

## الإفصاح والشفافية

### في السوق المالية المصرية والكويتية والفرنسية

د. طاهر شوقي مؤمن

أستاذ مساعد - قسم القانون - كلية العلوم الإدارية والمالية -  
جامعة الملك خالد - أبها - المملكة العربية السعودية

#### الملخص:

يتناول البحث مبدأ الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات طبقاً لما جاء بالقانون المصري والكويتي والفرنسي، وقد تم تقسيم البحث إلى فصلين، جاء بالفصل الأول الحديث عن مبدأ الإفصاح والشفافية، وفيه قمنا بتعريف الإفصاح والشفافية والعلاقة بينهما، وأهم أحكام المبدأ ببيان محل الإفصاح وهو المعلومات وخصائص المعلومات الثلاث بأن تكون صحيحة ومحددة وصادقة، والأساس القانوني للإفصاح بالتزام الشركات بالمعلومات، وبيننا وسائل الإفصاح ومكوناته، وشروط تحقق الإفصاح والشفافية بحسن المعلومات للجمهور وأن يتم الإفصاح للكافة في وقت واحد.

وفي الفصل الثاني نبين الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، ببيان المعلومات الداخلية وخصائص تلك المعلومات بالتحديد والسرية وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، والأساس القانوني لعدم الإفصاح عن المعلومات الداخلية هو المحافظة على المعلومات السرية للشركات، وبيننا حائزي تلك المعلومات والتزاماتهم بالمحافظة على سريتها والامتناع عن استغلالها، ثم بيننا صور الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية بالاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية، واستغلال الغير للمعلومات الداخلية، ونشر معلومات كاذبة أو خادعة، ثم أوضحنا مسؤولية الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية بالمسؤولية الجنائية والمسؤولية المدنية والمسؤولية الإدارية، ثم أنهينا البحث بخاتمة تحتوي على ما انتهينا إليه من نتائج وتوصيات.

## المقدمة:

تعد الشركات النواة الأولى للمشروعات الجماعية والتي تعتمد على تجميع الأشخاص والأموال لتحقيق الأرباح، والشركات مفردتها شركة، والشركة لغة تعني الخلط وهي عقد بين اثنين أو أكثر للقيام بعمل مشترك<sup>(1)</sup>، وجاء بالقانون المدني المصري أن الشركة «عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي بتقديم حصة من مال أو عمل لاقتسام ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة»<sup>(2)</sup>.

وتعد شركة المساهمة أهم صور الشركات على الإطلاق، وقد اعتبرها البعض الصورة المثلى أو النموذج الأمثل لشركات الأموال<sup>(3)</sup>، كما تعد أداة التطور الاقتصادي في العصر الحديث، وقد نما واتسع نطاقها حتى كادت تحتكر الشؤون التجارية والصناعية، وتستأثر وحدها القيام بالمشروعات الكبرى التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة ويقتضي تنفيذها وقتاً طويلاً، ولا تقتصر تلك الأهمية على من يتصلون بالشركة، بل أنها تهتم جمهور العملاء الذين يستثمرون مدخراتهم فيما تصدره من أوراق مالية<sup>(4)</sup>.

وشركة المساهمة مشروع جماعي للشركاء تقوم بأحد المشروعات التجارية أو الصناعية الكبرى والتي تحتاج عادة إلى رؤوس أموال ضخمة تستمدتها من أموال كبار المساهمين وصغار المدخرين الذين يستثمرون أموالهم فيما تصدره هذه الشركة من أسهم، ويحدوهم الأمل في الحصول على أرباح وفيرة، إلا أن هذا الأمل قد لا يتحقق وتمنى الشركة بخسارة قد تؤدي إلى إفلاسها في النهاية، وهو الأمر الذي يضر

(1) المعجم الوجيز - طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم المصرية - سنة 1990 - حرف ش - ص 341.

(2) المادة 505 من القانون المدني.

(3) د. علي سيد قاسم - قانون الأعمال - الجزء الثاني - دار النهضة العربية - بدون سنة - ص 279، د. رضا عبيد - الشركات التجارية في القانون المصري - النسر الذهبي للطباعة - الطبعة الرابعة - سنة 1996 - ص 231.

(4) د. مصطفى كمال طه - القانون التجاري «الشركات التجارية» - دار الجامعة الجديدة للنشر - سنة 1996 - ص 135. و د. علي سيد قاسم - مرجع سابق - ص 280.

بمجموع المساهمين، ولتفادي هذه النهاية صدرت التشريعات المنظمة للشركات، بنصوص أغلبها من النصوص الآمرة رعاية للمصالح القومية وحماية للمدخرين، وبالرغم من ذلك وقعت أزمات مالية كبيرة ترتب عليها إفلاس العديد من الشركات، وهو الأمر الذي تجلى بوضوح في أزمة الكساد العظيم Great Crash عام 1929 والتي استمرت ثلاث سنوات تم خلالها إعلان إفلاس (5000) بنك. وقد كشفت التحقيقات عن حدوث انحرافات في الأسواق المالية وممارسات غير أخلاقية انطوت على غش وخداع وتضليل وسوء إدارة المؤسسات المالية وغياب الرقابة عليها<sup>(1)</sup>.

وتوالت بعد ذلك الأزمات، أهمها أزمة البورصات العالمية والتي بدأت في جنوب شرق آسيا في أكتوبر 1997 بانهيار الأسواق المالية والمصرفية، مما أدى إلى انهيار العديد من الشركات العملاقة، مثل ماكسوال Maxwell، وورلدكوم World Com، وإنرون Enron، وإعلان إفلاس (82) شركة في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم ارتفع العدد في عام 2000 ليصل إلى (176) شركة، وكشفت التحقيقات أن العامل المشترك في كل هذه الانهيارات والأزمات المالية هو الفساد بكل صورته، والمتمثل في فساد إداري منسوب للمديرين التنفيذيين بالشركات، وفساد مالي منسوب للمسؤولين عن التعامل في البورصات، وفساد محاسبي منسوب لمراقبي الحسابات في مكاتب المراجعة بإلقرار بصحة الحسابات والقوائم المالية على خلاف الواقع والحقيقة، وفساد سياسي منسوب لكبار المسؤولين بالدول بقبول الرشاوي مقابل دعمهم ومساندتهم في التصرفات غير القانونية وتسهيل أعمالهم في هذه الشركات<sup>(2)</sup>.

(1) د. منير هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - منشأة المعارف بالإسكندرية - بدون سنة نشر - ص 173.  
(2) د. محمد عبدالحليم عمر: حوكمة الشركات، ورقة عمل بالحلقة النقاشية 33 بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 23 أبريل 2005 - ص 6 و 7، منشورة على موقع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية IBRC، على الموقع [www.kantakji.com/goverannce](http://www.kantakji.com/goverannce) ود. محمد شريف، توفيق: قراءات من الإنترنت في حوكمة الشركات: الأهمية والمبادئ والمصطلحات، عام 2005، ص 3، على موقع [www.kantakji.com/](http://www.kantakji.com/)، IBRC goverannce

وقد ترتب على حدوث تلك الأزمات وما تبعها من حالات إفلاس للعديد من الشركات، اهتمام المؤسسات المالية الدولية «البنك الدولي» والصندوق والبنك الدوليين»، حيث عملا على إيجاد نظام وقائي يدافع عن صحة وسلامة كل شيء في الشركات، وتحقيق المصداقية في بيانات وتقارير الشركات، وكان هذا النظام هو حوكمة الشركات، وقد اهتمت مؤسسة الكومنولث لحوكمة الشركات Commonwealth Association for Corporate Governance وأصدرت إرشادات أولية للحوكمة، كما قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ”OECD Organization of Economic Cooperation and Development” بإصدار مبادئ لحوكمة الشركات في عام 1999، والتي اشتملت على خمسة مبادئ هي: ”حماية حقوق المساهمين - المساواة بين المساهمين - حماية حقوق أصحاب المصالح - الإفصاح والشفافية - مسؤولية مجلس الإدارة“، وتم تعديل هذه المبادئ بإضافة مبدأ سادس هو الإطار الفعال لحوكمة الشركات وذلك في عام 2004<sup>(1)</sup>.

وقد اكتسبت هذه المبادئ أهمية كبيرة لدى الجهات الرقابية على الشركات وتم سن القوانين واللوائح للأخذ بها، وإيماناً منا بهذه الأهمية وتدعيماً لنشر هذه المبادئ، فقد اخترنا التركيز على أحدها في هذا البحث، وهو المبدأ المتعلق بالإفصاح والشفافية. منهج الدراسة وخطة البحث:

سوف نعتمد في البحث على المنهج الوصفي التحليلي لما ورد من نصوص قانونية متعلقة بالإفصاح والشفافية في السوق المالية المصرية والكويتية والفرنسية، وسوف نقسم البحث إلى فصلين على النحو التالي:

### الفصل الأول: مبدأ الإفصاح والشفافية.

### الفصل الثاني: الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية.

(1) الموقع على الإنترنت [www.oecd.org](http://www.oecd.org) ود. محمد شريف توفيق، المرجع السابق، ص 6 و 9.

## الفصل الأول مبدأ الإفصاح والشفافية

### تمهيد وتقسيم:

يعد مبدأ الإفصاح والشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات، وسوف نتناول هذا المبدأ من خلال هذا الفصل، والذي نرى تقسيمه إلى مبحثين، نتناول في المبحث الأول تعريف الإفصاح والشفافية، ثم في المبحث الثاني نبين أحكام مبدأ الإفصاح والشفافية.

### المبحث الأول بيان الإفصاح والشفافية

سوف نتناول في هذا المبحث تعريف الإفصاح والشفافية، ثم بيان العلاقة بين الإفصاح والشفافية، وذلك في مطلبين.

### المطلب الأول تعريف الإفصاح والشفافية

#### أولاً- تعريف الإفصاح:

الإفصاح لغة من كلمة فصح ويقال فصح الرجل أي انطلق لسانه بكلام صحيح واضح، ويقال أفصح الأمر: وضع<sup>(1)</sup>، كما جاء هو إظهار الشيء بحيث يكون معلوماً وواضحاً<sup>(2)</sup>، والإفصاح Disclosure اصطلاحاً هو بث المعارف أو نقل المعلومات

(1) المعجم الوجيز، طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم المصرية، سنة 1990، باب «فصح»، ص472.  
(2) د. سالم عبود، الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث بالأردن، فترة 28، 29/4/2009، ص11 على الموقع: Iefpedia.com/arab/wp ود. صالح البربري، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص المزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، بحث بالمؤتمر 15 لجامعة الإمارات عن أسواق الأوراق المالية والبورصات - دبي خلال 6-8 مارس 2007، المجلد الخامس، ص3. ود. صفوت عبدالسلام، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، بحث مقدم للمؤتمر الخامس عشر بجامعة الإمارات العربية المتحدة عن أسواق الأوراق المالية والبورصات، المنعقد بمدينة دبي خلال 6-8 مارس 2007.

ممن يعلمها لمن لا يعلمها<sup>(1)</sup>، وجاء أنه الكشف عن المعلومات التي تهتم المستثمرين وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين، وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية وفورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة<sup>(2)</sup>، كما جاء أن الإفصاح هو اتصال الشركة بالعالم الخارجي بالوسائل المختلفة لكشف المعلومات الهامة للمستثمرين والمساهمين وسوق المال وغيرهم من أصحاب المصالح، وهو يعني إشهار كافة الحقائق عن الشركة وإظهار جميع البيانات والمعلومات سواء أكانت معلومات دورية أم غير دورية، وسواء أكانت مالية أم غير مالية<sup>(3)</sup>.

وذكر آخرون أن الإفصاح هو تعهد الشركات التي تعمل في سوق المال بتقديم المعلومات وتوصيلها بصفة دورية إلى الجهات الرقابية «البورصة وهيئة سوق المال - أصبحت هيئة الرقابة المالية بموجب المادة 3 من القانون 10 لسنة 2009»، وتلتزم أيضاً بأن تحملها إلى المساهمين والجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين<sup>(4)</sup>، و نرى أن الإفصاح هو نقل المعلومات إلى الغير، سواء أكانوا مساهمين أم جهات رقابية أم مستثمرين محتملين أو غيرهم .

## ثانياً- تعريف الشفافية:

الشفافية Transparency لغة من شف يشف شفاف، و شف الثوب أي رق حتى يرى ما خلفه و لم يحجب ما وراءه، والشفافية هي القدرة على إِبصار الأشياء

(1) د. بلعادي عمار، د. جاو حدو، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة «واقع - رهانات - آفاق»، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7، 8 ديسمبر 2010، على الموقع: Iefpedia.com

(2) د. محمد الجيلاني، دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية، بالموقع:

world.acc.net/vb/attachment.php

(3) د. أحمد خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي بالإسكندرية، الطبعة الأولى، سنة 2012، ص 52.

(4) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، القاهرة، مركز المساندة القانونية، الطبعة الأولى، سنة 2001، ص 18. ود. صفوت عبد السلام، مرجع سابق، ص 5.

الموضوعة خلف شيء، و من ثم رؤيتها ومعرفة حقيقتها<sup>(1)</sup>، والشفافية هي حق المواطنين في المعرفة، وتستلزم نشر المعلومات وتوفيرها للجميع وإفساح المجال للاطلاع عليها<sup>(2)</sup>، وجاء أنها توفير الشركة للبيانات المالية وغير المالية بصورة حقيقية عن المركز المالي للشركة، وهي تعني عدم حجب المعلومات وتوصيل المعلومات للكافة وبدقة وفي الوقت المناسب بالقدر الكافي<sup>(3)</sup>.

كما جاء هي قيام الشركات بتوفير المعلومات و البيانات المتعلقة بنشاطها، ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها، و عدم حجب المعلومات، فيما عدا تلك التي يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها، مثل أسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين وغير ذلك، وهي حق دائم يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم من الممولين والدائنين<sup>(4)</sup>، ووفقاً للتعريف السابق لكل من الإفصاح والشفافية يتضح أنهما يدلان على إظهار المعلومات وإتاحتها للجميع، وبالتالي فهما يختلطان ببعضهما، ويوجد تداخل وترابط بينهما إلى درجة يصعب التمييز بينهما<sup>(5)</sup>.

## المطلب الثاني

### العلاقة بين الإفصاح والشفافية

حاول البعض إيجاد الفروق بين الإفصاح والشفافية، فذهب أحدهم إلى أن الشفافية هي النظام والإجراءات العملية لتوفير مستلزمات الإفصاح عن النشاط<sup>(6)</sup>،

(1) د. حسن عبد الرحيم، الشفافية في قواعد وإجراءات التعاقد الحكومي في دولة قطر، مجلة الشريعة والقانون بالإمارات، العدد 39، يوليو 2009، ص 54.

(2) تقرير «حرية المعلومات والشفافية في مصر»، صادر عن مركز المشروعات الدولية الخاصة، على الموقع: [arabia.org](http://arabia.org). ود. أمين لطفي، دور المراجعة في تعزيز الإدارة الرشيدة وتفعيل الأداء المؤسسي لتنظيمات الأعمال، بحث مقدم إلى مؤتمر الإدارة الرشيدة وبناء مؤسسات الدولة، القاهرة، سنة 2013، ص 77.

(3) د. أحمد خضر، مرجع سابق، ص 53.

(4) د. صالح البربري، قواعد الشفافية والإفصاح، مرجع سابق، ص 4.

(5) د. سالم عبود، مرجع سابق، ص 14.

(6) د. سالم عبود، مرجع سابق، ص 14.

وذهب آخر إلى أن الشفافية هي حق يتمتع به المساهمون ويترتب عليه توفير البيانات والمعلومات والسماح بالاطلاع عليها، بينما الإفصاح هو التزام على الشركات بتقديم المعلومات وتوصيلها بصفة دورية إلى الجهات الرقابية والمساهمين والجمهور<sup>(1)</sup>. والحقيقة أن كلاهما يعني الإدلاء بالمعلومات وإتاحتها لكل ذي شأن، والدليل على ذلك مبادئ حوكمة الشركات corporate governance التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD في عام 1999 وتعُدلت بعد ذلك عام 2004 تتحدث عن مبدأ الإفصاح والشفافية على أنهما شيء واحد، ويؤيد ذلك أن معظم الفقه الذي يتناول حوكمة الشركات يتناولهما معاً على أنهما بنفس المعنى، وذلك جرياً على ما سارت عليه OECD<sup>(2)</sup>، كما أن القول بأن الشفافية هو حق المعرفة والإفصاح هو التزام قانوني على الشركات يعارضه ما جاء بأن التعريف القانوني للشفافية هو الالتزام بنقل المعلومات للآخرين وهو التزام إلزامي بقوة القانون<sup>(3)</sup>، وعليه فإن كلاهما التزام قانوني، ونرى أن الشفافية هي حالة تظهر نتيجة وجود حالة الإفصاح، شرط أن يكون الإفصاح كاملاً، فإذا كان ناقصاً فلا توجد شفافية، وهو الأمر الذي يجعل الشفافية حالة أعم وأشمل من حالة الإفصاح، وبالتالي فإن الشفافية أوسع نطاقاً من الإفصاح، وعليه فإن كل حالة شفافية تفترض وجود إفصاح، بينما حالة الإفصاح لا تستلزم وجود شفافية دائماً، عليه ننتهي إلى أن الإفصاح الكامل يؤدي إلى وجود الشفافية، وأن الشفافية أثر يترتب على توافر الإفصاح الكامل، فإذا كان الإفصاح ناقصاً فلا وجود للشفافية، كما أن الإفصاح جزء من الشفافية، ولذا نرى أن الاستخدام الصحيح لكلا التعبيرين معاً هو «الإفصاح والشفافية»، في حين يعد استخدام تعبير «الشفافية والإفصاح» غير صحيح لما سبق ذكره.

