تلك العمليات واشترط عليها أن تتحصل على ترخيص لمزاولة عمليات الشراء بالهامش مادة ٢٩٠ من اللائحة التنفيذية ، بل وأوجب على تلك الشركات تبصير العميل بطبيعة تلك العمليات وهو ما دعا المشرع إلى النص صراحة في المادة ٢٩٢ الفقرة ج من اللائحة التنفيذية تسليم العميل عند إبرام الاتفاق معه بياناً موضعاً فيه على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش، كما أوجب على شركة السمسرة الالتزام بالتحقق من قدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم الناتجة عن عمليات الشراء بالهامش مادة ٢٩٢/أ من اللائحة التنفيذية كما أوجب على العميل الراغب في الشراء بالهامش أن يُسَدّد للشركة نقداً ما لا يقل عن ٥٠% من ثمن الأوراق المالية المشتراه لحسابهم ٢٩٤ من ذات اللائحة.

ولا ينال من ذلك ما تذرعت به الشركة من أنها يرخص لها بعد بالشراء بالهامش وبالتالي لا تنطبق عليها قواعد وهو أمر مخالف للمنطق قبل القانون ، إذ لا يستقيم أن يعاقب من هم مرخص لهم بإجراء عمليات الشراء بالهامش على مخالفتهم للقواعد التي نظمتها اللائحة بينما من لا يرخص لهم يتركون سدى يفعلون كيفما شاءوا من عمليات دون رقيب، وينأوا عن العقاب ، فقواعد تنظيم عمليات الشراء بالهامش قواعد عامة على كافة الشركات ومن باب أولى العقاب على من لم يرخص لهم حتى يتكبروا الطريق القانوني الصحيح تحت عباءة القواعد الحاكمة لسوق الأوراق المالية، ولا ينال من ذلك استناد المتهم إلى المادة ٢٦٢ من اللائحة التنفيذية، التي تنص على أنه لا يجوز للشركة تنفيذ أمر بيع أو شراء إلا بعد التأكد من وجود الورقة المالية محل الأمر في حيازة البائع أو مودعه باسمه في نظام الحفظ المركزي وبعد التحقق من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن أيا كانت صفة العميل وسواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً، وفي جميع الأحوال تكون الشركة ضامنة في أموالها الخاصة لسداد ثمن الأوراق المالية التي قامت بشرائها لحساب عملائها إذ تبين عند المطالبة به أن العميل لم يقم بتسديد ثمن الشراء.

ولما كان من المقرر أن المحكمة الاستئنافية إذا ما رأت تأييد الحكم المستأنف للأسباب التي بنى عليها فليس في القانون ما يلزمها أن تذكر تلك الأسباب في حكمها بل يكفي أن تحيل عليها، إذ الإحالة على الأسباب تقوم مقام إيرادها وتدل على أن المحكمة اعتبرت صادره منها.

ولما كان الحكم المستأنف قد جاء في محله بالنسبة لتوافر أركان الجريمة ونسبتها إلى المتهم للأسباب التي بنى عليها والتي تأخذ بها المحكمة وتجعلها مكمله لأسباب قضائها، إلا أنه بالنسبة لتقدير العقوبة فإن المحكمة تقضي بتعديل الحكم المستأنف والاكتفاء بتغريم المتهم عشرة آلاف جنيه، محمولاً على أسبابه فضلاً عما ورد من أسباب بهذا الحكم على النحو ما سيرد بمنطوق الحكم.

وحيث أنه عن المصاريف الجنائية: فالمحكمة تلزم بها المستأنف عملاً بالمادة ٣١٤ من قانون الإجراءات الجنائية.

فلهذه الأسباب حكمت المحكمة/ حضورياً بقبول الاستئناف شكلاً وفي الموضوع بتعديل الحكم المستأنف والاكتفاء بتغريم المتهم عشرة آلاف جنيه والمصاريف.

ونص التنظيم (T) في القانون الأمريكي- كما أشرنا إليه سابقاً - على أن الوسيط ملزم بأن يفتح حساباً مستقلاً للعميل، سواء تعلق بالمتاجرة بالشراء بالهامش أو بالبيع القصير أو بالاختيارات، كما يجب عليه أن يمكّن سجلات خاصة لهذا الغرض، ويأتي فتح هذا الحساب تنفيذاً لعقد تم إبرامه بينهما، وقد حكم القضاء الأمريكي في قرار له بأن الإعلان عن نسبة الهامش وعن كيفية طلب زيادته لا يلزم الوسيط والعميل، لأن تلك الإعلانات تعتبر دعوة للتفاوض، لذلك فإن الوسيط يلزم بأن يدرج في عقده مع عملائه معلومات تفصيلية عن المتاجرة بنظام الشراء الهامش^(٢٨٧).

وقد ورد في التنظيم (T) يستطيع العميل أن يفتح حساباً آخر لدى الوسيط نفسه، يُسمى بحساب المذكرة الخاصة، وفيه يتم إيداع الأموال التي تزيد على متطلبات الهامش، وذلك بهدف

^(٢٨٧) United states district court M.D Louisiana. Crabtree Investments, Inc. And John H. crabtree, v merrill lynch , pierce, fennersmith, Inc Civ. A. No.٨٠-٦٦٩=B.Jan.١١,١٩٨٤. ص ١٨٠، مرجع سابق ، ص ١٨٠.

استفادة العميل من تلك الأموال الزائدة، سواء لحصوله على فوائد عن تلك المبالغ أو بهدف الاستفادة منها كهامش إضافي لمشتريات جديدة، ويتم التحويل بين حساب الهامش وبين حساب المذكرة الخاصة وفقاً لأوامر العميل الخطية^(٢٨٨)، وعلى أن الوسيط يمكنه أن يتفق مع العميل عند فتح الهامش أن يكون له الحق في إجراء التحويلات دون الرجوع إلى العميل في كل مرة^(٢٨٩).

