

# نظرية المسؤولية المدنية وتطبيقاتها على الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية: دراسة مقارنة

أ. سمر صلاح عبدالله

مساعد علمي

كلية القانون الكويتية العالمية

## الملخص:

تسلط هذه الدراسة الضوء على موضوع نظرية المسؤولية المدنية ومدى ملاءمة تطبيقها على الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، وذلك من خلال محورين رئيسيين هما: مدى تأثير ركن الخطأ في تداول الأوراق المالية، والضرر وعلاقة السببية وأثرهما في الممارسات غير المشروعة. وتكمن أهمية الموضوع في ندرة الدراسات والأبحاث القانونية له، بالإضافة إلى أن المشرع الكويتي لم يفرد قواعد قانونية خاصة لتعويض ضحايا الممارسات غير المشروعة. لذلك، فقد اتبع الباحث المنهج التحليلي المقارن لبيان موقف المشرع والفقهاء الفرنسيين، وكذلك استقراء اتجاهات القضاء الفرنسي التي كانت متغيرة بصدد المسألة محل الدراسة.

وتتمثل إشكالية البحث في أن إسقاط أحكام المسؤولية المدنية على الممارسات غير المشروعة، لا تسعف في إيجاد الحلول لمشكلات دقيقة ومتشعبة، كتلك الناشئة عن صعوبة إثبات ركن الخطأ بسبب عدم قدرة المتضرر على الحصول على المستندات والوثائق التي تكون لدى الغير أو هيئات الأسواق المالية. ومن المتصور أن يكون الضرر الذي لحق بالمستثمر متمثلاً في الاحتفاظ بالأوراق المالية، فهل يستحق التعويض استناداً إلى نظرية التعويض عن فوات الفرصة، أو أن الضرر غير محقق الوجود؟ وأخيراً، يجب على المتضرر إثبات العلاقة السببية المتمثلة في أنه قد اعتمد على الممارسات غير المشروعة في اتخاذ قراره الاستثماري، سواء بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

وإزاء هذه الصعوبات التي تحول دون تعويض ضحايا الممارسات غير المشروعة، واستهداءً بالأنظمة القانونية المقارنة؛ فقد أوصى الباحث المشرع الكويتي بإفراء نظام قانوني خاص لتعويض المتضررين من الممارسات غير المشروعة، يركز على وضع قرينة قانونية بسيطة بأن المستثمر قد اعتمد على الممارسات غير المشروعة في قراره الاستثماري؛ والعمل على إنشاء صندوق خاص لتعويض المتضررين من الممارسات غير المشروعة في

الأسواق المالية؛ وأخيراً ضرورة قيام هيئة أسواق المال الكويتية بوضع برامج متخصصة لتوعية المتضررين من الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، ولا سيّما أن هذه المسألة لم تعرض حتى الآن أمام القضاء الكويتي.

**كلمات دالة :** المعلومات الداخلية، التلاعب في السوق المالي، العلاقة السببية، التعويض.

## المقدمة :

تعود الجذور التاريخية للممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية إلى الحدث المتمثل بتواطؤ مجموعة من المتداولين في (بنوك استثمارية) على رفع أسعار الأسهم في بورصة نيويورك، والذي أصبح معروفاً فيما بعدُ باسم تواطؤ الأسهم «Stock Pool»؛ الأمر الذي أدى إلى حدوث أزمة عُرفت باسم أزمة الكساد الكبير عام 1929، كان لها أثرٌ في الاقتصاد العالمي ككل<sup>(1)</sup>.

وعليه؛ فقد أدركت التشريعات المقارنة ضرورة حظر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؛ فصدر أول حظر تشريعي للممارسات غير المشروعة في فرنسا بموجب المرسوم رقم n°67-833 المؤرخ في 28 سبتمبر 1967 بشأن إنشاء هيئة عمليات البورصة<sup>(2)</sup>. وتضطلع هذه الهيئة بحماية المستثمرين من الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية.