(1) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، مرجع سابق، ص 18.

(2) د. طارق حماد، حوكمة الشركات، الإسكندرية، الدار الجامعية، سنة 2005، ص 10.

(3) Albert Salgueiro, les modes d'evaluation de la dignite de credit d'un emprunteur, these universite Clermont 1, 13 Septembre 2004, sur le site ,tel.archives-ouvertes.fr, P. 145.

## المبحث الثاني أحكام مبدأ الإفصاح والشفافية

بعد أن بينا تعريف الإفصاح والشفافية والعلاقة بينهما، نبين هنا أهم الأحكام التي تحكم مبدأ الإفصاح والشفافية، من خلال ثلاثة مطالب نوضح فيها ماهية محل الإفصاح وخصائصه، والأساس القانوني للإفصاح، ووسائل الإفصاح ومكوناته، والأشخاص الملزمة بالإفصاح، وشروط تحقق الإفصاح والشفافية.

### المطلب الأول ماهية محل الإفصاح

#### أولاً - بيان محل الإفصاح:

محل الإفصاح هو المعلومات Information، والمعلومات لغة مشتقة من كلمة علم وتعني المعرفة والإدراك والإحاطة ببواطن الأمور، و المعلومات اصطلاحاً: هي البيانات التي تمت معالجتها لتحقيق هدف معين أو لاستعمال محدد لأغراض اتخاذ القرارات<sup>(1)</sup>، وهذه البيانات تصبح لها قيمة بعد تحليلها أو تفسيرها أو تجميعها، وجاء أن المعلومات عبارة عن بيانات منظمة بشكل يعطي لها معنى و قيمة للمستفيد، الذي يقوم بدوره بتفسيرها و تحديد مضمونها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية، لا سيما في مجال الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

#### ثانياً - خصائص المعلومات المفصح عنه:

تتميز المعلومات التي يتم الإفصاح عنها للجمهور بعدة خصائص أوردتها صراحة المادة الثانية من اللائحة رقم 90/2 للجنة عمليات البورصة في فرنسا

(1) د. أحمد فرج، مفهوم المعلومات، فبراير 2007، على الموقع: Ahmadfarag.bbflash.net

(2) د. صفوت عبدالسلام، مرجع سابق، ص 17. ود. محمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، سنة 2013، ص 67.

(COB)<sup>(1)</sup> والمتعلقة بالمعلومات للجمهور<sup>(2)</sup> والتي تعدلت باللائحة رقم 98/7 المتعلقة بالالتزام بالمعلومات للجمهور، وجاء بالمادة الثانية بأن المعلومة التي تعطى للجمهور تكون صحيحة ومحددة وصادقة، وهي ذات الخصائص التي وردت بعد ذلك بالمادة 1-223 من اللائحة العامة لـ AMF<sup>(3)</sup> في فرنسا، بأن تكون المعلومات صحيحة ومحددة وصادقة<sup>(4)</sup>، أما في مصر فقد ورد النص على خصائص المعلومات المفصَح عنها في المادة 34 من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014<sup>(5)</sup>، وفي الكويت جاء بالكتاب العاشر من كتب اللائحة التنفيذية<sup>(6)</sup> لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 ما يفهم منه على وجود هذه الخصائص و ذلك في المادة 4 / 6 / 3، وهذه الخصائص هي:

1- معلومة صحيحة exacte: وتكون المعلومة صحيحة إذا كانت خالية من الأخطاء ومضبوطة، وهذا الأمر أكده الفقه والقضاء الفرنسي<sup>(7)</sup>، وفي مصر جاء بالمادة 34

(1) اختصار لـ Commission des opérations de Bourse

(2) Hubert du Vauplane, Jean – Pierre Bornet, droit de la bourse (Paris, editions litec, 1994), P. 15

ود. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، مرجع سابق، ص 32-33.

(3) اختصار لـ Autorite des marchés Financiers وهي هيئة الأسواق المالية.

(4) Art. 223-1 du Reg. AMF « l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère ». Et Véronique Magnier, information boursière et préjudice des investisseurs, Dalloz, 2008, n9, P. 558 et Cass.Com, 15 Juin 2010, N:09-14968 & Cass.Com, 3 Mars 2009, N:08-14491 et Cass.Com, 18 Novembre 2008, N:08-10246 et Cass.Com, 23 Juin 2009, N:08-17175, les sentences sur le site, www.legifrance.gouv.fr

(5) القرار رقم 11 لسنة 2014 يتعلق بقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، وتم تعديله عدة مرات كان آخرها القرار رقم 124 لسنة 2015 في 26 نوفمبر 2015، راجع موقع هيئة الرقابة المالية [www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)

(6) صدرت اللائحة التنفيذية للقانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 بالقرار رقم 72 لسنة 2015، على الموقع [cma.gov.kw](http://cma.gov.kw)

(7) Anne – Dominique Merville, la notation de bonne information et de diffusion de l'information privilégiée par la cour de cassation, revue la mydroit des affaires, n 69, Mars 2012, P. 32 & Cass. Com, 5 Octobre 1999, N: 97-17090 & CA Paris, 7 Octobre 2008, N: 08-01096, les sentences sur le site, www.legifrance.gouv.fr & Cass. Com, 13 Decembre 2011, N: 10-28337, sur le site, www.lexinter.net & Cass. Com, 29 January 2013, N: 11-27333.

من القرار 11 لسنة 2014 سالف الإشارة بأن الإفصاح يكون كاملاً و كافياً ، والكمال والكفاية في المعلومة بصحتها ، ويضاف إليه ما جاء بالمادة 63 من القانون 95 لسنة 1992 بأن يتم معاقبة كل من أثبت عمداً في نشرات الاكتتاب بالشركات بيانات غير صحيحة، وكذا معاقبة كل من أصدر عمداً بيانات غير صحيحة عن الأوراق المالية المكتتب فيها، وكذا معاقبة كل من زور في سجلات الشركة أو أثبت فيها عمداً وقائع غير صحيحة أو عرض تقارير على الجمعية العامة للشركة تتضمن بيانات كاذبة<sup>(1)</sup>، وفي فرنسا ورد النص صراحة على أن المعلومات المعطاة للجمهور تكون صحيحة وفقاً للمادة الثانية من لائحة COB رقم 7 / 98 للمادة 1-223 من لائحة AMF، كما جاء بالمادة 1-632 من لائحة AMF بامتناع كل شخص عن توصيل أو النشر العمدي للمعلومات غير الصحيحة<sup>(2)</sup>، وفي الكويت لم يرد نص صريح على خصائص المعلومات وإنما جاء بالمادة 3/6/4 من الكتاب العاشر من كتب اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 أن الإعلان عن المعلومات يجب أن يكون معبراً عن الحقيقة.

2- معلومة محددة précise: وتكون المعلومة محددة بأن تشمل جميع العناصر المتعلقة بمحل الاتصال، كما تعد المعلومة محددة عندما لا يترك مكان آخر للشك، وهذه الخاصية ورد النص عليها صراحة في فرنسا في المادة 1-223 من لائحة AMF، كما جاء بالمادة 1-632 من لائحة AMF بامتناع كل شخص عن توصيل أو النشر العمدي للمعلومات غير المحددة<sup>(3)</sup>، وجاء بالمادة 3/6/4 من الكتاب العاشر (يتعلق بالإفصاح و الشفافية) من كتب اللائحة التنفيذية للقانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 أنه يجب في الإعلان عن المعلومات الوضوح وأن يكون غير مضلل.

(1) المادة 63 من القانون المصري رقم 95 لسنة 1992، معدلة بالقانون رقم 123 لسنة 2008.

(2) Anne - Dominique Merville, op. cit., & Cass. Com, 5 Octobre 1999, N: 97-17090 & CA Paris, 7 Octobre 2008, N: 08-01096 & Cass. Com, 15 Juin 2010, N:09-14968

د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، مرجع سابق، ص 33.

(3) Véronique Magnier, op. cit., P. 558.

3- معلومة صادقة sincere: وتكون المعلومة صادقة بأن تشمل العناصر الإيجابية positifs والعناصر السلبية négatifs للموضوع، وهذا ما عبرت عنه المادة 3/6/4 من الكتاب العاشر من لائحة القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 عند الإعلان عن المعلومات، حيث نصت بأنه يجب ألا يتم إخفاء أو تجاهل معلومات سلبية عن الشركة ويكون غير مضلل، وتوافر هذه الخاصية يؤكد على ضرورة توافر الثقة ومبدأ حسن النية في علاقات الأعمال بصفة عامة وعمليات البورصة بصفة خاصة، وهذه الخاصية ورد النص عليها صراحة في المادة 1-223 من لائحة AMF، كما جاء بالمادة 1-632 من لائحة AMF بامتناع كل شخص عن توصيل أو النشر العمدي للمعلومات التي تكون خادعة Trompeuse للتعامل على الأدوات المالية<sup>(1)</sup>، وهذه الخصائص وردت صراحة بالمادة 34 من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية المصرية رقم 11 لسنة 2014.

### ثالثاً- الأساس القانوني للإفصاح:

وفقاً لما سبق من تعريف الإفصاح والشفافية، يتبين أن مقتضاهما إتاحة المعلومات للغير، بحيث تعبر المعلومات عن حقيقة ما يجري داخل الشركة وخارجها، وإتاحة المعلومات للغير يقصد به إعلام الغير بتلك المعلومات، ونظراً لأن الإفصاح يقع على عاتق من يملك المعلومات ومصدرها، لذا نرى أن الأساس القانوني للإفصاح هو الالتزام بالإعلام والإخبار بالمعلومات، وهو التزام جبري بقوة القانون للشركات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة، وما عدا ذلك من شركات لا تلتزم بالإفصاح فهو بالنسبة لها مجرد واجب أخلاقي، ففي مصر يجب على الشركات التي طرحت أوراقاً مالية للاكتتاب العام أو ترغب في طرحها أن تصدر نشرة للاكتتاب تتضمن الإفصاح عن بيانات حددتها المادة الخامسة من القانون 95 لسنة 1992، كما يجب على كل شركة تواجه ظروفاً جوهرية تؤثر في نشاطها أو في مركزها المالي أن تفصح عن ذلك

(1) Anne – Dominique Merville, op. cit., & CAParis, 7 Octobre 2008, N: 08-01096 & Cass. Com, 5 Octobre, N: 97-17090& Cass. Com , 18 Noembre 2008 , N:08-10246 & Cass.Com , 3 Mars 2009 , N:08-14491.

فوراً، وأن تنشر ملخصاً وافياً في صحيفتين يوميتين صباحيتين<sup>(1)</sup>، وجاء بالمادة 27 من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 بسريان متطلبات الإفصاح على جميع الجهات والشركات المقيد لها أوراق مالية بجدول البورصة، ونفس الأمر نصت عليه المادة 93 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010<sup>(2)</sup> بعدم جواز طرح أوراق مالية في اكتتاب عام أو خاص إلا بناءً على نشرة تتفق مع البيانات والإجراءات المنصوص عليها.

وفي فرنسا يلتزم مصدر و صكوك رأس المال و صكوك الدين والتي تزيد قيمتها الاسمية أكثر من 1000 يورو بنشر تقرير سنوي، كما يلتزمون بتقرير نصف سنوي وبنشر كل حدث جوهري يؤثر على السوق، وذلك استناداً إلى نص المادة L451-1-2 من الكود النقدي والمالي<sup>(3)</sup>، كما يلتزم كل كيان له صكوك متداولة في السوق المنظمة بنقل المعلومات إلى الجمهور في إطار شفافية السوق وفقاً للمواد 223-1 والتي تليها من اللائحة العامة لـ AMF، ووفقاً للمادة 212-5 من الكتاب الثاني لللائحة العامة لـ AMF كل من يقوم بإصدار في السوق المنظمة يخضع للالتزام بالمعلومات الدورية periodique والطارئة.

#### رابعاً- وسائل الإفصاح ومكوناته:

يقصد بوسائل الإفصاح الأدوات المستخدمة لتوصيل المعلومات إلى الجمهور عامة وإلى المساهمين وأصحاب المصالح خاصة، وتتمثل تلك الوسائل في الآتي<sup>(4)</sup>:

1- إصدار الشركات لتقرير سنوي ونصف سنوي و ربع سنوي، وملخص عن الوضع المالي للشركة في نهاية السنة المالية، وهذه التقارير تقدم لهيئة الرقابة المالية في مصر طبقاً للمادة 6 / 1 من القانون 95 لسنة 1992، ويتم نشر ملخص

(1) المادة 6 من القانون المصري رقم 95 لسنة 1992 .

(2) المادة 93 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 معدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015 .

(3) Art. L451-1-2 du CMF modifié par loi n 2014/ 1662 du 30 Decembre 2014 .

(4) راجع دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات في مصر الصادر عن مركز المديرين المصري، وزارة الاستثمار، فبراير 2011، ص 22-23 558. VéroniqueMagnier, P.

واف عن تلك التقارير والقوائم المالية في صحيفتين يوميتين طبقاً للمادة 5/6 من القانون 95 لسنة 1992، وجاء بالمادة 35 من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 أن يتم نشر القوائم المالية السنوية في صحيفتين يوميتين مصريتين صباحيتين واسعتي الانتشار إحداهما باللغة العربية، ويتم نشر القوائم الربع سنوية والتقارير المرتبطة بها على الموقع الإلكتروني للبورصة ولمدة ثلاثة أيام على الأقل، ويتم الإفصاح للشركات الصغيرة والمتوسطة بنشر القوائم المالية والتقارير على موقع البورصة الإلكتروني لمدة ثلاثة أيام على الأقل وفق المادة 36 من القرار 11 لسنة 2014، وفي الكويت تلتزم الشركات المدرجة في البورصة بالإفصاح عن بياناتها المالية وفق اللوائح التي تصدرها البورصة طبقاً للمادة 97 من القانون رقم 7 لسنة 2010، كما يجوز لهيئة أسواق المال الكويتية أن تطلب من الأشخاص المرخص لهم في نشاط الأوراق المالية رفع تقارير دورية عن كافة أعمالهم بما فيها تقرير سنوي عن البيانات المالية المدققة وفق المادة 65 من القانون 7 لسنة 2010، وفي فرنسا يلتزم مصدر صكوك رأس المال أو صكوك الدين التي قيمتها أعلى من 1000 يورو بنشر التقرير المالي السنوي وتقرير نصف سنوي semestriel والحسابات المالية وتقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات، وفق ما جاء بالمادة L451-1-2 من الكود النقدي والمالي الفرنسي.

2- حق الاطلاع للجمهور على البيانات المالية: وفقاً للمادة 99 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 يسمح للجمهور مقابل رسوم تحددها الهيئة بالاطلاع لدى البورصة أو الحصول على نسخ من نشرات الإصدار والتقارير الدورية والمعلومات والبيانات المودعة لدى البورصة التي جرى الإعلان عنها أو الإفصاح عنها، ونفس الأمر أجازته المادة 50 من لائحة القانون المصري رقم 95 لسنة 1992.

3- تحديد مسؤول للاتصال: تكون مهمته الرد على استفسارات الهيئة وفق ما جاء بالمادة 1/3/2 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون الكويتي رقم 7 لسنة

2010، ونعتقد أنه المفوض عن الشركة في التعقيب على الأخبار أو الشائعات المنتشرة في وسائل الاعلام أو مواقع التواصل الاجتماعي المختلفة سواء بإيضاحها أو تأكيدها أو نفيها فوراً دون إبطاء، طبقاً لما جاء بالمادة 4/4 من الكتاب العاشر من كتب اللائحة التنفيذية للقانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010، بينما في مصر يقع على عاتق الممثل القانوني للشركة مسؤولية سرعة الرد على أية استفسارات ترد إلى شركته من الهيئة أو البورصة فور تلقي الاستفسار، ويكون الرد مدققاً وفق ما جاء بالمادة 320 من لائحة القانون المصري رقم 95 لسنة 1992.