رابعاً: الإلتزام بأخذ الهامش والمحافظة عليه

في المعاملات المالية بشكل عام لا يجبر الدائن على أخذ الضمان مقابل ما يقدمه من قرض للمدين، لأن القانون قد أجاز للدائن المرتهن التنازل عن حق الرهن دون الدين، إذا فالرهن في ذلك النوع من المعاملات حق للدائن يستطيع أن يستعمله أو يتنازل عنه إلا أن أخذ الضمان الهامش في المتاجرة بالهامش يُعدُّ حقاً والتزاماً في أن واحد، إذ لا يستطيع الوسيط - كما أسلفنا - أن يأخذ هامشاً أقل مما تحدده الأنظمة والقوانين، ولكن للوسيط أن يرفع سقف الهامش إلى أي مستوى يريده، وهو ما يُسمى بـ HOUSE MARGINS . إذا أخذ الضمان على وفق النسب المحددة في القانون يُعدُّ إلتزاماً على عاتق الوسيط، أمّا ما يزيد على تلك النسب فهو حق للوسيط.

وأخذ الضمان من العميل يُعدُّ التزاماً يستتبع بالضرورة التزاماً آخر على الوسيط، وهو المحافظة على هذا الضمان طوال الوقت حتى نهاية المتاجرة، لذلك ألزمت القوانين الوسيط بأن يقوم بشكل يومي بتحديد المركز المالي للعميل وبيان هل أن حسابه يقع فوق المستوى المطلوب أو تحته، وهو يسمى بـ Mark To Market^(٢٩٠)، وقد ألزم القانون الوسيط بتوجيه إشعار إلى العميل الذي يظهر بنتيجة عملية تحديد الحالة أن الهامش المودع من قبله أقل من المستوى المطلوب، وعند عدم استجابة العميل لنداء المحافظة على مستوى الهامش، يستطيع الوسيط أن يقوم ببيع الأوراق المودعة كضمان، وذلك دون الحاجة إلى إخبار العميل بأن الوسيط سوف يشرع في بيع الأوراق المالية المودعة لديه كضمان^(٢٩١)، وإن العميل لا يمكنه التأخر أكثر من خمسة أيام بعد تلقيه نداء زيادة الهامش، وبعبكسه سوف يتعرض لإجراء تسهيل الضمانات^(٢٩٢).

(^{٢٨٩}) Regulation T ٢٢٠٠ special memorandum account (a) a special memorandum account sma may be maintained in conjunction with a margin account a single entry amount may be used to represent both a credit to the SMA and a debit to the margin account a transfer between the two accounts may be effected by an increase or redaction in the entry when computing the equity in a margin account the single entry amount shall be considered as a debit in the margin account a payment to the customer or on the customer's behalf or a transfer to any of the customer's other accounts from the SMA reduces the single entry amount.

(^{٢٩٠}) Board Ruling and opinions interpreting, interpretation regulation T. ٦ CFR ٢٢٠.٠٥. ٧٣٣-٦٢, ١ january ٢٠٠١)

(^{٢٩١}) فمثلاً تنص المادة (٢٩٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه " على أمين الحفظ أن يعيد تقييم الأوراق المالية محل الشراء بالهامش في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية، فإذا تبين لاح نتيجة لانخفاض القيمة السوقية لهذه الأوراق أن مديونية العميل قد تجاوزت (٦٠%) من قيمتها السوقية بسعر الإقفال محتسباً على أساس المتوسط المرجح وجب عليه إخطار العميل بتخفيض هذه النسبة سواء بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات، وعليه اتخاذ هذا الإجراء إذا بلغت النسبة (٨٥%) بالنسبة للسندات الحكومية "

(^{٢٩٢}) See Board of Governors of the Federal Reserve system F.R.B January ٢٠٠١, board ruling and opinions interpreting. Interpreting. Regulation T.

(^{٢٩٣}) Board ruling and opinions interpreting interpretation regulation T ١٢ CFR ٢٢٠ as revised effective april. ١١,١٩٩٨.

والوسيط ليس حراً في نوع الضمان الذي يأخذه من العميل، لأن القوانين قد حددت نوع الضمان، لذلك يستطيع الوسيط أن يأخذ الضمان بشكل نقدي أو بشكل أوراق مالية.

وتطبيقاً لذلك فقد قضت محكمة القاهرة الاقتصادية^(٢٩٣)..بجلستها المنعقدة في ٢٣/١٠/٢٠١٣ حيث أسندت النيابة العامة للمتهم الآتي :-

" حال كونه العضو المنتدب لشركةلتداول الأوراق المالية قامت الشركة بتمويل عمليات شراء أسهم للعميلبنظام الشراء بالهامش دون اتباع قواعد الشراء بذلك النظام وذلك على النحو المبين بتقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، وقيام الشركة المشكو في حقها بإجراء تداول على الأسهم الموجودة في محفظة الشاكي (العميل) - بتنفيذ أمر بيع عدد ٧٠٠٠ سهم هرميس من حسابه -دون إخطاره أو علمه مستغلة قيامه بتوقيع أوامر شراء وبيع على بياض ، وأنها قامت بعمليات شراء بمديونية تعدت ١٠٠% ثم تلت ذلك ببيع جميع الأسهم الموجودة بالمحفظة ، وقد خالفت الشركة أيضاً نص المادة ٢٦٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م والتي تقضي بأن " تلتزم الشركة بتنفيذ أوامر عملائها في الحدود الصادرة بها ، ولا يجوز لها أن تتجاوز هذه الحدود عند بيع أو شراء الأوراق المالية ، ويحظر عليها تنفيذ العمليات بأسعار أو بكميات تتجاوز أوامر العملاء بالزيادة أو بالنقص " بالإضافة لمخالفة الشركة أيضاً أحكام الباب التاسع الخاص بتنظيم الشراء بالهامش وبصفة خاصة المواد ٢٩٠ ، ٢٩٤ ، ٢٩٦ من ذات اللائحة السابقة . الأمر الذي استقرت عليه المحكمة بالحكم على المتهم بتغريمه مبلغ مائة ألف جنيه وألزمتة بالمصروفات .