وبالنظر إلى تعويض ضحايا الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؛ فقد عُرضت هذه المسألة لأول مرة أمام القضاء الفرنسي في 15 مارس 1993؛ أي بعد فترة زمنية طويلة من الحظر التشريعي للممارسات غير المشروعة، وترتب على ذلك إصدار الدائرة الجنائية لمحكمة النقض حكماً أيدت به الحكم الصادر في 15 يناير 1992 من محكمة استئناف باريس في قضية «Société Générale de Fonderie»؛ إذ ذهبت المحكمة إلى أحقية المستثمر بالتعويض؛ لأن الضرر الذي لحق به يتمثل في شراء الأسهم بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية بسبب نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة<sup>(3)</sup>.

(1) إن انهيار الاقتصاد الأمريكي، بما في ذلك أسواق الأوراق المالية عام 1929 الذي وصفه الفقه الأمريكي بأنه: «القشة التي قصمت ظهر البعير»، أدى إلى إصدار الكونغرس الأمريكي التنظيم القانوني للإصلاح التشريعي، وهو ما أطلق عليه الرئيس روزفلت وصف «الصفقة الجديدة»، وقد اشتمل على قانونين: الأول: قانون الأوراق المالية لعام 1933، ويُعرف اختصاراً بـ SA، Securities Act 1933. وهذا القانون موجّه بشكل أساسي لتأسيس هيئة أسواق المال الأمريكية. أما القانون الثاني: فهو قانون 1934، ويُعرف اختصاراً بـ Securities Exchange Act 1934، وكان موجهاً لتنظيم جميع جوانب تداول الأوراق المالية على نحو ملائم. ووصف هذان القانونان بأنهما «الدعائم المزدوجة للنظام القانوني لأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة». Lawrence Salinger, Encyclopedia of White-Collar & Corporate Crime, Volume 1, SAGE, London, 2005, p. 512.

(2) Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse. <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/LEGIAR TI000006778266/1967-09-29/>, Accessed on 18/6/2021.

(3) CA Paris, 15 janvier 1992, 9<sup>e</sup> ch., Frédéric Peltier, «Ne pas transiger sur la transaction», Recueil Dalloz, 2005, p. 958.

وبالحديث عن دولة الكويت، فقد أدى القصور التشريعي في حظر الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية إلى حدوث «أزمة سوق المناخ» عام 1982، التي أدت إلى انهيار الأسواق المالية في دولة الكويت، وسبب هذه الأزمة هو المضاربات الوهمية في الأسواق المالية؛ وعلى إثر ذلك صدر أول مرسوم أميري في 14 أغسطس عام 1983 لينظم معاملات سوق الكويت للأوراق المالية<sup>(4)</sup>، لكن هذا المرسوم والقرارات الوزارية اللاحقة له قد أغفلت تنظيم حظر الممارسات غير المشروعة، واستمرت دولة الكويت تعاني فراغاً تشريعياً بشأن حظر تلك الممارسات غير المشروعة والرقابة عليها إلى أن صدر القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية؛ فقد نص المشرع في المادة (3) من القانون على أنه: «تهدف الهيئة إلى ما يلي: ... 3- توفير حماية المتعاملين في نشاط الأوراق المالية...». إن حماية المستثمرين في الأسواق المالية هدف أساسي تسعى إليه هيئة أسواق المال في دولة الكويت، لكن هذا القانون لم يفرد لتعويض المتضررين من الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية أحكاماً خاصة.

والمقصود بالممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، أو ما يُطلق عليه في الفقه الغربي Market Abuse؛ هو تلك: «السلوكيات غير القانونية في الأسواق المالية»<sup>(5)</sup>. وفي المعنى الضيق لهذا المصطلح، نجد أنه يشتمل على ثلاثة أنواع من الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؛ هي: استغلال المعلومات الداخلية، والتلاعب في أسعار الأوراق المالية، ونشر المعلومات الخاطئة أو المضللة. فالمستثمر الذي يقوم بالتصرف القانوني في الأوراق المالية التي يمتلكها نتيجة تأثير تلك الممارسات غير المشروعة لو كان يعلم حقيقة هذه الممارسات لما أقدم على إبرام التصرف القانوني؛ لذلك فإنه يستحق التعويض عن الأضرار التي تكبدها، ليس باعتبار هذا التعويض واجباً أخلاقياً، بل

(4) خالد سعد زغلول، التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي مع دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2010، ص 153.