4- نشر المعلومات على الموقع الإلكتروني للشركة: وفقاً للمادة 6/هـ من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014، تلتزم كل شركة تطلب قيد أوراق مالية بجداول البورصة بإنشاء موقع إلكتروني على شبكة المعلومات الدولية لنشر القوائم المالية السنوية والدورية وتقارير مراقبي الحسابات وغيرها من البيانات التي تحددها البورصة، وفي الكويت يتعين على كل شركة توفير الإفصاحات عن المعلومات الجوهرية على موقعها الإلكتروني مع الاحتفاظ بالمعلومات لمدة خمس سنوات سابقة، على أن يتاح في جميع الأوقات الاطلاع على هذه الإفصاحات لأي شخص دون مقابل

#### خامساً - مكونات الإفصاح:

يقصد بمكونات الإفصاح مضمون المعلومات التي يتم إدراجها في وسائل الإفصاح سواء في تقارير الشركة أو على موقعها عبر الإنترنت، ومكونات الإفصاح عبارة عن معلومات مالية ومعلومات أخرى غير مالية<sup>(1)</sup>:

1- الإفصاح عن المعلومات المالية: تختلف المعلومات المالية بحسب وقت الإفصاح، فهناك معلومات يجب توافرها عند إصدار الأوراق المالية، وهناك معلومات يجب توافرها أثناء التداول بالبورصة، أما عن المعلومات المالية في سوق

(1) راجع دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات في مصر، المرجع السابق، ص 22-23. ود. أحمد خضر، مرجع

الإصدار، فلتلتزم كل شركة ترغب في طرح أوراق مالية بإعداد نشرة الاكتتاب، والتي تتضمن بيانات عن الشركة<sup>(1)</sup>، بينما المعلومات المالية في سوق التداول بالبورصة، تشمل نوعين من المعلومات هما، معلومات دورية و معلومات طارئة. أما عن المعلومات المالية الدورية فهي التي يجب على الشركات توفيرها في وقت محدد للجهات المشرفة على السوق المالية سواء هيئة الرقابة المالية في مصر أو هيئة الأسواق المالية بفرنسا AMF، والمعلومات الدورية تشمل تقديم التقارير المالية السنوية ونصف سنوية وربع سنوية، والقوائم المالية<sup>(2)</sup>، وقد جاء بقرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 أن الإفصاح يتطلب نشر تقرير الإفصاح الدوري كما جاء بالمادة 30 من القرار، ونشر القوائم المالية وفق المادة 35 من القرار، وجاء بالمادة L451-1-2 من الكود النقدي والمالي الفرنسي بأن مصدري صكوك رأس المال وصكوك الدين يجب عليهم نشر التقرير المالي السنوي والنصف سنوي والحسابات السنوية وتقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقبي الحسابات. والنوع الثاني من المعلومات المالية هي المعلومات الطارئة أو الاستثنائية، وتسمى بالمعلومات الجوهرية التي تعبر عن حدوث تطورات جوهرية طارئة تؤثر على أداء ونشاط و ملكية واستمرار الشركة، ومن ثم يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على قيمة و حركة الورقة المالية بالبورصة سواء ارتفاعاً أو هبوطاً<sup>(3)</sup>، وجاء بالمادة 319/ب من لائحة القانون 95 لسنة 1992<sup>(4)</sup> تعريف للمعلومة الجوهرية بأنها المعلومة التي لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة أو القابلة للتداول، أو التأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق، وطبقاً للمادة 34 من قرار مجلس هيئة الرقابة المالية المصرية رقم 11 لسنة 2014 يجب على كل شركة

- (1) د. صالح البربري، قواعد الشفافية، مرجع سابق، ص 9-10. ود. محمد سلام، مرجع سابق، ص 70-72.  
(2) د. صفوت عبدالسلام، مرجع سابق، ص 6. ود. محمد سلام، مرجع سابق، ص 74. ود. صالح البربري، قواعد الشفافية، مرجع سابق، ص 11-12.  
(3) د. محمد سلام - مرجع سابق - ص 77. ود. صالح البربري، قواعد الشفافية...، مرجع سابق، ص 12.  
(4) المادة 319 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992، ضمن الباب الحادي عشر والمضاف بقرار وزير الاستثمار رقم 141 لسنة 2006.

مقيدة بداول البورصة الإفصاح عن المعلومات الجوهرية، وفي الكويت يجب على الشركة المدرجة الإفصاح في التوقيت الملائم عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بها وفق المادة 1/1/4 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون رقم 7 لسنة 2010، ثم حددت المادة 1/2/4 من الكتاب الأخير بوجوب الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية، وفي فرنسا يلتزم مصدر الأدوات المالية بنشر المعلومات الدورية والطارئة وفق المادة 212-5 من الكتاب الثاني للائحة العامة لAMF.

2- الإفصاح عن المعلومات غير المالية: مثل تكوين مجلس إدارة الشركة ولجانه، وهيكل الملكية وهيكل الملكية بالشركات التابعة والشقيقة والسياسات البيئية والاجتماعية للشركة، وأية أحداث أو معلومات جوهرية تهم المساهمين وأصحاب المصالح، كما يجب نشر محضر اجتماع الجمعية العمومية السنوي على موقعها بالإنترنت وإتاحته مطبوعاً للجمهور، كما يجب الإفصاح مرة على الأقل سنوياً عن سياسات الشركة الاجتماعية والبيئية المتعلقة بالسلامة والصحة المهنية، والتجارية، كما يجب الإعلان عن أي اتفاقيات دولية متعلقة بالقضايا الاجتماعية أو البيئية تكون الشركة قد صدقت عليها والتزمت بها<sup>(1)</sup>.

ووفقاً للمادة 2/28 من قرار مجلس إدارة هيئة السوق المالية رقم 11 لسنة 2014 يجب على الشركة المقيد لها أوراق مالية بداول البورصة القيام بإخطار البورصة فور صدور أحكام قضائية في أي مرحلة من مراحل التقاضي بالأحكام التي تؤثر على مركزها المالي، كما يجب الإفصاح عن عقود المعاوضة مع الأطراف المرتبطة طبقاً للمادة 39 من القرار 11 لسنة 2014، وكذا الإفصاح عن محاضر اجتماعات مجلس الإدارة وفق المادة 42 من القرار الأخير، كما يجب الإفصاح عن المعلومات غير المالية في القانون الكويتي وفق ما جاء بالمادة 105 من قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 وما جاء بالمادة 1/1/4 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون الأخير.

(1) د. أحمد خضر، مرجع سابق، ص 62-63.

## المطلب الثاني

### الأشخاص الملزمة بالإفصاح

سوف نتناول الأشخاص الملزمة بالإفصاح في كل من مصر والكويت وفرنسا، وذلك في النقاط التالية:

#### أولاً- في القانون المصري:

يقع الالتزام بالإفصاح على عاتق الشركات المصدرة للأوراق المالية باعتبارها الجهة التي تملك المعلومات، ومراقب الحسابات، وبعض المساهمين عندما يستحوذون على حصة معينة في رأس مال الشركة، والأطراف المرتبطة، وإدارة البورصة، والمصفي في حالة التصفية.

1- الشركة المصدرة للأوراق المالية: تلتزم الشركة في كافة مراحل حياتها وحتى انقضائها، بالإفصاح عن المعلومات بداية من التأسيس، وذلك بشهر إجراءات التأسيس وبقيد الشركة بالسجل التجاري ونشر بيانات الشركة في جريدة الشركات وعلى نفقة الشركة وفقاً للمادة 79 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981<sup>(1)</sup>، كما تلتزم الشركة بالإفصاح عند إصدار الأوراق المالية في اكتتاب عام من خلال نشرة الاكتتاب، تتضمن بيانات عن الشركة وبيانات عن الاكتتاب، وفق للمادة الخامسة من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، والمواد 42، 43، 45 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، كما تلتزم الشركة بالإفصاح أثناء تداول الأوراق المالية سواء في توقيتات محددة لتقديم التقارير الدورية، أو عند حدوث ظروف جوهرية، ف جاء بالمادة السادسة من القانون رقم 95 لسنة 1992 بالالتزام كل شركة طرحت أوراقاً مالية في اكتتاب عام، أن تقدم إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها، والقوائم المالية السنوية ونتائج أعمالها على أن تتضمن التقارير كافة البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها، وفي حالة مواجهة ظروف جوهرية تؤثر على نشاطها أو على مركزها المالي، فيجب

(1) د. علي سيد قاسم، مرجع سابق، ص 313.

الإفصاح عن ذلك فوراً، ولما كانت الشركة شخصاً معنوياً، فيكون لها ممثل قانوني يمثلها أمام الغير و القضاء، وفي شركات المساهمة يتولى إدارتها مجلس الإدارة الذي يختار من أعضائه رئيساً لمجلس الإدارة يترأس جلساته ويمثل الشركة أمام الغير والقضاء<sup>(1)</sup>، وهو مسؤول عن تنفيذ التزامات الشركة أمام المساهمين والجهات الرقابية بما فيها هيئة الرقابة المالية و منها الالتزام بالإفصاح.

و في النوع الثاني من الشركات المصدرة للأوراق المالية، وهي شركات التوصية بالأسهم والتي يتولى إدارتها مدير الشركة الذي يتم اختياره من الشركاء المتضامنين، وهو المسؤول أمام الغير عن تنفيذ كافة التزامات الشركة، ووفقاً للمادة 320 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1995 يقع على عاتق الممثل القانوني للشركة المصدرة للأوراق المالية مسؤولية سرعة الرد على أي استفسارات ترد لشركته من الهيئة أو البورصة، كما يتحمل الممثل القانوني للشركة المسؤولية عن عدم الرد أو عدم صحة ما يتضمنه من رد.

**2- مراقب الحسابات:** يلزم وجود مراقب حسابات أو أكثر لكل شركة مساهمة وشركة توصية بالأسهم، يتولى فحص دفاترها ومراجعة حساباتها وميزانياتها، وله أن يحقق موجوداتها والتزاماتها<sup>(2)</sup>، ووفقاً للمادة السابعة من القانون رقم 95 لسنة 1992، يجب على الشركة ومراقب الحسابات موافاة هيئة سوق المال (هيئة الرقابة المالية حالياً بموجب القانون 10 لسنة 2009) بما تطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتتاب والتقارير الدورية والقوائم المالية للشركة.

**3- بعض المساهمين:** هناك بعض المساهمين من يلتزم بالإفصاح، ممن تتوافر بهم حالات محددة بنص القانون، وهذه الحالات هي:

**1- المساهم عضو مجلس الإدارة:** إذا كان المساهم يشغل عضوية مجلس إدارة

(1) د. علي سيد قاسم، مرجع سابق، ص 457. وراجع طعن نقض تجاري رقم 2405 لسنة 67 ق، جلسة 25/5/2010، على موقع محكمة النقض المصرية [www.cc.gov.eg/courts](http://www.cc.gov.eg/courts)

(2) د. علي سيد قاسم، مرجع سابق، ص 476.

الشركة في نفس الوقت، فيجب عليه الإفصاح لمجلس الإدارة في حالة وجود مصلحة له تتعارض مع مصلحة الشركة في عملية معروضة على المجلس لإقرارها، وأن يتم إثبات ذلك في محضر الجلسة، ولا يجوز له التصويت على القرار الصادر بشأن هذه العملية، وعلى مجلس الإدارة إبلاغ أول جمعية عمومية بتلك العمليات طبقاً لما جاء بالمادة 97 من القانون 159 لسنة 1981، كما يجب عند استحواذ عضو مجلس الإدارة على 5% من رأس مال الشركة أو تجاوزها أن يقوم بإخطار الشركة المستهدفة قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل، وتقوم الشركة بدورها خلال أسبوع من إخطارها بإبلاغ كل مساهم يملك 1% على الأقل من رأس المال، ويتعين اتخاذ هذه الإجراءات قبل عقد كل عملية يترتب عليها تجاوز نسبة 15% من رأس مال الشركة<sup>(1)</sup>، ويجب الإفصاح للبورصة عن أعضاء مجلس إدارة الشركة المقيدة بالبورصة عند اكتمال بيع أو شراء أحدهم نسبة 3% أو مضاعفاتها، وفق ما جاء بالمادة 29 من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014.

2- **المساهم أحد العاملين بالشركة:** إذا كان المساهم أحد العاملين بالشركة وتجاوز ما يملكه 5% من رأس مال الشركة يجب إخطار الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين، وفقاً لما جاء بالمادة الثامنة من القانون 95 لسنة 1992، كما يجب الإفصاح للبورصة عند اكتمال بيع أو شراء نسبة 3% أو مضاعفاتها، وفق المادة 29 من قرار مجلس هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014.

3- **المساهم:** إذا قام أي مساهم بعملية يستحوذ بها على 5% من حقوق التصويت أو الملكية، أو مضاعفاتها بما لا يجاوز الثلث من أسهم إحدى الشركات، أن يقوم بالإفصاح عن العملية أو العمليات إلى إدارة البورصة وهيئة الرقابة المالية خلال يومين من تاريخ إتمام العملية، وفقاً لما جاء بالمادة 333 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992 و المضافة بالقرار رقم 12 لسنة 2007<sup>(2)</sup>.

(1) راجع للباحث، الاستحواذ على الشركة، دار النهضة العربية، سنة 2011، ص 15. و راجع المادة 8 من القانون المصري 95 لسنة 1992.

(2) راجع للباحث، المرجع السابق، ص 6، ص 16.

4- **الأطراف المرتبطة:** ويقصد بهم الأطراف ذات الصلة كما جاء بالمادة الرابعة من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014، وهم كل من تربطهم بالشركة علاقة مباشرة أو غير مباشرة، وهؤلاء يجب عليهم الإفصاح للبورصة عند اكتمال بيع أو شراء نسبة 3% أو مضاعفاتها، وفق ما جاء بالمادة 29 من القرار الأخير.

5- **إدارة البورصة:** تتولى البورصة نشر الإفصاحات التي ترد إليها من الجهات والشركات المقيد لها أوراق مالية بجداول البورصة، وفق ما جاء بالمادة 27 من القرار رقم 11 لسنة 2014، و يجب على البورصة نشر المعلومات فور ورودها، ويتم النشر على شاشات التداول وعلى موقع البورصة الإلكتروني لكافة الإفصاحات، وفق ما جاء بالمواد 28-35 من القرار رقم 11 لسنة 2014.

6- **المصفي:** هو الممثل القانوني للشركة بعد انقضاءها وخلال فترة التصفية إلى أن تنتهي أعمال التصفية<sup>(1)</sup>، ويلتزم بتقديم كشف حساب مؤقت عن أعمال التصفية كل ستة أشهر إلى الجمعية العامة، كما يلتزم بتقديم كشف حساب ختامي عند انتهاء التصفية، وعليه أن يبدل بمعلومات وبيانات للمساهمين بالقدر الذي لا يلحق ضرراً بالشركة، طبقاً لما جاء بالمادتين 151، 152 من القانون 159 لسنة 1981<sup>(2)</sup>، وقد استقر الفقه والقضاء المصري على أن المصفي يعد وكيلاً عن الشركة التي يقوم بتصفيتها وهي وكالة خاصة للقيام بأعمال التصفية فقط، وليس وكيلاً عن الشركاء<sup>(3)</sup>.

## ثانياً - في القانون الكويتي:

وفي الكويت يقع الالتزام بالإفصاح على عاتق الشركات المدرجة بالبورصة وفق ما جاء بالمادة 97 من القانون رقم 7 لسنة 2010، كما يجب الإفصاح عن المعلومات

(1) راجع أحكام محكمة النقض المصرية، نقض مدني رقم 4061 لسنة 66 ق - جلسة 12 / 5 / 2009 - س 60. ونقض مدني رقم 4539 لسنة 63 ق - جلسة 13 / 2 / 2001 - س 52، ع 1، ق 63، ص 307. ونقض مدني رقم 524 لسنة 51 ق - جلسة 28 / 4 / 1986 - س 37، ع 1، ق 105، ص 488. ونقض مدني رقم 27 لسنة 45 ق - جلسة 7 / 5 / 1979 - س 30، ع 2، ق 238، ص 291. ونقض مدني رقم 453 لسنة 25 ق - جلسة 24 / 11 / 1960 - س 11، ع 3، ص 591. والأحكام على الموقع [www.cc.gov.eg/courts](http://www.cc.gov.eg/courts)

(2) د. علي سيد قاسم، مرجع سابق، ص 186.

(3) د. علي سيد قاسم، مرجع سابق، ص 182-183. ونقض مدني رقم 311 لسنة 43 ق - جلسة 17 / 4 / 1978 - س 29، ع 1، ص 1012.

الجوهريّة، وفق تعليمات الهيئة، طبقاً للمادة 104 من القانون الأخير والمعدلة بالقانون 22 لسنة 2015، كما يقع الالتزام على المطلعين وأعضاء مجلس الإدارة وأعضاء الإدارة التنفيذية للشركات، طبقاً للمادة 103 من القانون رقم 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون 22 لسنة 2015، كما يخضع للالتزام بالإفصاح كل شخص مستفيد (وهو كل من له مصلحة تمثل 5 % فأكثر من رأسمال شركة مدرجة في البورصة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر أو بالتحالف مع آخرين)<sup>(1)</sup>، وذلك خلال خمسة أيام عمل من تحقق المصلحة بإرسال بيان معتمد إلى الهيئة والبورصة والجهة المصدرة للأوراق المالية، وفق ما جاء بالمادة 101 من القانون 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون 22 لسنة 2015، كما يخضع للالتزام إدارة البورصة بالإعلان عن المعلومات فور تلقيها<sup>(2)</sup>.