خامساً: الالتزام بمعرفة العملاء وتقديم النصيحة لهم .

إنَّ الوسيط المالي لا يمكنه أن يشرع في تنفيذ الأوامر التي يتلقاها من العملاء دون أن يبذل جهداً في سبيل التحقق من أهلية العميل، ومن قدرته المالية لتنفيذ العقد الذي هو بصدد إبرامه، وكذلك التحقق من الهدف الاستثماري للعميل، والهدف من كل هذا هو تحقيق مجموعة من الأهداف مثل قدرة العميل للوفاء بالتزاماته مع معرفة مصدر الأموال، ثم تقديم النصيحة للعميل بناءً على تلك المعلومات، إذا فهذه الالتزامات تُعدُّ التزامات متشابكة، بل ومرتبطة بعضها ببعض الآخر، بحيث يتعذر الفصل بينها.

فمن حيث تحقق الوسيط من أهلية العميل، فكلما تأكد الوسيط من توفر الأهلية والصلاحيات لإجراء التصرف كلما ابتعد خطر إبطال العقود ، والوسيط يستطيع أن يتأكد من أهلية العميل من خلال الإطلاع على المستندات الرسمية التي تثبت فيها ذلك، مثل البطاقة الشخصية . وبما أنَّ المتاجرة بالهامش تنطوي على مجموعة من العقود من أهمها الوكالة والبيع والرهن وبما أنَّ هذه العقود لا يبرمها العميل دون مقابل يحصل عليها، لذلك فإنَّ الأهلية المطلوبة هي أهلية التصرف، أي يجب أن يكون الشخص كامل الأهلية حتى يصبح عقده صحيحاً نافذاً، أمَّا إذا كان ناقص الأهلية فعقده يكون موقوفاً على إجازة وليه .

أمَّا ما يتعلق بالقانون الأمريكي فإنَّ قانون القاصرين المُوحد يمنع الوسيط أو الوكيل من فتح حساب للقصر ما لم يكن هناك موافقة الولي، والقانون الموحد هذا يسمح بقبول هبة الأوراق المالية لصالح القاصر على أن يتم قيده في حساب الولي، ويجب على الولي أن يدير الحساب لمصلحة القاصر، وإدارته يجب أن تكون إدارة حريصة يسعي فيها إلى جني دخل معقول وتجنب المخاطر بهذه

(٢٩٣) انظر الحكم في الجنحة رقم ٧٧٠ لسنة ٢٠١٣ جنح اقتصادية القاهرة والمستأنف برقم (٢٣٠) لسنة ٢٠١٤.

الأموال، وعليه يجب أن لا يدخل في عمليات المضاربة، ونتيجة لذلك يحظر عليه تحرير حق خيار غير مغطي، أو البيع القصير، أو إبرام العقود المستقبلية، وأن الولي باعتباره مؤتمناً على أموال القاصر عليه أن يدير الحساب كرجل حريص^(٢٩٤)، وعلى ذلك فالأولياء والأوصياء لا يمكنهم الشراء بالهامش إذا كانت بغرض المضاربة، لأنّ فيه مجازفة بتلك الأموال، أمّا إن كانت بغرض التحوط فهذا مسموح به.

وفيما يتعلق بالأشخاص الذين يمكن وصفهم بالمؤتمنين مثل الوكلاء والأولياء والأوصياء ومديري إدارة الشركات وغيرهم، الذي يديرون أموال الآخرين، فهناك في أمريكا نوعان من القوانين التي تحكم سلوك المؤتمن، الأول يسمى بقاعدة سلوك الرجل الحريص prudent man rule والثاني يسمى بقاعدة القائمة القانونية legal list rule فلم يتم تعداد الأعمال التي يمكن للنائب القيام بها أو التي يمنع منها في المجموعة الأولى، بل فرض القانون عليه أن يكون حريصاً على الأموال، أما في النوع الثاني فهناك قائمة بالأوراق المالية وبأنماط التعامل التي يسمح للنائب القيام بها^(٢٩٥).

يظهر من ذلك أن الوسيط، سواء في مصر أو في الولايات المتحدة، إذا كان بصدد فتح حساب الهامش عليه أن يتحقق من أن النائب يحق له فتح هذا الحساب على وفق القواعد المعمولة بها.

وبعد الانتهاء من التحقق من أهلية العميل تبدأ مرحلة التحقق من شخصية العميل، فقد نصت القوانين على ضرورة التحقق من شخصية العميل، ويقصد به إثبات كون مصدر الأمر هو ذات الشخص الذي يحمل البطاقة التي ثبت فيها اسم العميل أم لا.

وقبل أن يشرع الوسيط في تنفيذ العملية عليه أن يتحقق من ملكية العميل للورقة المالية أيضاً ونرى أن هذا الإلتزام التزم ذو شقين، فالشق الأول: هو التحقق من كون العميل لديه الأوراق المالية التي ينوي بيعها، هل هي في حوزته أم في حوزة الإيداع المركزي أم لا، والشق الثاني هو هل أن ملكية العميل لتلك الأوراق ملكية صحيحة أم لا؟

ويتفق القانون الذي نحن بصدد مقارنته مع القانون المصري على ضرورة تحقق الوسيط من وجود رصيد الأوراق المالية لدى العميل البائع، مع وجود الثمن الكافي لدى العميل المشتري^(٢٩٦).