(5) «A définition la plus récente de la notion d'abus de marché applicable au Royaume-Uni et en France, provient du droit de l'Union Européenne (UE), à travers le Règlement (UE) n°596/2014 relatif aux abus de marché (règlement MAR). Son considérant 7 la définit comme recouvrant «tout comportement illicite sur un marché financier», et y regroupe stricto sensu «les opérations d'initiés, la divulgation illicite d'informations privilégiées et les manipulations de marché», elles-mêmes définies respectivement par les articles 8, 10 et 12 du règlement MAR».

Available at: <https://blogs.parisnanterre.fr/article/les-abus-de-marche-en-droit-francais-et-en-droit-anglais-par-laurent-czyrko>.

لأنه عامل أساسي يضمن للأسواق المالية مصداقيتها وشفافيتها<sup>(6)</sup>.

### أولاً: موضوع البحث

يَعْنَى البحث بنظرية المسؤولية المدنية بنوعيتها: العقدية والتقصيرية؛ من خلال التطرق لأركان المسؤولية المدنية من خطأ وضرر وعلاقة سببية، وتطبيقاتها بشأن الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، المتمثلة في استغلال المعلومات الداخلية، ونشر المعلومات الخاطئة أو المضلّة، والتلاعب في أسعار الأوراق المالية؛ وبذلك سوف نستبعد من نطاق البحث المسؤولية الجنائية أو أي ممارسات أو مخالفات أخرى في الأسواق المالية.

### ثانياً: أهمية البحث

تتمثّل أهمية البحث في ندرة الدراسات والأبحاث التي تتعلّق بموضوع المسؤولية المدنية عن الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، إضافة إلى عدم وجود أحكام قضائية في دولة الكويت. ويعود السبب في ذلك إلى الطبيعة التقنية والخصوصيات التي يتميز بها قانون الأسواق المالية، إضافة إلى صعوبة المفاهيم المؤطرة له وتعقيدها، والتي تبقى مغلفة في معظمها بطابع تقني واقتصادي<sup>(7)</sup>.

### ثالثاً: هدف البحث

يهدف هذا البحث إلى معالجة نظرية المسؤولية المدنية وتطبيقاتها بشأن الممارسات غير المشروعة؛ من خلال وضع الحلول المناسبة لضمان حصول المتضرر على حقه في التعويض الملائم، وفقاً للنتائج والتوصيات التي انتهى إليها.

### رابعاً: مشكلة البحث

تكمن مشكلة البحث في أن الأمر يتعلّق بتطبيق قانونين مختلفين من حيث الخصوصية والفلسفة التي يقومان عليها: الأول: هو المرسوم بالقانون رقم 67 لسنة 1980 بشأن إصدار القانون المدني الكويتي الذي ينظم النظرية العامة للمسؤولية المدنية، وتتسم

(6) «La réparation du préjudice subi par les victimes d'une infraction du marché est une nécessité morale aussi bien qu'un facteur de crédibilité du marché», V: Charles Arsouze & Patrick Ledoux, «L'indemnisation des victimes d'infractions boursières», Bulletin Joly Bourse, juillet, n°4, 2006, p. 399.

(7) Thierry Bonneau et France Drummond, Droit des marchés financiers, 3 éd., Economica, 2010, n° 37, pp. 35-36.

فلسفة القانون المدني في مجال المسؤولية المدنية بالعمومية من خلال إنشاء مبدأ عام للمسؤولية، وليس قانوناً يتعلّق بتخصصات الضرر، هذا بالإضافة إلى أنها تتطلب الخطأ كأصل عام لقيام تلك المسؤولية. أما القانون الثاني: فهو القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الذي ينظم قواعد قانونية غير مألوفة في القانون المدني.

وتفرد الأسواق المالية بوجود الطابع الجماعي، الذي يحكم عمليات السوق بكاملها، فالصفقات المنعقدة في سوق الأوراق المالية تتبع أسلوباً غير متعارف عليه في الصفقات التقليدية من خلال مواجهة متعددة الأطراف لجميع أوامر البيع والشراء المطروحة في السوق، والتي ستؤدي إلى (عرض الأسعار)، ومن ثم تحديد أسعار الأوراق المالية<sup>(8)</sup>. والمتعاملون في الأسواق المالية لا يعرف بعضهم بعضاً؛ إذ يكفي المتعامل بإعطاء الأمر إلى وسيطه لتنفيذ العملية وإجرائها بحسب الأصول المحددة في البورصة المعنية. وعليه؛ فإن المشكلة المحورية لهذا البحث تبرز من خلال الإجابة عن التساؤلين الآتيين: مدى فاعلية المسؤولية المدنية في تحقيق العدالة التعويضية عن أضرار الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؟ وما الآليات القانونية الملائمة لتعويض المتضررين من تلك الممارسات غير المشروعة؟