### ثالثاً - في القانون الفرنسي:

وفي فرنسا يلتزم كل كيان أو كل شخص معنوي له صكوك مصدرة للتداول في السوق المنظمة أن يمد الجمهور بالمعلومات<sup>(3)</sup>، ووفقاً للمادة L225-109 (4) من كود التجارة يقوم على إدارة الشركة أياً من رئيس مجلس الإدارة والمديرين العموم وأعضاء مجلس الإدارة للأشخاص الطبيعية أو المعنوية والممارسين في الشركة لوظائف الإدارة أو عضو مجلس المراقبة الممثلين للأشخاص المعنوية والممارسين لوظائفهم، و جاء بالمادة L412-1 من الكود النقدي و المالي CMF و المعدلة بالأمر رقم 1240 /2012 في 8 نوفمبر 2012، أن الأشخاص أو الكيانات التي تعرض على الجمهور صكوكاً مالية أو تصدر صكوكاً مالية للتداول بالسوق المنظمة، عليها نشر المعلومات للجمهور information du public، وفقاً للشروط باللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية AMF، وجاء بالمادة L 465-2-1 من الكود النقدي والمالي الفرنسي، والتي

(1) راجع المادة 100 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

(2) المادة 106 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

(3) Reglement général du AMF, livre II, Art. 223-1A, Arrêté du 2 Avril 2009.

(4) Art. L225-109, du code commerce, modifié par loi n 2012-387 du 22 Mars 2012.

نشأت بالقانون رقم 672/2013 في 26 يوليو 2013، أن كل شخص ينقل أو يعطي معلومات مزيفة أو مضللة trompeuses تطبق عليه العقوبات، كما جاء بالمادة L 465-3 من الكود النقدي والمالي، والمعدلة بالقانون رقم 672/2013 أن الأشخاص المعنوية مسؤولة جنائياً وفقاً للشروط الواردة بالمادة 121-2 من الكود الجنائي.

### المطلب الثالث

#### شروط تحقق الإفصاح والشفافية

يُعد الإفصاح عن المعلومات أحد الالتزامات المفروضة بقوة القانون على الشركات المقيد لها أوراق مالية في البورصة، وهو التزام مقرر لمصلحة المساهمين وأصحاب المصالح والمهتمين بالاستثمار في البورصة، بغرض الوقوف على المركز المالي الصحيح للشركات المصدرة للأوراق المالية، إلا أن هذا الالتزام لا تقوم به بعض الشركات لسبب أو لآخر، وأمام ذلك قرر الفقه والقضاء الفرنسي تحديد شروط الإفصاح والشفافية، وهذه الشروط هي:

#### أولاً- الالتزام بحسن تنفيذ المعلومات للجمهور:

الالتزام بحسن المعلومات للجمهور la bonne information du public مقتضاه أن تقوم الشركات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة بحسن تنفيذ الإفصاح، وذلك وفقاً لمبدأ حسن النية في تنفيذ الالتزامات، وهو ما يقتضي أن يتوافر بالمعلومات خصائصها الثلاث، بأن تكون صحيحة ومحددة وصادقة، كما يقتضي أن تكون المعلومات المعطاة للجمهور موضوعية objectives بمعنى أن تكون ذات أهمية وملتصدة بنشاط الشركة، كما يقتضي التزام الشركة بواجب الحذر devoir de vigilance عند الإدلاء بالمعلومات فلا تبالغ في الإفصاح ولا تبتسر فيه، وبالتالي يجب عليها تحري دقة المعلومات بحيث تكون خالية من الأخطاء والعمل على تحقيق الثقة بالسوق<sup>(1)</sup>.

(1) Albert Salgueiro, op. cit., P. 484 & Anne – Dominique Merville, op. cit& Jean – Philippe, Pons – Henry, Gildos Robert, de l'information non sincère à l'information trompeuse: incertitudes quant à l'imputation d'un manquement à la bonne=

## ثانياً - أن يتم الإفصاح للكافة في وقت واحد:

يجب أن يتم الإفصاح للجميع فلا يحصل بعض المساهمين على المعلومات دون البعض الآخر، كما أن الإفصاح لا يخص مجموع المساهمين فقط وإنما يشمل الجمهور بصفة عامة لأن هناك من جمهور المستثمرين من يرغب دائماً في الاستثمار بالأوراق المالية، لذا يجب نقل المعلومات للجمهور بأي وسيلة نشر متاحة بحيث تصل لعدد كبير من الجمهور، وذلك تحقيقاً لمبدأ المساواة في الحصول على المعلومات، طبقاً للمادتين L.621-14 ، L.621-15 من الكود النقدي و المالي الفرنسي<sup>(1)</sup>، وجاء بالمادة 319 / ب من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992 تصبح المعلومة جوهرية عندما يتم إتاحتها لجمهور المتعاملين في وقت واحد .

ويتم نقل المعلومات للجمهور عن طريق الصحف والمجلات والمواقع الإلكترونية، وهذا الأمر تناوله قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 بالمادة الرابعة والتي تشير إلى عدم جواز طرح أوراق مالية لأية شركة في اكتتاب عام للجمهور إلا بناء على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة يتم نشرها في صحيفتين يوميتين، كما جاء بالمادة السادسة من القانون 95 لسنة 1992 التزام كل شركة طرحت أوراقاً مالية في اكتتاب عام أن تقدم على مسؤوليتها إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها، والقوائم

=information du public, Bulletin Joly Bourse, Janvier 2013, P. 24, sur le site, www.lextenso.fr & Cass. Com, 13 Decembre 2011, N: 10-28337, sur le site, www.lexinter.net & Cass. Com, 11 Juillet 2006, N: 05-18528 et N: 05-18337, sur le site, www.courdecassation.fr/publications & Vèronique Magnier, op. cit., P. 560 & Cass. Com, 7 Octobre 2014 , N:13-19538 & Cass. Com, 3 Mars 2009, N:08-14491 & Cass. Com, 29 Janvier 2013, N:11-27333 & Cass. Com, 27 Avril 2011, N:10-12125 & Cass. Com, 23 Mars 2010, N:09-65827 & Cass. Com, 19 Janvier 2010, N:08-22084 & Cass. Com, 7 Juillet 2009, N:08-17541 & Cass. Com, 23 Juin 2009, N:08-16973, les sentences sur le site, www.legifrance.gouv.fr

(1) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، مرجع سابق، ص20

Albert Salgueiro, op. cit., P. 485 & Cass. Com, 23 Juin 2009 , N :08-17723 & Cass. Com,7 Juillet 2009 , N: 08-17214 & Cass.Com, 20 Septembre 2011, N:10-13911 & Cass.Com, 23 Juin 2009 ,N:08-17723 & Cass.Com, 26 Mai 2009 , N:08-17175 & Cass. Com, 18 Novembre 2008 , N:08-10246 , sur le site ,www.legifrance.gouv.fr

المالية، ويتم نشر ملخص وافٍ للتقارير والقوائم المالية في صحيفتين، وفي الكويت جاء بالمادة 3/6/4 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون رقم 7 لسنة 2010 الحديث عن الإعلان عن المعلومات بمراعاة التعبير عن الحقيقة والوضوح وعدم التضليل دون تحديد كيفية الإعلان عن المعلومات، ولم يتم تحديد سوى نشر المعلومات الجوهرية عبر الموقع الإلكتروني للشركة وفق ما جاء بالمادة 1/7/4 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون 7 لسنة 2010، وفي فرنسا جاءت النصوص القانونية تتحدث عن إتاحة وتوصيل المعلومات للجمهور دون الحديث عن كيفية توصيلها، فلا يوجد إلزام بنشر المعلومات في صحف أو مجلات وإنما الأمر مفتوح بالنشر بأي وسيلة متاحة تحقق الإعلام للجمهور، وإن كان العمل يجري على وجود مجلة BALO وهي متخصصة في نشر الإعلانات القانونية الإلزامية، وقد قضت محكمة استئناف باريس في 7 أكتوبر 2008 بأن الالتزام بالمعلومات للجمهور يتم بأي وسيلة سواء بالنشر في الصحافة أو في مجلة BALO وألغت العقوبات التي فرضتها لجنة العقوبات بـ AMF وذكرت بانتفاء ارتكاب جريمة استغلال المعلومة الخاصة؛ لأن عمليات البيع تمت بعد نشر المعلومات في الصحافة، وأن نشر المعلومات يتم بأي وسيلة ولا يشترط النشر في مجلة BALO<sup>(1)</sup>، ونحن نرى ضرورة إنشاء مجلة متخصصة في الإعلانات اليومية للشركات وأخبارها في مصر والكويت؛ وذلك لكثرة عدد الصحف اليومية التي تصدر فيهما.

(1) Art. L465-1 du CMF & Marie – Lorraine Volland, le délit d' initié, une action en housse, sur le site, [www.avocats-picovschi.com/le-delit](http://www.avocats-picovschi.com/le-delit)

## الفصل الثاني الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية

### تمهيد وتقسيم:

تعمل الجهات الرقابية على حماية الاستثمارات في الشركات عموماً، وفي الشركات المقيدة بالبورصة خاصة، و أي إخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية يؤدي إلى حدوث أضرار بالمستثمرين كما يؤثر على كفاءة السوق، وهذا الإخلال يتم في أربع صور، وسوف نتناول تلك الصور الأربعة في المبحث الثاني، على أن يسبقها في المبحث الأول بيان المعلومات الداخلية، ثم نختم الدراسة ببيان المسؤولية المترتبة على الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في المبحث الثالث والأخير.

### المبحث الأول بيان المعلومات الداخلية

نتناول في هذا المبحث بيان المعلومات الداخلية بتعريفها وبيان خصائصها والأساس القانوني لعدم الإفصاح عنها، وحائزي تلك المعلومات والتزاماتهم، وذلك على النحو التالي.

### المطلب الأول ماهية المعلومة الداخلية

#### أولاً - تعريف المعلومة الداخلية:

اختلف الفقه في مسمى المعلومات التي يستفيد منها العاملون ببواطن الأمور أو المطلعون عليها بحكم مناصبهم في الشركة، فالبعض استخدم تعبير المعلومات الخاصة

أو السرية المميزة<sup>(1)</sup>، وآخر استخدم تعبير المعلومات السرية<sup>(2)</sup>، وثالث استخدم تعبير المعلومات المميزة<sup>(3)</sup>، واستخدم الفقه والقضاء الفرنسي تعبير المعلومات المميزة، ومن بعدهم القانون الفرنسي فجاء بتعريف الفقه والقضاء الفرنسي أن المعلومة المميزة هي معلومة محددة وخاصة ومؤكدة<sup>(4)</sup>، أما تعريف القانون الفرنسي فجاء في المادة 1-621 من اللائحة العامة لـ AMF أن المعلومة المميزة هي معلومة محددة وغير متاحة للجمهور والتي ترتبط مباشرة أو بطريق غير مباشر بأحد مصدرين أو عدة مصادر للأدوات المالية، أو بأداة أو عدة أدوات مالية، وتؤدي إلى التأثير على أسعار الأدوات المالية المعنية أو أسعار الأدوات المالية المرتبطة بها، وهو ذات التعريف الذي ورد بالتوجيه الأوروبي رقم 2003/6 في المادة الأولى<sup>(5)</sup>، وهذا التعريف استقرت عليه أحكام القضاء الفرنسي بعد ذلك<sup>(6)</sup>، بينما استخدم القانون المصري والكويتي تعبير المعلومات الداخلية، وهذا ما سوف نعتمده في دراستنا، فجاء بالمادة 319/ج من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1995 أن المعلومات الداخلية هي المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين، وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية أو أي من الكيانات أو الأطراف المرتبطة بها، وجاء بالمادة 319/ب تعريف المعلومة الجوهرية بأنها تلك التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على

(1) د. محمد سلام، مرجع سابق، ص 181. ود. صالح البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين بيوطن الأمور، بحث مقدم إلى المؤتمر الخامس عشر بجامعة الإمارات العربية المتحدة عن أسواق الأوراق المالية والبورصات والمنعقد بمدينة دبي خلال 6-8 مارس 2007، ص 2.

(2) د. أحمد خضر، مرجع سابق، ص 80.

(3) د. أحمد باز، الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، رسالة دكتوراه مقدمة إلى كلية حقوق المنصورة، سنة 2012، ص 14 على الموقع [library.mans.edu.eg](http://library.mans.edu.eg)

(4) Hubert de Vauplane, Jean - Pierre Borner, op. cit., P. 277 & CA Paris, 17 Mars 1976, JCP, 1976, II, 18496, note tunc & CA Paris, 30 Mars 1977, JCP, 1978, II, 18789, note tunc.

(5) Art. 1, du directive CE 2003/6, sur le site, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)

(6) Cass. Com, 13 Decembre 2011, N: 10-28337, sur le site, [www.lexinter.net](http://www.lexinter.net) & Cass. Com, 23 March 2010, N: 09-65827, Cass. Com, 26 May 2009, N: 08-17175, les sentences sur le site, [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr)

اتجاهات التعامل في السوق، وجاء بالكتاب الأول (التعريفات) من كتب لائحة القانون رقم 7 لسنة 2010 أن المعلومات الداخلية هي المعلومات أو البيانات غير المعلن عنها للجمهور والتي لو أُعلن عنها يكون من شأنها التأثير على سعر أو تداولات الورقة المالية<sup>(1)</sup>.

### ثانياً – خصائص المعلومة الداخلية:

ذكرنا أن التوجيه الأوروبي و القانون الفرنسي استخدمتا تعبير المعلومة المميزة information privilégiée في التوجيه الأوروبي رقم 6/2003 ومن بعده المادة 1-621 من اللائحة العامة لـ AMF الفرنسية، بينما القانون المصري والكويتي استخدمتا تعبير المعلومات الداخلية، وأياً كانت التسمية فكلاهما يدلان على معنى واحد، وتتميز المعلومة الداخلية بالخصائص التالية:

1- **معلومة محددة:** وتكون المعلومة محددة إذا كانت تدل على وجه اليقين لمعنى محدد، وهي تشمل جميع العناصر المتعلقة بمحل الاتصال، بحيث تؤدي إلى معنى مؤكد ولا يقبل الشك، أما إذا كانت المعلومة غير مؤكدة ومبنية على الاحتمالات قد تصيب أو تخطئ فلا يمكن اعتبارها معلومة مميزة<sup>(2)</sup>، وفي هذا قضت محكمة استئناف باريس في 30 مارس 1977 المؤكد أن الشائعات المزعجة bruits alarmants لا تعد ذات طبيعة محددة<sup>(3)</sup>.

2- **معلومة سرية Confidential:** والمعلومة السرية هي التي لا تكون متاحة للجمهور أو غير معروفة للجمهور، وتكون المعلومة سرية طالما لم يتم الإفصاح

(1) راجع حرف «م» 6 من الكتاب الأول (خاص بالتعريفات) من كتب اللائحة التنفيذية للقانون الكويتي لهيئة الأسواق المال رقم 7 لسنة 2010، وراجع نفس التعريف في المادة الأولى من القانون رقم 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

(2) Thierry Cotty, L'information privilégiée, journal des sociétés, n 95, Février 2012, P. 13, sur le site, www.cvml.com & Anne – Dominique Merville, op. cit. & Arthur Dethomas, L'évolution du manquement d'initié, Dalloz 2005, N10, P. 706 & Nicolas Mennesson, information privilégiée: bonne ou mauvaise nouvelle, JCP, E, 2012, n22, P. 30.

د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، مرجع سابق، ص 217. ود. أحمد بان، مرجع سابق، ص 18. ود. أحمد خضر، مرجع سابق، ص 81.

(3) CA Paris, 30 Mars 1977, JCP, 1978, éd. G, II, 18789, note tunc

عنها للجمهور، وهذا ما أكده القانون المصري في المادة 319 / ج من لائحة القانون 95 لسنة 1992 بقوله معلومات لم يتم إعلانها للجمهور، ونفس المعنى جاء بالكتاب الأول من كتب لائحة القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010، وقد ذكرت محكمة استئناف باريس في 30 مارس 1979 أن المعلومة تعد سرية حتى ولو لم يكن العالم ببواطن الأمور هو الوحيد الذي يعلم بها، طالما أنها لم تكن إلا في حوزة عدد محدود من الأشخاص بالنسبة لبقية المتعاملين في البورصة<sup>(1)</sup>.

3- أن تكون مؤثرة على أسعار الأوراق المالية: تتميز المعلومة المميزة بأنها ذات تأثير على تحركات أسعار الأوراق المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض متى وصلت إلى الجمهور، ويمكن الانتفاع بها لمن يحوزها وإن كان الانتفاع في هذه الحالة غير مشروع<sup>(2)</sup>، وهذا ما أكده القانون المصري في المادة 319 / ب بأن المعلومة لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية، وذات المعنى جاء بتعريف المعلومات الداخلية في الكتاب الأول من كتب لائحة القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010، ووفقاً للمادة 1-621 من لائحة AMF يجب في المعلومة المميزة أن تؤدي إلى التأثير على أسعار الأدوات المالية المعنية أو أسعار الأدوات المالية المرتبطة بها، وفي هذا المعنى جاءت المادة الأولى من التوجيه الأوروبي رقم 6/2003، وفي هذا قضت محكمة النقض الفرنسية في 23 مارس 2010 بأن المعلومة المميزة وفقاً للمادة 1-621 من لائحة AMF يجب أن تكون ذات تأثير على أسعار الورقة المالية<sup>(3)</sup>، كما قضت محكمة النقض الفرنسية أيضاً في 29 مارس 2011 أنه يشترط لتحقيق الإخلال بالالتزام بالامتناع عن الانتفاع بالمعلومة المميزة أن تكون المعلومة ذات تأثير على أسعار الأدوات المالية وتؤثر على قرار المستثمر في اتخاذ قرار الاستثمار<sup>(4)</sup>.