والأمر الأخير الذي يلتزم الوسيط بالتحقق منه هو الهدف الاستثماري للعميل، لأنّ الوسيط لا يقوم بتنفيذ أوامر العملاء كآلة أتوماتيكية، بل ألزمه القانون^(٢٩٧) أن يحرص على مصلحة عملائه وأن يقدم لهم المعلومات المرتبطة بالصفقة، وهذا يستلزم أن يتحقق من الأهداف الاستثمارية للعملاء، ويأتي هذا الإلتزام تحقيقاً لعدة أهداف، منها:-

(١) Boston institute of finance, stockbroker course, series ٧ and series ٦٣ tes preparation. John wiley& sons, inc Hoboken, New jersey, ٢٠٠٥, p ١٦٢

(٢) Boston institute of finance, stockbroker course Op.cit, ٢٠٠٥, p ١٦٢

(٢٩٦) في المادة (٢٦١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، Regulation T, ٢٢٠٠.٨ من القانون الأمريكي .

(٢٩٧) إن القاعدة رقم (٢٣١٠) المعتمدة من قبل (NASD) يلزم الوسيط بأن يقوم بالبحث في مدى ملائمة التجارة بالنسبة للعميل وعليه ألا يوصي بأي معاملة غير منسجمة مع استراتيجيات العميل .

- ١- إن الوسيط ملزم بإبداء المشورة والنصح لعملائه فيما يتعلق بصفقاتهم بما يتلائم مع أهدافهم الاستثمارية، لذلك تأتي معرفة الهدف الاستثماري قبل الالتزام بتقديم المشورة والنصح.
- ٢- يهدف القانون من خلال فرض هذا الالتزام إلى محاربة جرائم غسل الأموال.
- ٣- حماية النظام المالي بشكل عام: حيث أن التحقق من القدرة المالية للعميل سوف يسهم إلى حد بعيد في التغلب على حالات فشل أحد طرفي المعاملة بتنفيذ ما يترتب بذمته.
- وتحقيقاً لتلك الأهداف ظهرت في الوسط المالي في أمريكا قاعدة *know your customer*، بموجبها على الوسيط أن يتحقق من شخصية عملائه، خاصة فيما يتعلق بالتحقق من أن عملائه في مجال المتاجرة بالمشترقات لهم السبل والوسائل التي تمكنهم من الوفاء بالتزاماتهم، لذلك يجب على العميل عند فتح الحساب أن يقوم بملء عدة استمارات توضح فيها كل التفاصيل المتعلقة بقدراته المالية وبأهدافه الاستثمارية، فيما هل أن هدفه هو المضاربة أم الاحتياط؟.
- وذلك تمهيداً لإلزام آخر مفروض على الوسطاء، وهو الالتزام بالنصيحة أو الملائمة التي هي عبارة عن التزام عقدي بمقابل أو بدون مقابل محله التزام أحد المتعاقدين بتقديم النصيحة للطرف المقابل وتوجيهه، بشأن مسألة معينة في شأن يدخل في اختصاص الأول^(٢٩٨).
- ويعتقد الباحث أنه لا يمكن القول بأن هذا الالتزام تمّ الوفاء به بمجرد صدور النصيحة من الأول، بل يعتقد أن العميل يهدف من وراء لجوئه إلى هذا الشخص أن يحصل على معلومات لم يكن باستطاعته الحصول عليها بنفسه، لذلك نتصور أن تكون النصيحة مبنية على أسس علمية ومدعمة بدراسات معتبرة.

وذلك بعكس القانون المصري الذي ورد فيه نص من هذا القبيل فيما يتعلق بشركات إدارة محافظ الأوراق المالية، وينص على أنه " مع عدم الإخلال بأحكام المواد من (٢٢١) إلى (٢٢٦) (تلتزم الشركة عند تقديمها لتوصيات إلى عملائه بشأن التعامل في الأوراق المالية بمراعاة ملائمة هذه التوصيات لمتطلبات كل منهم ولحالته المالية وخبرته في التعامل في الأوراق المالية ولسائر ظروفه الأخرى، وذلك كله بناءً على المعلومات التي يفرضي بها العميل إلى الشركة ويضمنها اتفاق فتح الحساب أو ما يكون منها ظاهراً على نحو بيّن، ولا يجوز للشركة أن تقدم لعملائها النصيحة عن بيع أو شراء أوراق مالية ما لم تكن قد توافرت لديها أبحاث عن هذه الأوراق أو عن السوق تبرر تقديم مثل هذه النصيحة، وفي جميع الأحوال لا يجوز لغير العاملين أو المديرين المتخصصين في الشركة تقديم مثل هذه النصيحة وتقوم الشركة بتوفير البيانات المتوافرة لديها عن الأوراق المالية إلى من يطلبها من العملاء " ^(٢٩٩).

يظهر من هذا النص أن تقديم النصيحة في ظل القانون المصري ليس التزاماً قانونياً على الوسيط، بل إن العميل يمكن أن يطلبه، ولكن إن وافق الوسيط على تقديمه فإنه يلتزم بأن يستند في آرائه على دراسات علمية.

إنّ هذا الالتزام (الالتزام بالنصح) يحتل مكانة هامة في القواعد القانونية التي تنظم عمل الوسطاء الماليين، حيث تجد في القانون الأمريكي قاعدة الملاءمة *suitability*، التي بموجبها يلتزم الوسيط من أن يتحقق استناداً إلى المعلومات التي تتوفر لديه فيما هل أن التجارة التي يقدم عليها

(٢٩٨) د . محمد تنوير الرفاعي ، مرجع سابق ، ص ٥٧١ .

(٢٩٩) المادة (٢٥٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال .

العميل تتسجم مع أهدافه الاستثمارية مع وضعه المالي ودرجة خبرته أم لا، وبموجب هذا الالتزام لا يجوز للوسيط أن يبرم لعميله عقداً على أوراق مالية غير منسجمة مع أهدافه الاستثمارية^(٣٠٠) وبالتالي يمكن للوسيط أن يمتنع عن إبرام عقد الشراء بالهامش مثلاً لشخص أعلن للوسيط أنه ينوي المتاجرة في تعاملات ذات الخطورة المنخفضة، وإذا أبرم الوسيط صفقة دون أن يقوم بذلك يعد مرتكباً لخطأ، وبالتالي يلزمه تعويض الأضرار التي ألحقت بالعميل، ولا فرق في ذلك إذا لم يقيم الوسيط بذلك غشاً أم إهمالاً من حيث مبدأ تحقق مسؤليته، بل المهم هو عدم تنفيذ الالتزام بالملاءمة^(٣٠١)، والقانون عندما يلزم الوسيط بهذا الالتزام يلزمه أن يكون رأيه مبنياً على أسس من الواقع، حيث تنص المادة (٢٣١٠ Rule) من قواعد NASD على أنه يجب على العضو أن يقدم توصياته لعميله بناءً على أسباب معقولة، ووفقاً لما قدمه له العميل من معلومات أو على أساس ما يقتنيه من أوراق أو حسب احتياجاته المالية^(٣٠٢).

وقد نصت بورصة نيويورك (NYSE) على قاعدة مماثلة، بموجبها على الوسيط أن يبذل العناية الواجبة في سبيل معرفة الحقائق الأساسية بالنسبة لكل عميل، وبالنسبة لكل أمر يصدر إليه عن كل الحسابات النقدية أو حسابات الهامش التي تم قبولها من قبله^(٣٠٣).

إن بورصة نيويورك في القاعدة المشار إليها في أعلاه تلزم كل وسيط عندما يكون بصدد تنفيذ أي أمر أن يتحقق من المعلومات الأساسية لعميله، أي هي بمثابة قاعدة عامة بالنسبة لكل أنواع التعامل، إلا أن هذه البورصة في قاعدة أخرى فيما يتعلق بعقود الاختيار (المادة ٢٨٦٠) يلزم الوسيط بأن يكون لديه أساس معقول للاعتقاد بأن المتاجرة "ليست غير مناسبة" للعميل وعلى أساس معقول يعتقد أن العميل يفهم المخاطر ويتحملها، لذلك فيبورصة نيويورك تلزم الوسيط بأن يحصلوا على معلومات إضافية عن العميل في المتاجرة بالخيارات مثل: الهدف الاستثماري، العمل، ومستوى الدخل، الحالة الزوجية، العمر والخبرة في مجال الاستثمار^(٣٠٤).

وفي نطاق هذا الالتزام يجب أن نشير إلى أن هناك اختلاف بين أسواق الأوراق المالية وأسواق العقود المستقبلية والاختيارات في الولايات المتحدة، فبينما يلتزم الوسيط في الأول بأن يصرح لعميله فيما هل أن التجارة التي يقدم إليها ملائمة أم لا، وذلك استناداً إلى المعلومات التي حصل عليها من عميله، إلا أن أسواق العقود المستقبلية تلزم الوسيط بأن يحصل على المعلومات، ولكن لا تلزمه بأن يصرح أن المتاجرة ملائمة له أم لا، بل تلزمه فقط أن يوضح لعميله معنى المتاجرة والمخاطر المرتبطة بها على أن يترك قرار الملاءمة وعدم الملاءمة للعميل، وذلك بحجة كون عقود الاختيار والعقود المستقبلية كلها عالية المخاطر بعكس أسواق الأوراق المالية التي تتنوع

(١) Todd Ioffon, Getting started in Futures ٥thed, John Wiley & Sons, Inc Hoboken, New Jersey ٢٠٠٥, p٥١. And see Henry Ordwer, The Regulation Of Private Equity, Hedge Funds, And State Funds, American Journal of Comparative Law ٢٠١٠, p ٢٩٧.

وهذه القاعدة يمكن الاستفادة منها للتأكد على مصدر الأموال التي يستثمرها العميل وذلك منعاً لعمليات غسل الأموال وتمويل الأنشطة الإرهابية . وذلك لأن هذه القاعدة لها وجهين: الأول هو التزام العميل بتقديم معلومات مفصلة عن مصادر دخله وهدفه في الاستثمار ، أما الوجه الثاني فهو التزام الوسيط بأن يحرص على عدم تعارض تعاملات العميل مع هدفه أو أهدافه المحددة .

(٣٠١) صالح راشد الحمراي ، التحكيم الاجباري كوسيلة لفض المنازعات في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٧

مشار إليه لدى د. موفق خالد ، مرجع سابق ، ص ١٩٠ . Andrew M. Pardieck, Op .cit. p٣٠٥. (٣٠٢)

(٣٠٣) See the SEC rule (١٥g-٩)

(٣٠٤) Andrew M. Pardieck .op. cit, p ٣٠٧.

فيها الأوراق محل التداول وتتنوع بالتالي درجة المخاطر بالنسبة لكل ورقة^(٣٠٥)، هذا فضلاً عن أن القضاء الأمريكي أكثر من مرة أكد على أن الوسيط في المشتقات المالية لا يلزم بالنصح إن كان العميل على دراية تامة بمخاطر الصفقة التي هو بصدد الإقدام إليها، وأكد هذا القضاء بأن التزام الوسيط في هذه الحالة يقتصر على الالتزام بالإعلام^(٣٠٦).

ويُستنتج مما سبق أن الأساس القانوني لالتزام شركات السمسرة بإبداء التوصيات الملزمة لعملائها يظهر في الآتي :-

يجد ذلك الالتزام مصدره بصفة رئيسية وبطريقة مباشرة في نص المادة رقم (٢٥٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وبطريقة غير مباشرة في نص المادة رقم (٢٢١) من ذات اللائحة، فبينما حظرت تلك المادة الأخيرة على شركة السمسرة حجب أي حقائق أو معلومات جوهرية على نحو قد يؤثر على سلامة اتخاذ عملائها لقراراتهم، أو إحداث أي نوع من التضليل أو الإلتباس لديهم، ألزمت المادة رقم (٢٥٨) أنفة البيان شركة السمسرة، عند تقديمها لتوصيات لمتطلبات كل منهم، ولحالته المالية، وخبرته في التعامل في الأوراق المالية، ولسائر ظروفه الأخرى.