### خامساً: البحوث السابقة

من أجل الإحاطة بموضوع البحث، وفي ضوء مشكلته المطروحة؛ سعى الباحث إلى الاطلاع على الدراسات السابقة المتخصصة، ومنها:

- **خالد عطشان الضفيري**، تعويض المساهم عن الممارسات غير المشروعة أثناء تداول الأسهم في البورصة: دراسة على ضوء أحكام القضاء الفرنسي، مجلة الحقوق، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، المجلد 44، العدد الثالث، سبتمبر 2020، حيث تناول هذا البحث في الفصل الأول: تحديد الخطأ في مجال الأسهم، وفي الثاني: ضرورة توافر الضرر الشخصي للمساهم. ويختلف بحثي عنه من حيث تناولي لركن الخطأ ومدى تأثيره في تداول الأوراق المالية؛ من خلال المقارنة ما بين الممارسات غير المشروعة في القانونين الكويتي والفرنسي، والوقوف على مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني في الممارسات غير المشروعة. بمعنى آخر: هل يستطيع المتضرر إثبات الخطأ المدني حتى ولو لم تكن ثمة عقوبة جنائية أو إدارية للمسؤول عن الخطأ؟

(8) زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2007، ص 310.

وتطرقت من ثم إلى ركني الضرر والعلاقة السببية؛ وهذه الأخيرة لم تتناولها الدراسة السابق ذكرها.

- **جوهان برورك "Johan Prorok"**، «المسؤولية المدنية في الأسواق المالية»<sup>(9)</sup>، حيث تناولت هذه الدراسة الصعوبات الموضوعية والإجرائية التي تواجه المتضرر في الأسواق المالية. ويختلف بحثي عنها في تناولتي للممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، لا كافة المخالفات فيها، هذا بالإضافة إلى أن بحثي ينصب فقط على القواعد الموضوعية للمسؤولية المدنية دون الخوض في القواعد القانونية الإجرائية.
- **فيرونيكا شيكوفاف "Véronika Sheykova"**، «الضرر المالي»<sup>(10)</sup>، حيث تناولت هذه الدراسة تعريف الضرر المالي وبيان آلية التعويض عن الأضرار في الأسواق المالية. ويختلف بحثي عنها في تناولتي للخطأ في مجال تداول الأوراق المالية، ومن ثم رُكنا الضرر والعلاقة السببية وأثرهما على الممارسات غير المشروعة.

#### سادساً: منهج البحث

يقوم هذا البحث على المنهج التحليلي المقارن، ويتمثل المنهج التحليلي هنا في وقوف الباحث على أركان المسؤولية المدنية وتطبيقها على الممارسات غير المشروعة؛ بهدف استجلاء المشاكل القانونية لأركان المسؤولية المدنية التي تتعارض مع خصوصية الأسواق المالية؛ وصولاً إلى الحلول المناسبة للمشروع الكويتي. ولتحقيق ذلك؛ لا بد من الاستعانة بالقانون الفرنسي، وسوف أستهدي أيضاً ببعض أحكام القضاء الفرنسي.

#### سابعاً: خطة البحث

اقتضت طبيعة هذا البحث تقسيمه إلى مبحثين على النحو الآتي:

المبحث الأول: مدى تأثير ركن الخطأ في تداول الأوراق المالية

المبحث الثاني: الضرر وعلاقة السببية وأثرهما في الممارسات غير المشروعة

(9) Johan Prorok, La responsabilité civile sur les marchés financiers, Thèse de Doctorat, Université Panthéon-Assas, France, le 31 mars 2016.

(10) Véronika Sheykova, Le préjudice Financier, Thèse de Doctorat, Université de Cergy-Pontoise, France, le 26 septembre 2016.