(1) CA Paris, 30 Mars 1979, JCP, 1980, éd, G. II, 19306

(2) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، مرجع سابق، ص 220. ود. أحمد باز، مرجع سابق، ص 19. وانظر كذلك:

Julie - Martine Loranger, qu' est - ce qu' une information privilégiée?, le 1 Novembre 2012, sur le site, www.finance-investissemtn.com & Nicolas Mennesson, op. cit., P. 30 & Cass. Crim, 14 June 2006, N:05-82453

(3) Cass. Com, 23 Mars 2010, N: 09-65829, sur le site, www.legifrance.gouv.fr

(4) Cass. Com, 29 March 2011, N: 10-15866, sur le site, www.legifrance.gouv.fr

### ثالثاً - الأساس القانوني لعدم الإفصاح عن المعلومة الداخلية:

يرجع الأساس القانوني لعدم الإفصاح عن المعلومة الداخلية إلى حق الشركات في الاحتفاظ بأسرارها، وهذا الحق يعطي الشركات ميزة تنافسية، وأنه لا يجب المطالبة بالإفصاح عن كل المعلومات حيث يبقى لكل شركة الأسرار الخاصة بها التي يجب أن تتمتع بالحماية من المطالب غير العادلة التي تسيء استعمال الحق في الإطلاع أو الحصول على صور مستندات لتحقيق أهداف غير مشروعة، لذا استقر الفقه القانوني على أن حماية الأسرار التجارية جزء من المفهوم العام للحماية من المنافسة غير المشروعة<sup>(1)</sup>.

## المطلب الثاني

### حائزو المعلومات الداخلية والتزاماتهم

نتناول في هذا الفرع بيان حائزي المعلومات الداخلية، ثم نوضح التزامات حائزي تلك المعلومات.

#### أولاً - حائزو المعلومات الداخلية:

1- في القانون المصري: يوجد طائفتان من حائزي المعلومات الداخلية هما: طائفة الداخلين، وطائفة المطلعين، نوضح كل طائفة في النقاط التالية:

1- طائفة الداخلين: وفقاً للمادة الرابعة من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، فإن الداخلين هم أعضاء مجلس إدارة الشركة أو شركتها القابضة، وشركاتها التابعة والشقيقة أو المسيطرة عليهم وممثليهم، وأزواجهم وأولادهم القصر، كما جاء بالمادة 319/هـ من لائحة القانون 95 لسنة 1992 تعريف للمتعامل الداخلي بأنه كل شخص

(1) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، مرجع سابق، ص34. ود. أحمد خضر، مرجع سابق، ص85. وانظر كذلك:

Albert Salgueiro, op. cit. P 121

حقوق نفعاً سواء بطريق مباشر أو غير مباشر لنفسه أو لغيره من تعامله، بناءً على معلومات داخلية أو استغلاله لها، وعليه يمكن حصر طائفة الداخليين في الآتي:

- أعضاء مجلس إدارة الشركة، وأعضاء مجالس الإدارة في الشركات المرتبطة بها، وممثلي تلك الشركات، ويتبع كل هؤلاء الأزواج والأولاد القصر فقط.
- المستفيدون من المعلومات الداخلية، وهم المتعاملون الداخليون الذين يحققون أي منفعة منها سواء لأنفسهم أو لغيرهم.

2- طائفة المطلعين: جاء بالمادة 319/د من لائحة القانون 95 لسنة 1992 أن المطلع هو كل من اطلع على معلومات بشأن الشركة وما تصدره من أوراق مالية، من شأنها تحقيق منفعة لصالحه أو لصالح شخص آخر، سواء تم الاطلاع بصورة شرعية أو غير شرعية، وسواء اطلع بنفسه أو وصلت إلى علمه عن طريق شخص آخر بصورة أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة، وفي المادة 322 من لائحة القانون 95 لسنة 1992 جاء أن المطلعين من يطلع بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديونها على المعلومات، ويقومون باستغلالها لحسابهم الشخصي أو لحساب الغير، أو إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. والمطلعون أو العاملون ببواطن الأمور insiders كما ذكر الفقه هم الموظفون بالشركة والمتعاملون مع الشركة مثل المحامي والمستشار القانوني ومراقب الحسابات والمصرفي والمهندس وموظف البنك، ممن تتيح لهم وظيفتهم التي يشغلونها بالاطلاع على معلومات الشركة<sup>(1)</sup>، ونحن نؤيد ما ذهب إليه البعض من أن مصطلح المطلعين يشمل كل المستفيدين من المعلومات الداخلية دون تحديد، خاصة ما جاء بالمادة 323 من لائحة القانون 95 لسنة 1992 التي حظرت أي تعامل على ورقة مالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها، سواء أكان المستفيديون من العاملين داخل الشركة أو من خارجها<sup>(2)</sup>.

(1) د. صالح البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات، مرجع سابق، ص 8.

(2) د. محمد سلام، مرجع سابق، ص 201.

2- في القانون الكويتي: حائزو المعلومات الداخلية في القانون الكويتي هم المطلعون، ووفقاً للمادة 2/1/3 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون رقم 7 لسنة 2010 يكون الشخص مطلعاً لدى شركة مدرجة في الحالتين التاليتين:

1- أعضاء مجلس الإدارة والجهاز الإداري لدى الشركة المدرجة وشركاتها التابعة ولدى الشركة الأم ممن لديهم إمكانية الوصول إلى المعلومات الداخلية التي تتعلق بالشركة المدرجة وعملائها بشكل مباشر أو غير مباشر.

2- أي شخص أو جهة أخرى لديها اتصال مباشر معها وتكون لديها معلومات داخلية تتعلق بالشركة المدرجة وعملائها، ويدخل فيها الشركة الأم ومراقب الحسابات والجهات المصرفية والجهات الاستشارية ووكالات التصنيف الائتماني وشركات تقنية المعلومات.

3- في القانون الفرنسي: وفقاً للمادة L621-18 (1) من الكود النقدي والمالي يلتزم أعضاء مجلس الإدارة أو المدير أو مجلس المراقبة أو المدير العام أو المدير العام الوحيد أو المدير العام المفوض، وكل شخص له سلطة اتخاذ القرار بناء على المعلومات المميزة المرتبطة مباشرة أو بطريق غير مباشر بالأدوات المالية يمتنع عن الانتفاع بها، كما جاء في المادة 622-2 من لائحة AMF بامتناع كل شخص ينال المعلومة المميزة بسبب:

1- صفته كعضو في الإدارة، أو كمدير أو في الإدارة أو الرقابة على مصدري الأدوات المالية.

2- المشارك في رأس مال المصدر للأدوات المالية.

3- الذين يحصلون على المعلومة بسبب علاقة عمل أو مهنته أو وظيفته وأيضاً المشارك في تنفيذ عملية مالية.

4- يطبق الالتزام بالامتناع على كل شخص ينال المعلومة المميزة والذي يتصرف بناء عليها.

(1) Art. L621-18-2-a, B du CMF

وإذا كان الشخص المذكور من الأشخاص المعنوية يطبق الالتزام بالامتناع على الأشخاص الطبيعية المشاركة في القرار على عملية لحساب الشخص المعنوي.

وقد قسم الفقه الفرنسي الحائزين للمعلومات المميزة إلى طائفتين هما<sup>(1)</sup>:

● **الطائفة الأولى:** وتشمل كل المديرين والعمال ويطلق عليهم العاملون ببواطن الأمور والأوائل الداخليين.

● **الطائفة الثانية:** وتشمل العاملين بالبنوك والمحاسبين والمحامين والمحليين الماليين والصحفيين الاقتصاديين، ويطلق عليهم العاملون ببواطن الأمور الثانويين، وهم من يحصلون على المعلومات المميزة بسبب أنشطتهم.

### ثانياً- التزامات حائزي المعلومات الداخلية:

يلتزم حائزو المعلومات الداخلية بالالتزامات التالية:

1- **المحافظة على سريتها:** إن حائزي المعلومات الداخلية حصلوا على تلك المعلومات بحكم مناصبهم وعملهم في الشركة، وواجب العمل يفرض عدم إفشاء الأسرار التي قد يقفون عليها، وفي هذا نصت المادة 64 من القانون المصري رقم 95 لسنة 1992 بمعاقبة كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله، كما جاء بالمادة 20 مكرر من ذات القانون «مضافة بالقانون 123 لسنة 2008» بأنه يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها وغيرها من المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على أوضاع هذه الشركات التعامل عليها لحسابهم الشخصي قبل الإعلان أو الإفصاح عنها للجمهور، كما يحظر إفشاء تلك المعلومات للغير بصورة مباشرة أو غير مباشرة، كما جاء بالمادة 323 من لائحة القانون المصري رقم 95 لسنة 1992 بأنه يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية أن يطلعوا أي شخص آخر عليها ما لم تكن له صفة قانونية ثابتة

(1) د. صالح البربري، المرجع السابق، ص 210. وانظر كذلك:

Arthur Dethomas, op. cit&Marie – Lorraine Volland, le delit d'initie, une action en hausse, sur le site, www.avocats-picovschi.com/le-delit

تخوله حق الاطلاع ، كما جاء بالمادة 1/3/3 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 بالتزام الشخص المطلع بالحفاظ على سرية المعلومات الداخلية، و نفس الأمر تناولته المادة 622-1 من اللائحة العامة ل AMF في القانون الفرنسي .

**2- الإمتناع عن استغلالها: والامتناع abstention وفقاً للمادة 622-1 من لائحة AMF هو عدم استخدام المعلومة المميزة سواء لحسابه أو لحساب الآخرين،** وسواء مباشرة أو بطريق غير مباشر على الأدوات المالية، كما يشمل الامتناع كل توصيل للمعلومة إلى شخص آخر خارج إطار عقد العمل أو مهنته أو وظيفته أو توصيلها للآخرين، كما يتمتع التوصية لشخص آخر بالاستحواذ *acquerir* أو بالترك *céder* «الشراء والبيع والتنازل» أو أدوات مالية مرتبطة بها. والامتناع أو حظر استغلال المعلومة المميزة أو الداخلية منصوص علىه في المادة 20 مكرر من القانون المصري 95 لسنة 1992 وأيضاً المادة 64 من ذات القانون، كما جاء بالمادة 322 من لائحة القانون 95 لسنة 1992 بأنه يحظر على المطلعين القيام باستغلال المعلومات الداخلية لحسابهم الشخصي أو لحساب الغير، كما جاء بالمادة 323 من ذات اللائحة الأخيرة بحظر أي تعامل على ورقة مالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها، كما جاء بالمادة 1/3/3 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 بالتزام الشخص المطلع بالامتناع عن البيع والشراء أو الاكتتاب في الأوراق المالية التي اطلع على معلوماتها الداخلية، وعدم الكشف عن المعلومات لشخص آخر، وعدم نقل المعلومات بشكل مباشر أو غير مباشر لآخرين، والامتناع عن استغلال المعلومة المميزة يقصد به عدم تحقيق أية ميزة اقتصادية، وأنه لولا المعلومة المميزة ما حصل على أية ميزة في الإطار الطبيعي للسوق، وفقاً لما جاء بحكم محكمة النقض الفرنسية في 7 ديسمبر 2010<sup>(1)</sup>، كما جاء بحكم آخر لمحكمة النقض الفرنسية في 8 فبراير 2011 أن استغلال المعلومة المميزة يتحقق بالحصول على أية منافع، وأن استغلال المعلومة المميزة يتحقق عند

(1) Cass. Com, 7 Decembre 2010, N: 09-72581

شراء أو بيع الأدوات المالية لتحقيق ميزة اقتصادية<sup>(1)</sup>، وقد اختلف الرأي حول طبيعة الالتزام بالامتناع وهل هو التزام نسبي أو مطلق، فذهب البعض إلى أنه التزام نسبي، فيجوز التصرف بناء على المعلومات المميّزة طالما وجدت مبررات لذلك<sup>(2)</sup>، بينما ذهب البعض الآخر إلى أن الامتناع يعد التزاماً مطلقاً وبالتالي لا يجوز التصرف بناء على المعلومات المميّزة مهما كانت المبررات<sup>(3)</sup>، وقد استقرت أحكام القضاء الفرنسي على الرأي الأخير واعتبرت الامتناع واجباً ذاتياً طبيعية مطلقة<sup>(4)</sup>. ويوجد استثناء وحيد على الالتزام بالامتناع عن استغلال المعلومة المميّزة، حيث يجوز طبقاً للمادة 3/2 من التوجيه الأوروبي رقم 2003/6 استغلال المعلومة المميّزة في حالة تنفيذ الالتزام بالاستحواذ أو الحوالة على الأدوات المالية عندما يكون الالتزام نتيجة اتفاق سابق، ونفس الاستثناء ورد النص عليه في المادة 1-622 من لائحة AMF.

(1) Cass. Com, 8 February 2011, N: 10-10965

(2) د. صالح البربري: الممارسات غير المشروعة - المرجع السابق - ص 234.

(3) أ. منير بوريشه: المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، رسالة ماجستير، كلية حقوق الإسكندرية، سنة 2001 - ص 151 &

Laurence Boisseau, Lâ AMF Sanctionnelourdement un ancienadministrateur de Sperian, sur le site, [www.lesechos.fr/redirect](http://www.lesechos.fr/redirect) & Andréa Bonhoure, l'AMF infligeune sanction de 3.5 Millions d'euros à un initéprimaire, le 23 Mai 2013, sur le site, [blog.labrador.fr/lamf-inflige](http://blog.labrador.fr/lamf-inflige) & Alfredo Allegra, Sanction de 3.5 M€ pour un ancienadministrateur de BacouDaloz, le 23 Mai 2013, sur le site, [www.lextimes.fr](http://www.lextimes.fr)

(4) Cass. Com, 8 Février 2011, N: 10-10965 & Cass. Com, 23 Mars 2010, N: 09-11366, les sentences, sur le site. [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr) & CA Paris, 30 Mars 2010, N: 09-13348 & CA Paris, 24 Novembre 2009, N:09-05552, les sentences, sur le site, [www.amf-france.org/sanctions-et-transactions](http://www.amf-france.org/sanctions-et-transactions)

## المبحث الثاني

### صور الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية

توجد صور أربعة للإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، تتمثل في استغلال الداخليين الشخصي للمعلومات الداخلية، واستغلال الغير للمعلومات الداخلية، ونشر معلومات كاذبة أو خادعة ومضللة، والامتناع عن الإفصاح، نوضحها في النقاط التالية:

#### أولاً- الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية:

يعد الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية الصورة الأولى لمظاهر الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، ويسميه البعض بالإخلال الجزئي المباشر بمبدأ الإفصاح والشفافية<sup>(1)</sup>، ومقتضى هذه الصورة من الإخلال أن يقوم أحد الأشخاص من الداخليين أو المطلعين بتنفيذ عمليات بالبورصة بناء على المعلومات الداخلية التي تحصل عليها، بغرض الانتفاع الشخصي من تلك المعلومات، بحيث تعود الفائدة المرجوة عليه شخصياً، ونظراً للآثار السلبية التي تنجم عن الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية سواء على حركة أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً وهبوطاً أو التأثير على كفاءة السوق أو التأثير على باقي المستثمرين بتعرضهم لخسارة مالية قد تؤدي بهم إلى خارج السوق وأحياناً إلى خارج الحياة، لذا تم منع مثل هذه العمليات بحظر التعامل بناء على المعلومات الداخلية بالمادتين 322، 323 من لائحة القانون المصري رقم 95 لسنة 1992، كما جاء بالمادة 1/3/3 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 بالتزام الشخص المطلع بالامتناع عن البيع والشراء أو الاكتتاب في الأوراق المالية التي اطلع على معلوماتها الداخلية.

وفي فرنسا يلتزم كل شخص ينال المعلومات الخاصة بسبب صفة كعضو مجلس إدارة أو مدير أو مشارك في رأس المال أو من الحاصلين على المعلومة بسبب عمله أو

(1) د. صالح البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات، مرجع سابق، ص 2. ود. أحمد بان، مرجع سابق، ص 31. ود. محمد سلام، مرجع سابق، ص 181.

مهنته أو وظائفه أو مشاركته في تنفيذ العملية المالية أو الأفعال التي تشكل جرائم أو جنح، يتمتع عليه الانتفاع بها بالشراء أو التنازل عنها لحسابه أو لحساب آخرين سواء مباشرة أو بطريقة غير مباشرة على الأدوات المالية، وفق ما جاء بالمادتين 622-1 ، 622-2 من اللائحة العامة ل AMF .