غير أن ذلك الالتزام لا ينبع من هاتين المادتين فحسب، وإنما يعود الفضل في إقراره بصفه عامة إلى القضاء، فذلك الالتزام يندرج تحت ما يسمى " بالالتزام بتقديم مشورة" وهذا الأخير فرضه القضاء - في الأصل- على المهني في علاقته بغير المهني، وبصفه خاصة في مجال العقود النموذجية كعقد السمسرة في الأوراق المالية - على سبيل المثال- التي يضع أحد طرفيها شروطاً ويسلم الآخر بهذا الشروط دون أن يكون له الحق في التعقيب عليها، وبالتالي فهو ليس على قدم المساواة في المركز العقدي مع المحترف أو المحترق، فلقد خلقت التقنيات الحديثة العديد من العقود التي يقبل أحد طرفيها على التعاقد دون أن تكون له خبرة في مجال تلك العقود^(٣٠٧)، ومن هنا فرض القضاء مثل هذا الالتزام من أجل معالجة سلبية التعاقد المهني، بأن يحثه على أن يأخذ دوراً أكثر فاعلية في تنفيذ عقده مع غير المهني، بحيث يضع المهني كل خبرته وتخصصه لصالح المتعاقد معه غير المتخصص، حيث فرض القضاء الالتزام بالمشورة في الأصل على عاتق المهنيين في مواجهة المستهلكين، من أجل هدم الصورة السلبية التي تكون مصاحبة دائماً للمهنيين في كونهم يحثون العملاء ويغرونهم بالوعود التي تكون هدايا لهم عند اختيار قراراتهم^(٣٠٨).

(٣٠٥) Andrew M.pardieck, Op .cit. p٣٣٣

(٣٠٦) للمزيد يراجع د.آمال كامل عبدالله، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة، منشأة المعارف، الاسكندرية ٢٠٠٤، ص ٦٥ وما بعدها

(٣٠٧) انظر: د. سعيد سعد عبد السلام- الالتزام بالإفصاح في العقود، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى ١٩٩٩ ص ٣.

(٣٠٨) انظر: د. حسن حسين البراوي، عقد تقديم المشورة (دراسة قانونية لعقد تقديم الاستشارات الفنية)، دار النهضة العربية ١٩٩٨، ص ١٧.

ويرى البعض أن التزام شركة السمسرة بإبداء التوصيات الملائمة لعملائها يجد أساسه في مبدأ حسن النية *good faith* والأمانة في التعامل، وكذلك في واجب الولاء والإخلاص *duty of loyalty* المفروض على عاتق السمسار تجاه العملاء^(٣٠٩)

وفي ذات السياق، فرضت بورصة نيويورك نفس الالتزام على عاتق شركات بيوت السمسرة هناك، وذلك يتضح من واقع مطالعة القاعدة رقم (٤٠٥) من النظام الداخلي لبورصة نيويورك، والتي تعرف بقاعدة اعرف عميلك والتي فرضت على عاتق كل سمسار الالتزام بممارسة العناية الواجبة لمعرفة الحقائق والمعلومات الأساسية المتعلقة بكل عميل وكل أمر صدر منه، وتهدف هذه القاعدة إلى دراسة ظروف العميل المالية وأهدافه الاستثمارية ومدى قابليته للتعرض لمخاطر السوق، وذلك قبل إصدار أي توصية به.

ويرى الباحث أن التزام السمسار بتقديم المشورة والنصيحة للعميل قبل إبرام الصفقة من أهم وظائفه الرئيسية إلا أن التعامل مع سمسرة الأوراق المالية ينطوي على عدة عيوب من أهمها:-

- ١- النظام الذي تتحدد على أساسه عمولاتهم. فالسمسار يتقاضى عمولة عن كل صفقة يتم إبرامها، وذلك بغض النظر عما إذا كان المستثمر يربح أو يخسر الأموال في البورصة. وهكذا كلما زادت المعاملات التي يقوم بإبرامها زادت العمولات التي يحصل عليها. لذلك نجد أن هذا النظام يدفع السمسرة إلى تشجيع المستثمرين على إجراء عمليات البيع والشراء بصفة مستمرة.
 - ٢- من مساوئ الاستعانة بسمسار الأوراق المالية في تقديم المشورة والنصيحة أنه بالرغم من تمتع الكثير من السمسرة بخبرة واسعة فيما يتعلق بتحديد الأوقات المناسبة للبيع إلا أن خبرتهم تُعدّ محدودة فيما يخص التخطيط المالي، فقد ينصح السمسار العميل بشراء سهم معين دون أن يكون لديه ما يشير إلى أن هذه السهم هو السعر المناسب الذي يلائم احتياجات العميل. علاوة على ذلك، إذا كان العميل جديداً لدى شركة السمسرة فإن الشركة قد تخصص له سمساراً حديث العهد بهذا العمل، أي سمسار يمتلك قدراً ضئيلاً من الخبرة والمعرفة، فضلاً عن تسرعه في تنفيذ المزيد من المعاملات لصالح شركته، الأمر الذي يعرض محفظة العميل الاستثمارية للمخاطر.
- لذا فالقرار يرجع للعميل في استعانتة بسمسار الأوراق المالية ويرجع ذلك لحجم محفظته وطبيعة شخصيته وما إذا كان لديه الوقت أو الصبر اللازم لإدارة حسابه الخاص من عدمه.

(٣٠٩) Harry S. Miller – Duties of Stockbrokers to their Customers – Securities Fraud and Investor Protection .
www. Securitieslaw.com/Obligations.html, ١٩٩٦.