## المبحث الأول

### مدى تأثير ركن الخطأ في تداول الأوراق المالية

درج الفقه على تسمية ثلاث ممارسات غير مشروعة<sup>(11)</sup> بأنها مخالفات في أسواق المال بالمعنى الضيق، ويبدو أن السبب في ذلك هو أنها الأكثر أهمية وخصوصية في نطاق الأسواق المالية، وتتمثل هذه الممارسات بتعاملات المطلعين<sup>(12)</sup> (استغلال المعلومات الداخلية)، والتلاعب في أسعار الأوراق المالية، وأخيراً نشر معلومات خاطئة أو مضللة<sup>(13)</sup>. وتشكل هذه الممارسات غير المشروعة ركن الخطأ في مجال المسؤولية المدنية بنوعها: العقدية والتقصيرية، على أن التساؤل يُثار في هذا الصدد حول مدى استقلالية الخطأ المدني في الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؟ وبمعنى آخر: هل يستطيع المتضرر من الناحيتين النظرية والعملية إثبات الخطأ المدني، حتى ولو لم تكن ثمة عقوبة جنائية أو إدارية للمسؤول عن الخطأ؛ وذلك للمطالبة بالتعويض عن الأضرار؟ ولنتناول ذلك سيتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين كما يأتي:

المطلب الأول: ماهية الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية

المطلب الثاني: مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني في الممارسات غير المشروعة

## المطلب الأول

### ماهية الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية

وفقاً لما سبق بيانه، فإن الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية تتخذ صوراً ثلاثة هي: استغلال المعلومات الداخلية، ونشر المعلومات الخاطئة أو المضللة، وأخيراً التلاعب في أسعار الأوراق المالية. وسوف أوضح هذه الصور تباعاً على النحو الآتي:

(11) يُلاحظ أن الفقه الغربي يطلق عليها أيضاً مصطلح (مخالفات أسواق المال) أو (مخالفات البورصة)؛ والسبب في ذلك أن الهدف من هذا القانون لا يقتصر فقط على تحقيق الردع العام في نفوس المخاطبين به من خلال المسؤولية الجنائية، بل يمتد ليشمل أيضاً إبطال التصرفات غير المشروعة وتعويض الأطراف المتضررة؛ فالنصوص الجنائية وحدها لا تكفي لتحقيق الشفافية والعدالة والنزاهة في الأسواق المالية. انظر: حسين بوعركي، الحماية القانونية لأسواق المال في التشريعين الفرنسي والكويتي، ط 1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص 10.

(12) إن استخدام مصطلح (تعاملات المطلعين) لا يتسم بالدقة الكافية؛ إذ قد يقوم باستغلال المعلومات الداخلية شخص آخر غير مطلع؛ لذا فمن الأفضل إطلاق مصطلح: (استغلال المعلومات الداخلية).

(13) حسين بوعركي، مرجع سابق، ص 11.



## الفرع الأول

### حظر استغلال المعلومات الداخلية

أسفرت عولمة التمويل Globalization of Finance وزيادة الاستثمارات الدولية عن ارتفاع مستوى نشاط البورصة في منطقة الشرق الأوسط ولاسيما في دولة الكويت؛ مما أثار التساؤل الآتي: هل تعكس الأوراق المالية قيمتها الحقيقية؟ وهل ثمة استغلال للمعلومات الداخلية على نحو يضر سائر المتعاملين في الأسواق المالية؟<sup>(14)</sup>. بادئ ذي بدء؛ فإن تعريف استغلال المعلومات الداخلية هو: «التداول في الأوراق المالية من قبل الأفراد الذين يمكنهم الوصول إلى المعلومات الداخلية التي تتعلّق بمصدري الأوراق المالية أو الأوراق المالية (الشركات)، ومن شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية أو إفشائها للغير»<sup>(15)</sup>. ويصف الفقه<sup>(16)</sup> استغلال المعلومات الداخلية بأنه عمل غير أخلاقي، وغير عادل، وممارسة تضر بثقة المستثمرين في الأسواق المالية<sup>(17)</sup>.

وعليه، سوف أتناول بإيجاز شروط المعلومات الداخلية، ثم أنتقل إلى نطاق الحظر المطلوب، وذلك على النحو الآتي:

#### 1. شروط المعلومات الداخلية:

تستبطن شروط المعلومات الداخلية من تعريفها التشريعي، ويلاحظ هنا أن المشرّع

(14) David Llewellyn, 'Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues' (2006). A paper presented at the WB Seminar, Washington DC, p.5, Available at <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/20572921162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>. Accessed on 3/7/2021.