### ثانياً - استغلال الغير للمعلومات الداخلية:

وهذه الصورة الثانية من صور الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، وهي الحالة التي يقوم فيها الداخليون أو المطلعون بإفشاء المعلومات الداخلية للغير، ويقوم الغير باستغلال تلك المعلومات لتحقيق منافع خاصة بهم، وهو ما يعد إخلالاً بالتزامات المطلعين على المعلومات بالمحافظة على سرية المعلومات حتى يتم إعلانها للجمهور، ويطلق عليها بعض الفقه بالإخلال الجزئي غير المباشر بمبدأ الإفصاح والشفافية<sup>(1)</sup>، ويتم استغلال المعلومات الداخلية من الغير سواء تم الإفشاء بالمعلومات من المطلعين عن قصد أو بدون قصد، فلا يشترط القصد العمدي في نقل المعلومات للغير، وهذا ما نصت عليه التشريعات المقارنة، ففي القانون المصري جاء بالمادة 322 من لائحة القانون 95 لسنة 1992 بأن يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديونها القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي أو لحساب الغير أو إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، كما جاء بالمادة 64 من القانون 95 لسنة 1992 (معدلة بالقانون 123 لسنة 2008) بمعاقبة كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله أو حقق نفعاً منه هو أو زوجه أو أولاده، فالنصوص جاءت عامة دون اشتراط القصد العمدي في الإفشاء للمعلومات، وفي الكويت أكدت المادة 3/3/1 من الكتاب العاشر من كتب لائحة القانون رقم 7 لسنة 2010 بالتزام الشخص المطلع بعدم الكشف عن المعلومات لشخص آخر وعدم نقل المعلومات بشكل مباشر أو غير مباشر لآخرين، وفي فرنسا تتحقق جريمة استغلال المعلومة المميزة سواء أكان لحساب الشخص نفسه أم لحساب الآخرين، وسواء بطريق مباشر أو بطريق غير مباشر على الأدوات المالية،

(1) د. محمد سلام، مرجع سابق، ص 242. ود. صالح البربري، سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 39.

ويمتنع على كل شخص توصيلها لشخص من الغير خارج الإطار الطبيعي لعمله أو لمهنته أو لوظائفه أو لأي أسباب أخرى، كما يمتنع عليه التوصية لشخص بالشراء أو بالتنازل بناء على المعلومة الخاصة، وذلك وفق ما جاء بالمادة 622-1 من لائحة هيئة الأسواق المالية AMF.

### ثالثاً - نشر معلومات كاذبة ومضللة:

يعد نشر معلومات كاذبة ومضللة انتهاكاً صارخاً لمبدأ الإفصاح والشفافية، لذا يسميه البعض بالإخلال الكلي لمبدأ الإفصاح والشفافية<sup>(1)</sup>، ونظراً لخطورة نشر معلومات كاذبة وما تسببه من أضرار جسيمة بالمستثمرين والسوق المالية والشركات، لذا تم تجريمه في كافة التشريعات عامة، والتشريعات المقارنة في الدراسة، سواء في القانون المصري أو القانون الكويتي أو القانون الفرنسي، ونشر معلومات كاذبة يعد جريمة جنائية تتحقق بتوافر الركن المادي بنشر معلومات كاذبة أو خادعة FaussesouTrompeuses والركن المعنوي بتوافر القصد الجنائي، ويتمثل في العلم بكذب المعلومات وتأثيرها على الأسعار<sup>(2)</sup>.

وهذه الجريمة معاقب عليها في القانون المصري بالمادة 63 من القانون 95 لسنة 1992، كما أكد قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 والمتعلق بقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، في المادة 28 / 3 بحظر الإفصاح عن بيانات أو معلومات لا تتفق وحقيقة أوضاع الجهة المصدرة للأوراق المالية، كما جاء بالمادة 34 من ذات القرار الأخير بأنه على كل شركة الإفصاح عن المعلومات الجوهرية والتأكد من أن البيانات صحيحة وغير مضللة، وأنها لا تستبعد أو تخفي أي شيء يكون من شأنه التأثير على مضمون هذه البيانات أو المعلومات، كما جاء بالمادة 127 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015 بمعاقبة كل من قام بتزويد الهيئة ببيانات غير صحيحة أو مضللة.

(1) د. محمد سلام، مرجع سابق، ص 248.

(2) منير بوريشه، مرجع سابق، ص 178. ود. صالح البربري، المرجع السابق، ص 252. وانظر كذلك:

Hubert de Vauplane, Jean - Pierre Bornet, op. cit., P. 279.

وفي فرنسا جاءت لائحة AMF في المادة 632-1 بتجريم الإخلال بالتزامات المعلومات ومنها نشر معلومات مزيفة (1)Fausses<sup>(1)</sup>، كما جاء بإلزام كل شخص بالامتناع عن التلاعب بالأسعار عن طريق معلومات مزورة أو خادعة على العرض أو الطلب<sup>(2)</sup>، كما جاء في المادة L621-15 من الكود النقدي والمالي<sup>(3)</sup> بجواز أن تقوم لجنة العقوبات بالـ AMF باتخاذ الإجراءات العقابية تجاه كل شخص يقوم بنشر معلومات مزورة أو خادعة، ومن يرتكب ذلك يتعرض للعقوبة المالية.

#### رابعاً- الامتناع عن الإفصاح:

الصورة الرابعة للإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية هو الامتناع عن الإفصاح الذي يعد أشد صور الإخلال بما يمثله من إهدار للمبدأ كلياً، والامتناع قد يكون عن الإفصاح كلياً أو جزئياً، ويرتبط مبدأ الإفصاح والشفافية بوجود الأوراق المالية بالبورصة، بدايةً من طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام أو الخاص ومروراً بتداولها بالبورصة، ونادراً ما يظهر الإخلال بمبدأ الإفصاح في صورة الامتناع في مرحلة الاكتتاب، لأن جميع البورصات والهيئات المشرفة عليها في كل من مصر والكويت وفرنسا ترفض طرح الأوراق المالية للاكتتاب دون الموافقة على نشرة الاكتتاب، وبالتالي لن يتم طرح الأوراق المالية للتداول إلا بعد التزام الشركات المصدرة لها بمبدأ الإفصاح والشفافية واستيفاء المعلومات والمستندات اللازمة بما فيها استيفاء نشرة الاكتتاب لكافة المعلومات المطلوبة، وهذا ما نصت عليه المادة الرابعة من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 والمعدلة بالقانون رقم 123 لسنة 2008، ونفس الأمر نصت عليه المادة 93 من القانون الكويتي لهيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 و المعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015 .

وفي فرنسا يلتزم الأشخاص والكيانات التي تطرح أدوات مالية للاكتتاب العام بنقل المعلومات للجمهور وتحدد اللائحة العامة لـ AMF المعلومات المنقولة وفقاً

(1)Reglement AMF, livre VI, art. 632-1, sur le site, www.amf-france.org

(2)Reglement AMF, livre VI, art. 631-1, sur le site, www.amf-france.org

(3) Art. L621-15 du CMF modifié par ordonnance n2014-158 du 20 Fevrier 2014 et modifie par ordonnance n 2015-1576 du 3 Decembre 2015.

للمادة L412-1 من الكود النقدي والمالي والمعدلة بالأمر رقم 1240/2012 في 8 نوفمبر 2012، كما جاء بالمادة L621-7 من الكود النقدي والمالي والمعدلة بالأمر رقم 1686/2015 في 17 ديسمبر 2015 أن اللائحة العامة لـ AMF تضع القواعد المهنية لمصدري الأدوات المالية ونشر المعلومات، واحترام العمليات على الأدوات المالية والإصدارات المتداولة في السوق المنظمة وحماية المستثمرين ضد عمليات العالين ببواطن الأمور والتلاعب بالأسعار ونشر المعلومات المضللة، وبالتالي فلا تظهر صورة الإخلال بالامتناع عن الإفصاح في مرحلة تأسيس الشركة عند الطرح الأول للأوراق المالية، إنما تظهر صورة الامتناع عن الإفصاح في مرحلة تداول الأوراق المالية بالبورصة نتيجة وجود قصور في عمليات الإدارة والرقابة من جانب الجهات المشرفة على البورصة.

ويتمثل الإفصاح أثناء تداول الأوراق المالية بالبورصة كما جاء بالمادة السادسة من القانون المصري رقم 95 لسنة 1992 في التزام كل شركة طرحت أوراقاً مالية في اكتتاب عام أن تقدم على مسؤوليتها إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها، على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها، وللهيئة فحص المستندات والمعلومات، وإذا كانت هناك ملاحظات قامت بإبلاغها للشركة مع طلب إعادة النظر في الوثائق المقدمة منها، فإذا لم تستجب الشركة لتلك الملاحظات التزمت بنفقات نشر الهيئة للملاحظات والتعديلات التي طلبتها، كما يجوز بقرار من رئيس مجلس إدارة البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار، وإلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها، ومنها بالطبع متطلبات الإفصاح.

وفي الكويت تلتزم الشركات المدرجة في البورصة بالإفصاح عن بياناتها المالية وفق اللوائح التي تصدرها البورصة وتوافق عليها الهيئة طبقاً لما جاء بالمادة 97 من قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010، ويجوز للهيئة إيقاف التداول في البورصة وإلغاء التداول إذا كانت هناك ممارسات تتضمن إيهاعات أو إشارات مضللة طبقاً

لما جاء بالمادة 44 من القانون رقم 7 لسنة 2010، كما يجوز للهيئة إلغاء الترخيص للشركة في حالة عدم تقديم المعلومات اليها أو في حالة تقديم معلومات غير صحيحة أو مضللة، وفق ما جاء بالمادة 46 من القانون رقم 7 لسنة 2010 .

وفي فرنسا يلتزم الأشخاص والكيانات المذكورة في المادة L621-9 من الكود النقدي والمالي (من بينهم مصدرو الأدوات المالية) باحترام حسن أداء وظيفة السوق *Respecter le bon fonctionnement du marche*، ووفقاً للمادة L621-15 من الكود النقدي والمالي والمعدلة بالأمر رقم 1576/2015 في 3 ديسمبر 2015 يجوز للجنة العقوبات بـ AMF اتخاذ العقوبات تجاه الأشخاص والكيانات المذكورة في المادة L621-9 (من بينهم مصدرو الأدوات المالية) عن كل إخلال بالالتزامات المهنية والقوانين واللوائح والقواعد المهنية، ووفقاً للمادة L465-3 من الكود النقدي والمالي والمعدلة بالقانون رقم 762/2013 في 26 يوليو 2013 يتحمل الشخص المعنوي المسؤولية الجنائية عن الأعمال المتعلقة والواردة بالمادة L465-2 من ذات الكود (جريمة التلاعب بالأسعار) بالخضوع للغرامة في حدها الأقصى خمسة أضعاف الغرامة المفروضة على الأشخاص الطبيعية وفق ما جاء بالمادة 131-38 من الكود الجنائي، كما تطبق على الأشخاص المعنوية العقوبات التكميلية الواردة بالمادة 131-39 من الكود الجنائي والمعدلة بالقانون رقم 790/2014 في 10 يوليو 2014 ومنها المنع *Interdiction* لمدة خمس سنوات على الأكثر من الاكتتاب العام للصكوك المالية أو إصدار الصكوك المالية للتداول في السوق المنظمة.

## المبحث الثالث

### مسؤولية الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية

يترتب على الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية تحقق المسؤولية القانونية لكل الأشخاص الملزمة بالإفصاح، وتتعدد المسؤولية ما بين المسؤولية الجنائية والمسؤولية المدنية والمسؤولية الإدارية، وسوف نوضح كل نوع من أنواع المسؤولية في الفروع الثلاثة التالية:

### المطلب الأول

#### المسؤولية الجنائية

تتحقق المسؤولية الجنائية عندما يتم ارتكاب إحدى الجرائم المنصوص عليها وفقاً للقاعدة القانونية المعروفة «لا جريمة ولا عقوبة إلا بنص»، وقد ورد بالقوانين المقارنة محل الدراسة تجريم للتصرفات التي تمثل إخلالاً بمبدأ الإفصاح والشفافية، وفيما يلي نبين ذلك في النقاط التالية:

#### أولاً- في القانون المصري:

جاء بقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 والمعدل بالقانون 123 لسنة 2008، عدة تصرفات تشكل جرائم، وفرض لكل جريمة عقوبة محددة، وفيما يلي نبين ذلك.

1- جريمة إدراج بيانات غير صحيحة: جاء بالمادة 63 / 3 من القانون 95 لسنة 1992 والمعدلة بالقانون 123 لسنة 2008، بمعاقبة كل من أثبت عمداً في نشرات الاكتتاب، أو أوراق الترخيص أو التأسيس أو التقارير، والوثائق أو الإعلانات المتعلقة بالشركة ببيانات غير صحيحة ومخالفة لأحكام القانون، أو غير في هذه البيانات بعد اعتمادها من الهيئة، وذلك بعقوبة الحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن 50 ألف جنية ولا تزيد على 20 مليون جنية، أو بأحدى هاتين العقوبتين.

2- جريمة الأصدار العمدي لبيانات غير صحيحة عن الأوراق المالية، والمنصوص عليها في المادة 63 / 4 من القانون 95 لسنة 1992، ويخضع مرتكبها للعقوبة سألقة الذكر في الفقرة السابقة منعاً للتكرار.

3- جريمة التزوير في سجلات الشركة أو الإثبات العمدي فيها لوقائع غير صحيحة أو عرض تقارير على الجمعية العمومية للشركة تتضمن بيانات كاذبة، ويخضع مرتكبها للعقوبة الواردة بالمادة 63 من القانون 95 لسنة 1992 سألقة الذكر.

4- جريمة التلاعب في البورصة، والمنصوص عليها في المادة 63 / 6 من القانون 95 لسنة 1992، وكذا المادة 319 / أ من لائحة القانون 95 لسنة 1992، وتشمل كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق، ويخضع مرتكبها للعقوبة الواردة بالمادة 63 من القانون 95 لسنة 1992.

5- جريمة إفشاء أسرار أو تحقيق نفع، والمنصوص عليها في المادة 64 من القانون 95 لسنة 1992 والمعدلة بالقانون 123 لسنة 2008، وفيها يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن 20 ألف جنيه ولا تزيد على 20 مليون جنيه، لكل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله، أو حقق نفعاً منه هو أو زوجه أو أولاده، أو أثبت في تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل في هذه التقارير وقائع تؤثر في نتائجها، أو تعامل في الأوراق المالية، كما يخضع لنفس العقوبة السابقة المطلعون المستغلون للمعلومات الداخلية، وفق ما جاء بالمادة 319/د من لائحة القانون 95 لسنة 1992، وكذا المتعاملون الداخليون وفق ما جاء بالمادة 319/هـ من لائحة القانون 95 لسنة 1992.

6- جريمة التأخير في تسليم القوائم المالية، والمنصوص عليها في المادة 65 مكرر 2 من القانون 95 لسنة 1992 والمضافة بالقانون 143 لسنة 2004، وعقوبتها غرامة ألفي جنيه عن كل يوم تأخير في تسليم القوائم المالية، وفقاً لقواعد الإفصاح بها.

7- يتم معاقبة المسؤول عن الإدارة الفعلية بالشركة بالعقوبات المقررة عن الأفعال التي ترتكب بالمخالفة لهذا القانون، وتكون أموال الشركة ضامنة في جميع الأحوال للوفاء بما يحكم به من غرامات مالية.

8- يجوز للقضاء فضلاً عن توقيع العقوبات المقررة، الحكم بالحرمان من مزاولة المهنة أو بحظر مزاولة النشاط الذي وقعت الجريمة بمناسبته لمدة لا تزيد على ثلاث سنوات، ويكون الحكم وجوبياً في حالة العود، طبقاً لما جاء بالمادة 69 من القانون 95 لسنة 1992.

### ثانياً- في القانون الكويتي:

جاء بقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 والمعدل بالقانون رقم 22 لسنة 2015 النص على عدة جرائم إذا تم ارتكابها استوجبت توقيع عقوبات على فاعلها، وسوف نعرض الجرائم المتصلة بالإفصاح والشفافية وفقاً لإطار البحث، وفيما يلي نبين تلك الجرائم والعقوبات المقررة لها:

1- **جرائم المطلعين:** ورد النص عليها في المادة 118 من القانون سالف الذكر والمعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015، حيث يعاقب كل مطلع بالحبس مدة لا تتجاوز خمس سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن قيمة المنفعة المحققة أو الخسائر التي تجنبها، أو مبلغ 10,000 دينار أيهما أعلى ولا تتجاوز ثلاثة أضعاف قيمة المنفعة أو الخسائر التي تجنبها أو مبلغ مائة الف دينار- أيهما أعلى - أو بإحدى هاتين العقوبتين، على كل مطلع قام ببيع أو شراء ورقة مالية أثناء حيازته لمعلومات داخلية عنها، أو كشف عن المعلومات الداخلية أو أعطى مشورة على أساس معلومات داخلية لشخص آخر، كما يعاقب بذات العقوبة كل من قام بالشراء أو بيع ورقة مالية بناء على معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع مع علمه بطبيعة تلك المعلومات بغرض تحقيق أي منفعة له أو لغيره.

2- **جريمة إفشاء الأسرار:** ورد النص عليها في المادة 119 من القانون 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015، حيث يعاقب كل من أفشى سراً اتصل بعلمه

بحكم طبيعة عمله أو وظيفته أو منصبه، بالحبس مدة لا تجاوز سنة وبغرامة لا تقل عن ثلاثة آلاف دينار ولا تجاوز عشرة آلاف دينار أو باحدى هاتين العقوبتين.