الخاتمة

من خلال بحثنا في موضوع هذه الدراسة -دور سماسرة الأوراق المالية كوسطاء للتداول في الشراء الهامشي بسوق الأوراق المالية- توصلنا إلى مجموعة من النتائج نُجملها في الآتي :-

- ١- يقصد بمصطلح الهندسة المالية " عملية بناء أو ابتكار أدوات مالية جديدة تستخدم في عملية التمويل وتكون حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة، ويجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر" ومن أهم ما أنتجته الهندسة المالية أدوات المشتقات المالية والبيع على المكشوف والشراء بالهامش. وكان هذا النتاج حتماً ولزماً بل واستجابة لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات إلى أدوات وآليات مالية جديدة تفي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر التي تواجهها مختلف الهيئات والمؤسسات ، فما كان بالأمر حلاً إبداعية لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف لم يعد موائماً ومواتياً لظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات الآن . فالتطور المذهل السريع في تقنية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعتمد على كثافة العمل إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة الأمر الذي اقتضى إعادة روح الابتكار والتجديد .
- ٢- للمتاجرة بالهامش صوراً عديدة ،مثل (الشراء بالهامش والبيع القصير والاختيارات والمستقبلات) ، إلا أن هناك عاملاً مشتركاً يجمع بين هذه الصور وهو اعتماد كل منها على الهامش الذي يدفعه العميل للوسيط لكي يؤمّن الوسيط لما يترتب بذمته (ذمة العميل المستثمر). والشراء بالهامش – سواء في مصر أو في أمريكا- يرد على الأوراق المالية التي تُوصف بأنها ذات سيولة عالية ، بما يكفل لها عدم قدرة المتعاملين من التأثير في أسعارها نظراً لنشاط الورقة في السوق .
- ٣- من المُسلّم به فقهاً وقضاً وشرعاً وعرفاً هو أن كل حق يقابله واجب ولو أن كل إنسان أدى ما عليه من واجب لتحصّل ما له من حق ، فلكي يُطالب الوسيط (أمين الحفظ) بعمولته وفائدة القرض الممنوح للعميل المستثمر ، فعليه أولاً أن يوفي بالالتزامات الملقاه على عاتقه حفاظاً على أموال العميل وحفاظاً على استقرار السوق .
- ٤- إنَّ التعامل بالأوراق المالية ينطوي على قدر كبير من المخاطر، إذا لم يتم إلزام المتعاملين بقواعد قانونية من شأنها منعهم عن الإضرار بالعملاء وبالنظام المالي للدولة بشكل عام وبهدف تحقيق هذا الغرض فقد فرض القانون الكثير من الإلتزامات على الوسطاء الماليين باعتبارهم ذوي الخبرة في الموضوع.
- ٥- يعتبر نشاط الشراء بالهامش جزءاً من معاملات البورصة وبالتالي فإنّه يفرض على الوسيط الإلتزام بمجموعة من الإلتزامات الإضافية التي لا يلتزم بها غيره من الوسطاء الذين لا يتعاملون بهذا النظام، ويتم ذلك دون أن يؤدي إلى إعفاءه من الإلتزامات العامة التي يجب على كل الوسطاء الإلتزام بها، وهذه الإلتزامات بمجموعها تهدف إلى تأمين

- سلامة ونزاهة المعاملات بما يكفل في النهاية حماية أطراف التعامل والنظام الاقتصادي بشكل عام.
- ٦- لعبت الهيئة العامة للرقابة المالية دوراً هاماً في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال عملية التطوير المستمر للتشريعات، وحماية المستثمرين، والحد من مخاطر السوق من خلال الاهتمام برفع مستوى الالتزام، وكذلك استحداث أنشطة جديدة بصورة مستمرة بهدف رفع كفاءة السوق، وكذلك خلال العمل مع البورصة علي تطوير نظم التداول والآليات التي تعمل بها السوق، والتطوير المستمر لقواعد القيد وأنظمة المقاصة، والتسوية والعمل على استقرار السوق من خلال اتباع آليات مثل آلية جلسة السعر الاستكشافي. وكذلك وضع نماذج استرشادية لأنظمة التداول موضحاً بها حقوق والتزامات طرفي التداول وذلك للاهتمام بها والالتزام بتنفيذها .
- وبالرغم من ذلك إلا أن المشرع الأمريكي حوّل في قانون بورصة الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٤ سلطات وصلاحيات ضخمة للجنة الأوراق المالية والبورصة SEC مقارنة بتلك الممنوحة للهيئة العامة للرقابة المالية ، وذلك من أجل فرض رقابة صارمة على حركة التعامل داخل أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية ، وزرع الثقة في نفوس المستثمرين ، وقد وصلت هذه الصلاحيات إلى حد منح اللجنة المذكورة اختصاصات تشريعية تتمثل في سن القوانين واللوائح التي تراها ضرورية وملائمة للصالح العام أو لحماية جمهور المستثمرين .
- ٧- إن القانون المصري وكذلك الأمريكي يُلزم الوسيط بتنبيه العميل إلى المخاطر التي ترتبط بهذا الاستثمار – التداول بالهامش – (الالتزام بالاعلام) ، وإن دائرة الالتزام تتسع في بعض الحالات ليصل إلى حد إلزام الوسيط بإبداء النصيحة لعميله عندما يشعر أن الشراء بالهامش ليس مناسباً لحالة العميل المالية ، وقد تبين للباحث أن هذا الالتزام يستند في وجوده إلى التزام آخر يُسمى في القانون الأمريكي (اعرف عميلك Know your customer) ، إلا أن الوسيط لا يكون مسؤولاً عن أي ضرر يلحق بالعميل إذا لم يكشف العميل المعلومات المؤثرة في قرار الوسيط .