(15) Raghda Mahmoud Al-Qatanani, Legal Regimes to Counter Insider Dealing and Market Abuse: A Comparatives Analysis of the UK and Jordan, School of Law, Newcastle University, UK, Feb. 2014, p. 1.

(16) على النقيض من ذلك؛ ثمة من ذهب إلى السماح باستغلال المعلومات الداخلية، وأن يكون حظر استغلالها سلطة تقديرية للشركات من خلال العقود التي تبرمها مع الموظفين؛ فاستغلال المعلومات الداخلية في أقصى حالاته لا يعدو أن يكون سوى خطأ مدني يجب أن تتم تسويته بين الأطراف المتضررين، دون الحاجة إلى تدخل القانون الجنائي. للمزيد انظر:

Andrew Hutchinson, The Case of Decriminalizing Insider Dealing, Economic Affairs Journal, 11, (1990), p. 45.

(17) Stephen Mark Bainbridge, Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice between Property Rights and Securities Fraud, School of Law, University of California, USA, (December 8, 1998), p. 2. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.142296>, Accessed on 4/7/2021.

الفرنسي لم يعرفها تعريفاً محدداً؛ إذ أحال في ذلك من خلال المادة (1-465) من القانون النقدي والمالي إلى لائحة الاتحاد الأوروبي رقم 596-2014<sup>(18)</sup>، التي عرفت المعلومات الداخلية في المادة (7) على أنها: «معلومات ذات طبيعة محددة غير معلنه، وتتعلق بصورة مباشرة أو غير مباشرة بوحدة أو أكثر من مصدري الأوراق المالية والصكوك المالية، أو بوحدة أو أكثر من الصكوك المالية الأخرى التي من شأن إعلانها للجمهور أن تؤثر جوهرياً على أسعار الأوراق المالية أو على الأسعار ذات الصلة بالأدوات المشتقة»<sup>(19)</sup>.

وأما عن المشرع الكويتي، فقد نصت اللائحة التنفيذية على شروط المعلومات الداخلية بموجب المادة (2/2) من الكتاب الرابع عشر (سلوكيات السوق) كما يأتي: «يجب أن تتوافر في المعلومات الداخلية الشروط التالية: 1. أن تتعلق بورقة مالية أو بشركة مدرجة في البورصة. 2. ألا تكون متاحة للجمهور بأي شكل من الأشكال. 3. أن يكون من شأنها التأثير بشكل جوهري على سعر أو تداولات ورقة مالية لو تم الإفصاح عن هذه المعلومة أو توفيرها للجمهور».

وسوف يتم بيان شروط المعلومات الداخلية مع مقارنة بين كل من التشريعين الكويتي والفرنسي؛ للوقوف على أوجه التشابه والاختلاف فيما بينهما، وذلك على النحو الآتي:

أ. أن تكون المعلومة غير معلنه (سرية):

يجب أن تكون المعلومة محل الاستغلال غير معلنه؛ أي: سرية Confidential<sup>(20)</sup>، إذ إن من

(18) Art (465-1) du C.mon.fin, dispose: «C-Au sens de la présente section, les mots: “informations privilégiées” désignent les informations privilégiées au sens des 1 à 4 de l’article 7 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 précité» Available at: [www.legifrance.gouv.fr/](http://www.legifrance.gouv.fr/), Accessed on 4/7/2021.

(19) LA directive 2014/57/ UE du parlement européen et du conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), dispose dans son Art (7) que l’information privilégiée est: «une information à caractère précis qui n’a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d’influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d’instruments financiers dérivés qui leur sont liés... », Available at: [www.legifrance.gouv.fr/](http://www.legifrance.gouv.fr/), Accessed on 4/7/2021.