3- **جريمة إغفال معلومات:** منصوص عليها في المادة 120 من القانون 7 لسنة 2010 ومعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015، بمعاقةبة كل من أغفل أو حجب أو منع معلومة ذات أثر جوهري أو جب القانون أو اللائحة الإدلاء بها أو الإفصاح عنها للهيئة والبورصة بشأن شراء أو بيع ورقة مالية أو بشأن توصية لشراء أو بيع ورقة مالية.

4- **جريمة مخالفة أحكام الإفصاح:** منصوص عليها في المادة 121 من القانون 7 لسنة 2010، بمعاقةبة كل من خالف أحكام الفصل العاشر في شأن الإفصاح عن المصالح، بغرامة لا تقل عن ألف دينار ولا تجاوز مائة ألف دينار.

5- **جريمة الامتناع أو التأخير عن تقديم مستندات:** ورد النص عليها في المادة 126 من القانون رقم 7 لسنة 2010، بمعاقةبة كل امتنع أو تأخر عمداً عن تقديم أي تقرير دوري أو مستند إلى الهيئة يوجب هذا القانون تقديمه، وذلك بغرامة لا تقل عن خمسة الألف دينار ولا تتجاوز خمسين ألف دينار.

6- **جريمة إعاقة التحقيقات أو الرقابة:** ورد النص عليها في المادة 127 من القانون 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015، بمعاقةبة كل من يرتكب فعلاً من شأنه إعاقة تحقيقات أو أي نشاط رقابي للهيئة أو لموظفيها، ومن هذه الأفعال تزويد الهيئة ببيانات غير صحيحة أو مضللة.

ويلاحظ انتهاج المشرع الكويتي لسياسة الجمع بين العقوبات الجزائية والمالية، ونرى الأفضل انتهاج سياسة تغليظ العقوبات المالية بإلغاء عقوبة الحبس في كل الجرائم بالقانون رقم 7 لسنة 2010 مع تشديد العقوبات المالية ومعاقةبة الجناة أصحاب الأطماع المالية بعكس مقصدهم، فإذا كان يرغب من وراء كل هذه الجرائم تحقيق أرباح مالية كبيرة فالجزاء تشديد الغرامات المالية.

## ثالثاً - في القانون الفرنسي:

وفقاً للمادة L621-15 من الكود النقدي و المالي CMF(1)، والمعدلة بالأمر رقم 158 / 2014 في 20 فبراير 2014 (2)، تقوم لجنة العقوبات بهيئة الأسواق المالية AMF بتوقيع العقوبات على الأشخاص المذكورة في المادة L621-9 من الكود النقدي و المالي والمعدلة بالأمر رقم 559 / 2014 في 30 مايو 2014 (3)، وقد ميز القانون في العقوبات بحسب طبيعة الأشخاص وما إذا كان من الأشخاص المعنوية أو الأشخاص الطبيعية، ولكل منهم عقوبة مختلفة على النحو التالي:

1- بالنسبة للأشخاص المعنوية المذكورة في المادة L621-9 من الكود النقدي والمالي تخضع لعقوبة الغرامة بقيمة لا تتجاوز 100 مليون يورو أو عشرة أضعاف المكاسب المحققة فعلياً، يتم دفعها للخزانة العامة، و تطبق هذه الغرامة على مقدمي خدمات الاستثمار، والأشخاص المرخص لها ممارسة حفظ وإدارة الأدوات المالية وشركات السوق وغرف مقاصة الأدوات المالية ومستشاري الاستثمارات المالية وغيرهم.

2- بالنسبة للأشخاص الطبيعية المزاولين للنشاط في الأشخاص المعنوية المذكورة في المادة L621-9 من الكود النقدي والمالي، وهؤلاء يتم توقيع الغرامة المالية بقيمة لا تتجاوز 15 مليون يورو أو عشرة أضعاف المكاسب المحققة، أو غرامة 300000 ألف يورو أو خمسة أضعاف المكاسب المحققة فعلاً بحسب الأحوال، ويتم توقيع العقوبات السابقة على كل شخص يخل بالالتزامات المهنية، وعلى كل شخص على الإقليم الفرنسي أو الاجنبي يرتكب عمليات العالمين ببواطن الأمور، أو التلاعب في الأسعار، أو نشر معلومة مضللة.

و يلاحظ أن القانون الفرنسي يقر بالمسؤولية الجنائية للأشخاص المعنوية بالإضافة للأشخاص الطبيعية، كما يلاحظ قصر العقوبة على الغرامة المالية فقط،

(1) اختصار ل code monetaire et financier

(2) Art.L621-15 du CMF , modifie par ordonnance n 2014- 158 du 20 Fevrier 2014

(3) Art. L621-9 du CMF , modifie par ordonnance n 2014- 559 du 30 Mai 2014

فلا يوجد عقوبة السجن أو الحبس، وذلك لحكمة أن المتعاملين في الأسواق المالية من أصحاب الأموال والعقوبة المالية الكبيرة تكون أشد عليهم من العقوبات المقيدة للحرية، كما يلاحظ أيضاً امتداد تطبيق العقوبات على كل شخص داخل الإقليم الفرنسي أو خارجه بتطبيق القانون على الأجنبي الذي يرتكب أي جريمة من الجرائم المذكورة في المادة L621-15 من الكود النقدي والمالي، وبذلك يمتد مفهوم السوق ليشمل بالإضافة للسوق الفرنسية أي سوق أجنبية أخرى.

## المطلب الثاني

### المسؤولية المدنية

المسؤولية المدنية *responsabilitecivile* مضمونها التزام شخصي بتعويض الأضرار التي حدثت للغير<sup>(1)</sup>، وتقوم هذه المسؤولية حين يخل الفرد بما التزم به تجاه الغير قانوناً أو اتفاقاً، والجزاء فيها تعويض الضرر الناشئ عن الفعل الخاطيء أو التعدي على حقوق الغير بدون سبب مشروع أو مبرر، وذلك استناداً إلى نص المادة 163 من القانون المدني المصري، والتي يقابلها المادة 1382 من الكود المدني الفرنسي والتي جاء بها «كل خطأ سبب ضرراً للغير يلزم من ارتكبه بالتعويض»<sup>(2)</sup>، وتتحقق المسؤولية المدنية بتوافر الخطأ والضرر وعلاقة السببية بينهما سواء أكانت المسؤولية عقدية أم تقصيرية، وفي مجال الشركات قد تتسبب تصرفات مجلس إدارة الشركة أو أحد العاملين بها أو مراقب الحسابات أو المصفي في إلحاق الضرر بالشركة نفسها أو المساهمين أو الغير، وهنا يستطيع كل من لحق به ضرر شخصي أن يقوم بتحريك دعوى المسؤولية المدنية، وسوف نبين مدى إمكانية تحريك دعوى المسؤولية المدنية نتيجة الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في القانون المصري والقانون الكويتي والقانون الفرنسي، وذلك في النقاط التالية:

(1) د. جميل الشرفاوي، النظرية العامة للالتزام، الكتاب الأول "مصادر الالتزام"، دار النهضة العربية، سنة 1991، ص481.

(2) Art.1382 «tout fait quelconque de l'homme que cause a autrui un dommage, oblige celui par la faute du quell il est arrive a le reparer».

## أولاً - في القانون المصري:

يجوز رفع دعوى التعويض ضد مجلس إدارة الشركة كلهم أو بعضهم إذا ترتب على تصرفاتهم وقوع أضرار بالشركة، فيما تسمى بدعوى الشركة، ويتم تحريكها من أحد أعضاء الجمعية العامة بناء على تفويض منها طبقاً للمادة 160 من القانون 159 لسنة 1981، كما يجوز للجهة الإدارية تحريك الدعوى وفق المادة 102 من القانون الأخير، كما يملك المصفي حق تحريك الدعوى، ويملك كل مساهم حق رفع الدعوى، كما يملك كل مساهم بصفة فردية حق رفع دعوى التعويض للمطالبة بأية أضرار تصيبه شخصياً، ونفس الحق يملكه الغير<sup>(1)</sup>. وجاء بالمادة 318 من لائحة القانون 95 لسنة 1992 والمضافة بالقرار رقم 141 لسنة 2006 بأن من يخالف الالتزام بأحكام هذا الباب (يقصد الباب الحادي عشر) يقع تحت المسؤولية القانونية ويخضع للعقوبات والتدابير، بما لا يخل بحق من أضره التلاعب في سعر ورقة مالية، أو التعامل عليها بناء على معلومات داخلية، في الرجوع على المخالف للتعويض عما سببه ذلك من أضرار، ويقع تحت المساءلة القانونية أي شخص يتسبب عن علم أو يقدم المساعدة لشخص آخر للقيام بسلوك معين بالمخالفة لأحكام المواد السابقة أو يشارك في التداول على أساس معلومات داخلية.

## ثانياً - في القانون الكويتي:

جاء بالمادة 107 من قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 والمعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015 بتحمل الملزم بالإفصاح المسؤولية عن أية أضرار تلحق بالهيئة أو البورصة أو الغير جراء عدم إفصاحهم عن مصالحهم، وفقاً لأحكام القانون والقواعد، وعليه من لم يلتزم بالإفصاح وترتب على ذلك حدوث ضرر للغير، كان للغير حق رفع دعوى المسؤولية أمام إحدى دوائر محكمة أسواق المال في الدوائر غير الجزائية، طبقاً لما جاء بالمادة 108 من القانون رقم 7 لسنة 2010.

(1) د. على سيد قاسم، مرجع سابق، ص 464. ود. مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 277.

## ثالثاً - في القانون الفرنسي:

تخضع المسؤولية المدنية في القانون الفرنسي للأحكام العامة في القانون المدني، فلا يوجد نصوص خاصة بالمسؤولية المدنية الناشئة عن الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، وعليه إذا كان هناك خطأ بعدم الالتزام بالإفصاح والشفافية، وترتب عليه ضرر لأي شخص، كان له حق المطالبة بالتعويض عن الأضرار التي أصابته وفقاً للمادة 1382 من الكود المدني، وهذا الأمر أكد عليه الفقه عندما ذهب إلى أن المسؤولية المدنية تقع في حق المتسبب في ارتكاب جرائم نشر معلومات كاذبة أو مضللة في سوق الأوراق المالية، وكذا الممارسات غير المشروعة في السوق مثل عمليات التداول بناء على معلومات داخلية، وعلى المتضرر اللجوء للقضاء لتعويضه عما لحقه من ضرر، طبقاً للقواعد العامة في المسؤولية المدنية والتي تستلزم توافر عناصر المسؤولية الثلاثة من خطأ و ضرر وعلاقة سببية بينهما، وعلى من لحقه ضرر إثبات أن قيامه بعملية البيع أو الشراء كان وليد ما قامت به الشركة من إعلانات وبيانات ومعلومات كاذبة أو مضللة<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث

#### المسؤولية الإدارية

تخضع الشركات، خاصة المصدرة منها للأوراق المالية لرقابة جهات إدارية تتولى التأكد من حسن سير وانتظام العمل داخلها والتأكد من الالتزام بقواعد السوق وخاصة مبدأ الإفصاح والشفافية، وذلك لحماية المساهمين والمستثمرين والسوق، ويقوم بهذا الدور في مصر كل من هيئة الرقابة المالية وإدارة البورصة ولكل منهما سلطات على الشركات المقيد لها أوراق مالية، بينما يقوم بذلك هيئة أسواق المال وبورصة الأوراق المالية في الكويت، وتخضع الشركات الفرنسية التي لها أدوات

(1) د. محمد سلام : مرجع سابق ، ص 258 .

مالية لرقابة هيئة الأسواق المالية AMF، وفيما يلي نبين دور تلك الجهات الإدارية في الرقابة على الشركات للتأكد من الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية.

### أولاً- المسؤولية الإدارية في مصر:

يتولى الإشراف والرقابة على الشركات المقيدة بجداول البورصة كل من هيئة الرقابة المالية بموجب القانون رقم 10 لسنة 2009 حيث حلت محل هيئة سوق المال، وإدارة البورصة، وفيما يلي نوضح دور كل منهما.

1- هيئة الرقابة المالية: وفقاً للمادة 43 من القانون 95 لسنة 1992 تتولى الهيئة الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال، والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها، كما تقوم الهيئة بمراقبة السوق للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية، وتتمتع الهيئة بسلطات لتنظيم العمل في سوق رأس المال، ويجوز لمجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد استقرار السوق، أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها، أن يتخذ ما يراه من التدابير التالية<sup>(1)</sup>:

- 1- توجيه تنبيه إلى الشركة.
- 2- منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولةها.
- 3- مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة للشركة.
- 4- تعيين عضو مراقب في مجلس إدارة الشركة، يكون له المشاركة في المناقشات وتسجيل رأيه.
- 5- حل مجلس الإدارة و تعيين مفوض لإدارة الشركة لحين تعيين مجلس إدارة جديد.
- 6- إلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها.

(1) المادة 31 من القانون المصري رقم 95 لسنة 1992.

كما يجوز لرئيس الهيئة إذا طرأت ظروف خطيرة تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل في اليوم السابق<sup>(1)</sup>.

2- إدارة البورصة: يتولى إدارة البورصة كل من رئيس البورصة ومجلس الإدارة، ولكل منهما حق اتخاذ إجراءات لضمان سير العمل بالبورصة. فيجوز بقرار من رئيس البورصة اتخاذ الآتي<sup>(2)</sup>:

- وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار.
- إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة للقوانين أو التي تتم بسعر لا مبرر له .
- وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين به.

كما يجب على مجلس إدارة البورصة القيام بالشطب الإجباري للأوراق المالية متى توافرت فيها حالة أو أكثر من الحالات التالية<sup>(3)</sup> :

- إذا تبين أن القيد تم على أساس بيانات غير صحيحة تؤثر في سلامة القيد.
- إذا لم تقم الشركة بالوفاء بالتزاماتها بالإفصاح وفقاً لأحكام هذه القواعد بعد انقضاء شهر من إخطارها من جانب البورصة حسب الأحوال بذلك.
- إذا لم تقم الشركة بسداد رسوم القيد المقررة.

### ثانياً - المسؤولية الإدارية في الكويت:

تقوم هيئة أسواق المال وبورصة الأوراق المالية بمهمة الإشراف والرقابة على عمليات التداول في السوق المالية الكويتية لضمان تطبيق أحكام الإفصاح، وفيما يلي نبين دور كل منهما.

1- هيئة أسواق المال: تقوم الهيئة بتنظيم نشاط الأوراق المالية وتطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ومنع تعارض المصالح واستغلال

(1) المادة 22 من القانون المصري رقم 95 لسنة 1992.

(2) المادة 21 من القانون رقم 95 لسنة 1992.

(3) المادة 53 من قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014.

المعلومات الداخلية<sup>(1)</sup> ويتم تنظيم العمل من خلال مجلس مفوضي الهيئة<sup>(2)</sup>، كما تقوم الهيئة بجميع الأعمال لتحقيق أهدافها، ومنها إجراء التفتيش والرقابة على التعامل في الأوراق المالية ونشاط الأشخاص المرخص لهم، ورفع الدعاوى وتلقي الشكاوى وإحالتها إلى النيابة العامة إذا كانت تحمل شقاً جنائياً<sup>(3)</sup>. وتملك الهيئة سلطة اتخاذ أي من التدابير لضبط كافة المعاملات بالسوق بإيقاف التداول في البورصة أو إيقاف تداول أي ورقة مالية مدرجة لفترة زمنية مؤقتة، أو إلغاء التداول لفترة زمنية محددة، أو إلغاء الصفقات على سهم معين، كما يجوز لها إلغاء الترخيص الممنوح لأي شخص لم يقدم المعلومات التي طلبتها أو يقدم معلومات غير صحيحة أو مضللة<sup>(4)</sup>، كما تملك الهيئة سلطة رفض أو وقف أو إلغاء الترخيص أو تقييد النشاط لأي شخص مرخص له بالعمل في إدارة أنشطة الأوراق المالية أو أي شخص تابع له إذا ارتكب خطأ جسيماً، أو إعطائه بيانات مضللة أو إغفاله ذكر حقيقة جوهرية عند تقديم طلب الترخيص أو إغفاله ذكر أي معلومات أخرى يتوجب تقديمها للهيئة<sup>(5)</sup>.

**2- بورصة الأوراق المالية:** هي مؤسسة في شكل شركة مساهمة تتولى تشغيل البورصة، ويتم إدارة البورصة من خلال مجلس إدارة<sup>(6)</sup>، ويجب على البورصة ضمان وجود سوق يتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة<sup>(7)</sup>، ويتعين عليها إعلان المعلومات التي تلقتها بشأن الإفصاحات فور تلقيها المعلومات<sup>(8)</sup>، وتقوم البورصة بتشكيل لجنة تختص بنظر المخالفات التي يرتكبها أحد أعضاء البورصة، ولها سلطة توقيع جزاءات التنبيه بالتوقف عن المخالفة، الإنذار، إخضاع المخالف لمزيد من الرقابة، الوقف عن العمل أو مزاولة المهنة لمدة لا تجاوز سنة، فرض قيود على أنشطة المخالف، وقف تداول ورقة مالية لفترة زمنية محددة لما فيه مصلحة السوق<sup>(9)</sup>.