وبناءً على ما تقدم يوصي الباحث بالآتي :-

- تطوير وتحديث بعض التعديلات في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م .
فبالنسبة للعقوبات المالية لا بد من إلغاء الحد الأقصى في القانون وتركها مفتوحة أمام القضاء، لأنَّ الرقم عندما يوضع وقت تقنين القانون يكون كبيراً ومرتفعاً، ولكن مع التضخم والتطور الاقتصادي والتغييرات الدائمة يصبح رقماً بسيطاً لا يرد المخالف عن ارتكاب المخالفة حتى لو وقعت عليه الغرامة. وفي حالات التصالح لا بد من النظر من ما سيحققه من نفع مقارنة بالضرر الذي حدث للسوق وللهيئة. ولا بد من وضع عقوبات رادعة لما ارتكبه المخالف من خطأ، وتمثل في الحبس والعقوبة المالية الكبيرة المتمثلة في الغرامة، ولا يكتفى بإحدهما، بل لا بد من الاثنين معاً.
- **ضرورة قيام المشرع بإفراد نص خاص في قانون سوق رأس المال أو في لائحته التنفيذية يجرم بموجبه نظام التوقيع على بياض، لاسيما وأنَّ الغالبية العظمى من شركات السمسرة الآن وفي مصر بالتحديد أصبحت تتعامل بهذا النظام مع عملائها، خاصةً مع حديثي العهد منهم في مجال الاستثمار في مجال الأوراق المالية، ويرى الباحث أنَّ التوقيع على بياض أمر مرفوض شكلاً وموضوعاً، فلا يمكن للعميل أن يعرض نفسه لهذا الخطأ الفادح والذي قد يترتب عليه أمور لا يرتضيها، فحتى في الحالات التي يتعذر فيها على العميل التوقيع عند تنفيذ الصفقات بيعاً أو شراءً، فلا بد من أن تتخذ عدة آليات وإجراءات محددة تضمن موافقة العميل على هذه الصفقات، وذلك مثل وضع إطار قانوني يسمح للعميل بإرسال أوامره عبر البريد الإلكتروني E.MAIL أو موكبة سوق الولايات المتحدة في السماح باستقبال شركات السمسرة للأوامر من خلال رسائل المحمول SMS، كما يمكن الاستغناء عن نظام الأوامر على بياض عن طريق قيام العميل بتأكيد الأمر الصادر منه من خلال الاتصال بشركة مصر للمقاصة، وهذا يُعدُّ من باب درء الشبهات أو المخالفة الصريحة للقانون، وهذا التأكيد يُعدُّ بمثابة توقيع ثانٍ على الأمر، ولتسهيل تلك العملية يمكن أن يتم ذلك التأكيد بشركة مصر للمقاصة عبر شبكة الإنترنت، وبالتالي توفير مزيد من الوقت والجهد، وضمان كفاءة تنفيذ الأوامر، وبالطبع فكل ما تقدم، لا يغني عن ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بالعمل على محاربة تلك الظاهرة من خلال تنظيم زيارات تفتيشية دورية على شركات السمسرة، وأخرى مفاجئة، وتقوم بمعاينة الشركات حالة وجود إمضاء لأوامر على بياض، سواء بالإنذار، أم بتوقيع غرامة مالية عليها، أو بإيقاف نشاطها الفترة التي تحددها، فالمرحلة القادمة لتطوير البورصة تتطلب استخدام التقنيات الحديثة في الآليات الجديدة المستخدمة لكي تتواكب مع البيئة التكنولوجية لتطوير البورصة.**

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- د. أمال كامل عبدالله ، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة ، منشأة المعارف بالاسكندرية ٢٠٠٤ .
- د. بلال عبدالمطلب بدوي ، الالتزام بالإفصاح في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ٢٠٠٦ .
- د. حسن حسين البراوي ، عقد تقديم المشورة (دراسة قانونية لعقد تقديم الاستشارات الفنية) ، دار النهضة العربية ١٩٩٨ .
- د. سعيد سعد عبد السلام- الالتزام بالإفصاح في العقود ، دار النهضة العربية ، الطبعة الأولى ١٩٩٩ .
- د. صالح راشد الحمراي: التحكيم الإجباري كوسيلة لفض المنازعات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩ .
- د. عبدالرحمن شلبي: شركات سمسرة تستغل ضعف الرقابة الحكومية وتتلاعب بأسهم ومصالح المستثمرين ، مقال منشور على الموقع الإلكتروني www.arij.net
- د. فادي توكل ، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة ، دار النهضة العربية ٢٠١٣ .
- د. محمد تنوير محمد الرفاعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم ، دار النهضة العربية ٢٠٠٧ .
- د. منير أبوريشة: المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ٢٠٠٧ .
- د. موفق خالد ، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ٢٠١٤ .
- د. نادية محمد معوض: دور سماسرة الأوراق المالية كوسطاء للتداول، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩ .
- د. هشام أحمد ماهر زغلول ، المسؤولية المدنية لشركات السمسرة في الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، الطبعة الأولى ٢٠١٣ م.

ثانياً : المراجع الأجنبية:

- ١- Harry S. Miller – Duties of Stockbrokers to their Customers – Securities Fraud and Investor Protection .
www. Securitieslaw.com/Obligations.html, ١٩٩٦.
- ٢- Andrew M. Pardieck, Kegs, Crude, And Commodities Law: On Why It is Time to Reexamine The Suitability Doctrine, Nevada Law Journal, Spring ٢٠٠٧.
- ٣- Todd Lofton , Getting Started In Futures, ٥th Ed , John Wiley & Sons , Inc ., Hoboken , New Jersey, ٢٠٠٥
- ٤- Henry Ordower, The Regulation Of Private Equity, Hedge Funds, And State Funds, American Journal Of Comparative Law, ٢٠١٠ .
- ٥- Boston Institute of Finance, Stockbroker Course, Series ٧ And Series ٦٣ Test Preparation, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, ٢٠٠٥.
- ٦- Charles C. Tucker, The Evolution Of Legal Language, Colorado Lawyer, By The Colorado Lawyer And Colorado Bar Association, January, ٢٠١١.