(20) تطرق المشرع الكويتي إلى شرط السرية في المعلومات الداخلية في المادة (1) من القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، في تعريفها للمطلع بأنه: «أي شخص اطلع، بحكم موقعه، على معلومات أو بيانات ذات أثر جوهري عن شركة مدرجة، لم تكن متاحة للجمهور». ثم إن اللائحة التنفيذية نصت في المادة (2/2) من الكتاب الرابع عشر (سلوكيات

يعلم بالمعلومة الداخلية يستطيع أن يحقق أرباحاً غير عادية مقارنة بالمستثمرين الآخرين في الأسواق المالية؛ وهذا الأمر يخل بمبدأ المساواة، ويُفقد البورصة الثقة فيها<sup>(21)</sup>. وقد استلزم كل من المشرعين الكويتي والفرنسي هذا الشرط، ونشير إلى أن كل معلومة داخلية هي معلومة سرية، وليس العكس صحيحاً؛ لأن السرية أحد شروط المعلومة الداخلية بجانب شروط أخرى تتطلبها التشريعات المقارنة.

ب. أن تكون المعلومة محدّدة "Specific or Precise":

يضاف إلى شرط سرية المعلومة الداخلية أنه ينبغي أن تكون محدّدة، فالمعلومات غير المحددة يبقى المطلع عليها، مع حيازته لها، مجازفاً ومعرّضاً لخطر اتخاذ قرار البيع أو الشراء؛ ومن ثمّ لا يكون مخالفاً لقوانين الأسواق المالية<sup>(22)</sup>. ويقصد بالمعلومة المحددة تلك المعلومة الدقيقة التي تتعلق بوقائع معينة، ومن أمثلتها أن ثمة اندماجاً ما سيكون بين شركتين ... والقول: إن المعلومة محددة أو غير محددة - يخضع لمعايير موضوعية وفقاً للسلطة التقديرية لقاضي الموضوع.

وقد أغفل المشرع الكويتي هذا الشرط صراحة بخلاف المشرع الفرنسي الذي أحال في تعريف المعلومات الداخلية وفقاً لما سبق بيانه إلى لائحة الاتحاد الأوروبي، التي عرّفت المعلومات المحددة تعريفاً دقيقاً<sup>(23)</sup>.

(السوق) على ما يأتي: «يجب أن تتوافر في المعلومات الداخلية الشروط التالية: ... ألا تكون متاحة للجمهور بأي شكل من الأشكال». ومن جانب آخر، ذكرت المادة (3/2) من اللائحة التنفيذية من كتاب (سلوكيات السوق) الآتي: «لا تعد المعلومات داخلية في الأحوال التالية: 1- إذا تم الإفصاح عنها في البورصة. 2- إذا كانت ضمن سجلات متاحة للاطلاع عليها من أي شخص. 3- إذا كانت عبارة عن تحليل فني أو دراسة بحثية عن ورقة مالية، وتم إعدادها بناء على معلومات متاحة للجمهور». ونلاحظ كيف أن الأمثلة السالف ذكرها استبعدت المعلومات غير السرية من نطاق المعلومات الداخلية. (21) Claude Garcin, Les délits et manquements boursiers, Revue, Le Lamy droit pénal des affaires, Wolters Kluwer France, Paris, 2013, p. 516.

(22) محمد شحاته عبد الفتاح، جريمة الاتجار بالمعلومات التفضيلية في سوق الأوراق المالية: دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2015، ص 171.

(23) عرّفت اللائحة الأوروبية، في الفقرة 2 من المادة (7)، المعلومات المحددة بما يأتي: «وفقاً لأغراض الفقرة»، تعتبر المعلومات ذات طبيعة محددة إذا كانت تشير إلى مجموعة من الظروف الموجودة، أو التي يمكن توقع حدوثها بشكل معقول، أو حدث وقع أو قد يكون بشكل معقول من المتوقع حدوثه، حيث يكون محدداً بما يكفي للتمكين من التوصل إلى استنتاج بشأن التأثير المحتمل لتلك المجموعة من الظروف أو الحدث على أسعار الأدوات المالية، أو الأداة المالية المشتقة ذات الصلة، أو عقود السلع الفورية ذات الصلة».

Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>, Accessed on 18/7/2021.