(1) المادة 3 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 و المعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

(2) المادة 4 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010.

(3) المادة 5 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 و المعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

(4) راجع المادتين 44 ، 46 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010.

(5) المادة 67 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 و المعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

(6) راجع المادتين 33 ، 36 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 و المعدلتين بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

(7) المادة 38 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010.

(8) المادة 106 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 و المعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

(9) المادة 42 من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 و المعدلة بالقانون رقم 22 لسنة 2015.

### ثالثاً - المسؤولية الإدارية في فرنسا:

تتولى هيئة الأسواق المالية AMF مهمة الرقابة الإدارية على الأسواق المالية الفرنسية، وقد نشأت بالقانون رقم 706 / 2003 في أول أغسطس 2003 والمتعلق بالأمن المالي، ووفقاً للمادة L621-1 من الكود النقدي والمالي، هيئة AMF عامة مستقلة ذات شخصية معنوية تهدف لحماية الادخار والاستثمار في الأدوات المالية وكل الإصدارات في الاكتتاب العام وتقديم المعلومات للمستثمرين، وحسن أداء أسواق الأدوات المالية، ووفقاً للمادة L621-9 من الكود النقدي والمالي تتولى AMF الإشراف ومراعاة احترام الالتزامات المهنية لكل من مقدمي خدمات الاستثمار والأشخاص المرخص لهم ممارسة نشاط حفظ وإدارة الأدوات المالية، وشركات السوق وغرف مقاصة الأدوات المالية، ومستشاري الأدوات المالية. ووفقاً للمادة L621-8-4 من الكود النقدي والمالي والمضافة بالقانون رقم 762/2013 في 26 يوليو 2013 تتولى هيئة الأسواق المالية الرقابة على الأشخاص والكيانات المذكورة في المادة L621-9 من ذات الكود (منها مصدري الأدوات المالية)، كما جاء بالمادة L621-7 من الكود النقدي والمالي والمعدلة بالأمر رقم 1686 / 2015 في 17 ديسمبر 2015 أن اللائحة العامة AMF تضع القواعد المهنية لمصدري الأدوات المالية ونشر المعلومات والقواعد التي تحترم العمليات على الأدوات المالية وإصدارات التداول في السوق المنظمة وحماية المستثمرين ضد عمليات العالمين ببطان الأمور والتلاعب بالأسعار ونشر المعلومات المضللة، ويتم إدارة AMF من خلال المجمع، وعدة لجان، منها لجنة العقوبات والتي تختص بتوقيع العقوبات على المخالفين وفقاً للعقوبات الواردة بالمادة L621-15 من الكود النقدي و المالي CMF والمعدلة بالأمر رقم 158 / 2014 في 20 فبراير 2014 ، ثم تعدلت بالأمر رقم 1576 / 2015 في 3 ديسمبر 2015، وهي الغرامات المالية التي تطبق على الأشخاص المعنوية والأشخاص الطبيعية، ويصدر قرار اللجنة ويتم نشره بالوسائل اللازمة في الجرائد وأي دعوات أخرى، ومنها موقع AMF على شبكة الإنترنت، كما تملك AMF فرض عقوبات تكميلية على الأشخاص المعنوية وفق المادة 131-39 من الكود الجنائي والمعدلة بالقانون 790 / 2014 في 10 يوليو 2014، منها المنع من إصدار الصكوك المالية أو الاكتتاب العام لمدة خمس سنوات على الأكثر.

## الخاتمة :

تناولنا بالدراسة الإفصاح والشفافية في السوق المالية المصرية والكويتية والفرنسية، وقد قسمنا البحث إلى فصلين، جاء بالفصل الأول الحديث عن مبدأ الإفصاح والشفافية، وقد قسمناه إلى ثلاثة مباحث، جاء بالمبحث الأول تعريف الإفصاح والشفافية والعلاقة بينهما، وذكرنا أنهما يقتضيان الكشف عن المعلومات للكافة، وقلنا أن الإفصاح إذا تم بصورة كاملة ظهرت حالة الشفافية، وفي المبحث الثاني تناولنا أحكام مبدأ الإفصاح والشفافية ببيان محل الإفصاح وهو المعلومات التي يتم الكشف عنها، وتتصف تلك المعلومات بالصحة والتحديد والصدق، ويرجع الأساس القانوني للإفصاح إلى الالتزام بالإعلام، وبيننا مكونات الإفصاح الذي يحتوي على معلومات مالية وغير مالية، كما بينا الأشخاص الملزمة بالإفصاح وشروط تحقق الإفصاح بالالتزام بحسن المعلومات للجمهور وإتاحة المعلومات للكافة في وقت واحد.

وفي الفصل الثاني تناولنا الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، وقد قسمناه إلى ثلاثة مباحث، جاء بالمبحث الأول الحديث عن المعلومات الداخلية وذكرنا أنها المعلومات الجوهرية التي لم يتم الكشف عنها للجمهور، بحيث إذا تم الكشف عنها أثرت على أسعار الأوراق المالية، وتتسم المعلومات الداخلية بأنها محددة وسرية ومؤثرة على أسعار الأوراق المالية، وذكرنا أن الأساس القانوني لعدم الإفصاح عن المعلومات الداخلية هو حق الشركات في المحافظة على أسرارها، ثم تحدثنا عن حائزي المعلومات الداخلية وهم الداخليون والمطلعون، ويلتزم حائزو المعلومات الداخلية بالمحافظة على سريتها والامتناع عن استغلالها.

وفي المبحث الثاني تناولنا صور الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، وهي أربع صور تشمل الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية، واستغلال الغير لتلك المعلومات، ونشر معلومات كاذبة ومضللة، والامتناع عن الإفصاح، وفي المبحث الثالث بينا مسؤولية الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، وهي المسؤولية الجنائية بتجريم صور الإخلال بمبدأ الإفصاح، والمسؤولية المدنية التي تستوجب تعويض

الأضرار الحادثة للغير من جراء عدم الالتزام بالمبدأ، والمسؤولية الإدارية والتي تخول للجهات المشرفة على الأسواق المالية حق توقيع الجزاءات التأديبية على المخالفين للقوانين والأنظمة، وذلك تحقيقاً لدورها في تنظيم الأسواق المالية وحماية المستثمرين والمساهمين والغير، والتأكد من تطبيق القواعد القانونية ومنها قواعد الإفصاح والشفافية.

وختاماً ننهي دراستنا بخلاصة تتضمن بعض التوصيات المقترحة ليأخذ بها من بيدهم الأمر، وإليك التوصيات المقترحة:

1- نرى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على كل الشركات المساهمة، نظراً للمزايا التي تحققها الحوكمة للشركات، بغض النظر عن قيد تلك الشركات بالبورصة من عدمه، خاصة مع تدني عدد الشركات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة.

2- العمل على إتاحة المعلومات في كافة المجالات لما له من أثر إيجابي على الدولة والمجتمع والأشخاص، فيؤدي إلى اتخاذ القرارات السليمة في الجهات الحكومية، كما يخدم الباحثين في تطوير أبحاثهم سعياً لتحقيق التقدم والتنمية.

3- أثبتت التجربة وجود قصور من جانب الجهات الرقابية على الأسواق المالية في الإشراف على عمليات البورصة وتطبيق قواعد الإفصاح في مصر، منها قضية أسهم البنك الوطني المصري والتي لا زالت منظورة.

4- العمل في مصر والكويت على إصدار مجلة متخصصة في الإعلانات القانونية تصدر يومياً، وتعتمد في نشر المعلومات للجمهور عن الشركات المقيدة بالبورصة على غرار مجلة BALO الفرنسية، بدلاً من النشر في صحف متعددة وكثيرة، يصعب على الكثير من الجمهور متابعتها كلها يومياً، خاصة أن القانون الكويتي لم يحدد طريقة نشر المعلومات.

5- تأسيس صندوق ضمان للمستثمرين بالبورصة للحماية من مخاطر التداول، تشترك فيه الشركات العاملة في السوق المالية والشركات المصدرة للأوراق المالية،

- ويتم صرف التعويضات بناء على أحكام صادرة من هيئات تحكيم خاصة بمنازعات البورصة أو من دوائر محكمة أسواق المال في الكويت.
- 6- إلغاء عقوبة السجن المقررة في قانون سوق المال المصري رقم 95 لسنة 1992، مع تشديد العقوبات المالية وربطها بالأرباح المحققة من المخالفات بالسوق المالية، وذلك على غرار القانون الفرنسي.
- 7- وضع نص قانوني في التشريعات المنظمة للبورصة في مصر والكويت يفرض عقوبات تكميلية ضد الشركات المخالفة لقواعد السوق المالية ومنها قواعد الإفصاح، ومنها عقوبة الحرمان من إصدار الأوراق المالية لمدة أقصاها خمس سنوات على غرار ما جاء بالمادة 131-39 من الكود الجنائي الفرنسي.
- 8- إلغاء عقوبة الحبس الواردة بقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 والمعدل بالقانون رقم 22 لسنة 2015، مع تشديد العقوبات المالية باعتبار أن مرتكبي نوعية الجرائم بهذا القانون يرغبون في تحقيق مكاسب مالية كبيرة، فيتم معاملتهم بعكس مقصدهم بتشديد الغرامات المالية.
- 9- النص صراحة في القانون الكويتي على خصائص المعلومات التي يتم الإفصاح عنها بكونها صحيحة ومحددة وصادقة، كما ورد في القانون الفرنسي في لائحة COB رقم 7 / 98.

## المراجع

### أولاً- المراجع العربية:

- 1- أحمد بان، الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية حقوق المنصورة، سنة 2012، منشورة بالموقع [library.mans.edu.eg](http://library.mans.edu.eg)
- 2- أحمد خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي بالإسكندرية، الطبعة الأولى، سنة 2012.
- 3- أحمد فرج، مفهوم المعلومات، فبراير 2007، منشور على الموقع: [ahmadfarag.bbflash.net](http://ahmadfarag.bbflash.net)
- 4- أمين لطفي، دور المراجعة في تعزيز الإدارة الرشيدة وتفعيل الأداء المؤسسي لتنظيمات الأعمال، بحث مقدم إلى مؤتمر الإدارة الرشيدة وبناء مؤسسات الدولة، القاهرة، سنة 2013.
- 5- بلعادي عمار، جاو حدو، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة «واقع - رهانات - آفاق»، جامعة أم البواقي بالجزائر، يومي 7، 8 ديسمبر 2010، على الموقع: [iefepedia.com](http://iefepedia.com)
- 6- حسن عبد الرحيم، الشفافية في قواعد وإجراءات التعاقد الحكومي في دولة قطر، بحث منشور في مجلة الشريعة والقانون بالإمارات، العدد 39، يوليو 2009 .
- 7- جميل الشرقاوي، النظرية العامة للالتزام، الكتاب الأول «مصادر الالتزام»، دار النهضة العربية، سنة 1991.
- 8- رضا عبيد، الشركات التجارية في القانون المصري، النسر الذهبي للطباعة، الطبعة 4، سنة 1996.
- 9- سالم عبود، الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث بالأردن، فترة 18 : 19/4/2009، على الموقع: [iefepedia.com/arab/wp](http://iefepedia.com/arab/wp)

- 10- صالح البربري:  
الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، القاهرة، مركز المساندة القانونية، الطبعة الأولى، سنة 2001.  
قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، بحث بالمؤتمر 15 لجامعة الإمارات عن أسواق الأوراق المالية والبورصات ، دبي خلال 6-8 مارس 2007 .
- 11- صفوت عبدالسلام، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، بحث بالمؤتمر الخامس عشر بجامعة الإمارات العربية المتحدة عن أسواق الأوراق المالية والبورصات، المنعقد بمدينة دبي خلال 6-8 مارس 2007 .
- 12- طارق حماد، حوكمة الشركات، الإسكندرية، الدار الجامعية، سنة 2005.
- 13- طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة، دار النهضة العربية، سنة 2011.
- 14- علي سيد قاسم، قانون الأعمال، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، بدون سنة.
- 15- محمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، سنة 2013.
- 16- محمد شريف توفيق، قراءات من الإنترنت في حوكمة الشركات: الأهمية والمبادئ والمصطلحات، عام 2005، على موقع [www.kantakji.com/goverannce](http://www.kantakji.com/goverannce)، IBRC.
- 17- محمد عبدالحليم عمر، حوكمة الشركات - ورقة عمل بالحلقة النقاشية 33 بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي - 23 أبريل 2005 .
- 18- مصطفى كمال طه، القانون التجاري «الشركات التجارية»، دار الجامعة الجديدة، سنة 1996 .
- 21- منير بوريشه، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، رسالة ماجستير، كلية حقوق الإسكندرية، سنة 2001.
- 22- منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، بدون سنة.

## ثانياً – مراجع باللغة الفرنسية:

- Albert Salgueiro, les modes d'evaluation de la dignité de crédit d'un emprunteur, thèse université Clermont 1, 13 Septembre 2004, sur le site, tel.archives-ouvertes.fr
- Alfredo Allegra, sanction de 3.5 M € pour un ancien administrateur de Bacou Dalloz, le 23 Mai 2013, sur le site, www.lextimes.fr
- Andréa Bonhoure, l'Am Fin flige une sanction de 3.5 Millions d'euros à un initié primaire, le 23 Mai 2013, sur le site, blog.labrador.fr/lamf-infilge
- Anne – Dominique Merville, la notation de bonne information et de diffusion de l'information privilégiée par la cour de cassation, Revue Lamy, droit des affaires, N69, Mars 2012
- Arthur Dethomas, l' evolution du manquement d' initié, Dalloz, 2005, N 10 .
- Hubert De Vauplane, Jean – Pierre Borne, droit de la bourse (Paris – éditions Litec, 1994)
- Jean - Philippe, Pons - Henry, Gildas Robert, de l' information non sincère à l' information trompeuse: incertitudes quant à l' imputation d' un manquement à la bonne information du public, Bulletin Joly Bourse, Janvier 2013, sur le site, www.lextenso.fr
- Juile – Martine Loranger, qu'est – ce qui une information privilégiée?, le 2 Novembre 2012, sur le site, www.finance-investissenent.com
- Laurence Boisseau, l' à AMF sanctionne lourdement un ancien administrateur de Sperian, sur le site, www.lesechos.fr/redirect
- Marie – Lorraine Volland, le delit d' initié, une action en hausse, sur le site, www.avocats-picovschi.com/le-delit
- Nicolas Mennesson, information privilégiée: bonne ou mauvaise nouvelle?, JCP, E, 2012, n22.
- Thierry Cotty, l' information privilégiée, journal des sociétés, N95, Février 2012, sur le site, www.crml.com/cvul
- Véronique Magnier, information boursière et préjudice des investisseurs, Dalloz, 2008, n9,

الصفحة	الموضوع
405	الملخص
406	المقدمة
409	الفصل الأول : مبدأ الإفصاح و الشفافية
409	المبحث الأول : بيان الإفصاح و الشفافية
409	المطلب الأول : تعريف الإفصاح و الشفافية
411	المطلب الثاني : العلاقة بين الإفصاح و الشفافية
413	المبحث الثاني : أحكام مبدأ الإفصاح و الشفافية
413	المطلب الأول : ماهية محل الإفصاح
413	أولاً : بيان محل الإفصاح
413	ثانياً : خصائص المعلومات المفصح عنها
416	ثالثاً : الأساس القانوني للإفصاح
417	رابعاً : وسائل الإفصاح و مكوناته
419	مكونات الإفصاح
422	المطلب الثاني : الأشخاص الملزمة بالإفصاح
422	أولاً : في القانون المصري
425	ثانياً : في القانون الكويتي
426	ثالثاً : في القانون الفرنسي
427	المطلب الثالث : شروط تحقق الإفصاح و الشفافية
427	أولاً : الالتزام بحسن تنفيذ المعلومات للجمهور
428	ثانياً : أن يتم الإفصاح للكافة في وقت واحد

الصفحة	الموضوع
430	الفصل الثاني : الإخلال بمبدأ الإفصاح و الشفافية
430	المبحث الأول : بيان المعلومات الداخلية
430	المطلب الأول : ماهية المعلومة الداخلية
430	أولاً : تعريف المعلومة الداخلية
432	ثانياً : خصائص المعلومة الداخلية
434	ثالثاً : الأساس القانوني لعدم الإفصاح عن المعلومة الداخلية
434	المطلب الثاني : حائزو المعلومات الداخلية و التزاماتهم
434	أولاً : حائزي المعلومات الداخلية
437	ثانياً : التزامات حائزي المعلومات الداخلية
440	المبحث الثاني : صور الإخلال بمبدأ الإفصاح و الشفافية
440	أولاً : الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية
441	ثانياً : استغلال الغير للمعلومات الداخلية
442	ثالثاً : نشر معلومات كاذبة و مضللة
443	رابعاً : الإمتناع عن الإفصاح
446	المبحث الثالث : مسؤولية الإخلال بمبدأ الإفصاح و الشفافية
446	المطلب الأول : المسؤولية الجنائية
451	المطلب الثاني : المسؤولية المدنية
453	المطلب الثالث : المسؤولية الإدارية
458	الخاتمة
461	المراجع