### ج. التأثير في أسعار الأوراق المالية:

تباينت نصوص القوانين المنظمة لحظر استغلال المعلومات الداخلية بشأن هذا الشرط الذي ينقسم إلى قسمين: الأول: هل المطلوب أن تُحدث المعلومة الداخلية تأثيراً محتملاً أو ممكناً أو فعلياً في أسعار الأوراق المالية؟ أما الثاني: فيتمثل في درجة التأثير المطلوبة: هل يجب أن يكون التأثير جوهرياً، أو يكفي بالتأثير مهما كانت درجته؟<sup>(24)</sup>

ذهب المشرع الكويتي في بيان مفهوم المطلع، بموجب نص المادة الأولى من القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته - إلى أنه: «أي شخص اطلع بحكم موقعه على معلومات أو بيانات ذات أثر جوهري، عن شركة مدرجة، لم تكن متاحة للجمهور». وبذلك نجد أن المشرع الكويتي قد تطلب صراحةً أن تُحدث المعلومات الداخلية تأثيراً فعلياً جوهرياً، وهذا النهج الضيق يتلاءم مع طبيعة النص القانوني الذي أورد عقوبات جنائية. لكن اللائحة التنفيذية خالفت صريح نص القانون؛ إذ نصت في المادة (2/2) من الكتاب الرابع عشر (سلوكيات السوق) على ما يأتي: «يجب أن تتوافر في المعلومات الداخلية الشروط التالية: ... 3- أن يكون من شأنها التأثير بشكل جوهري على سعر أو تداولات ورقة مالية لو تم الإفصاح عن هذه المعلومة أو توفيرها للجمهور».

ويرى الباحث أن هذه اللائحة قد جانبها الصواب؛ لأنها تطلبت إمكانية التأثير في أسعار الأوراق المالية، وهذا النهج يخالف القانون، فالمشرع الكويتي تطلب صراحةً التأثير الفعلي الجوهري في أسعار الأوراق المالية، ومن المسلم به أن لائحة هيئة أسواق المال يجب أن تنفذ أحكام القانون من دون تعديلها أو استحداث قواعد جديدة. أما بشأن المشرع الفرنسي، فقد حالفه الصواب في اشتراطه أن تؤثر المعلومات الداخلية تأثيراً جوهرياً ليس فقط في أسعار الأوراق المالية، وإنما أيضاً في أسعار المشتقات المالية ذات الصلة، وهذا ما أغفله المشرع الكويتي.

د. أن تتعلّق المعلومة الداخلية بالأوراق المالية أو مصدرها تلك الأوراق (الشركات):

يجب، إضافة إلى ما سبق ذكره حتى نكون بصدد معلومة داخلية، أن تتعلّق الأخيرة بورقة مالية معيّنة أو أكثر، أو بمصدر أو أكثر، وقد انتقد الفقه هذا الشرط<sup>(25)</sup>، وذهب إلى أن

(24) أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية: دراسة مقارنة، ط 1، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 1998، ص 21.

(25) ذهب بعض الفقه إلى ضرورة التوسع في النطاق الموضوعي للمعلومات الداخلية لتشمل جميع المعلومات، سواء المتعلقة بالأوراق المالية أو مصدرها أو المعلومات خارج هذا النطاق ولها تأثير في أسعار الأوراق المالية، والباحث يؤيد هذا الرأي. انظر: جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 336.

التشريعات العربية ما زال يشوبها القصور، ولا تواكب التطورات المعاصرة والتعاملات الحديثة التي طرأت على الأسواق المالية العالمية، لا سيما أنّ من المتصور أن تكون هذه المعلومات غير متعلقة بأوراق مالية، أو بمصدري تلك الأوراق (الشركات)، لكنّها تؤثر جوهرياً في أسعار الأوراق المالية؛ الأمر الذي يتطلب من القوانين حماية الأسواق المالية من هذا التأثير، وإعادة النظر في هذا الشرط.

ويرى الباحث أن المشرّع الفرنسي قد واكب التطورات المعاصرة واتّبع نهجاً مغايراً عن نظيره الكويتي؛ إذ اشترط أن تتعلّق المعلومات الداخلية، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، بوحدة أو أكثر من مصدري الأوراق المالية (الشركات) والصكوك المالية، أو بوحدة أو أكثر من الصكوك المالية الأخرى. ويتضح لنا أن المعلومات المتعلقة، على نحو غير مباشر، بمصدر الأوراق المالية (الشركات) أو الأدوات المالية - تتمثّل في المعلومات المتعلقة بالاقتصاد الكلي والسياسة وغيرها من المعلومات الأخرى التي من شأنها التأثير جوهرياً في الأسواق المالية.

## 2. نطاق الحظر المطلوب في استغلال المعلومات الداخلية:

نص المشرّع الكويتي في المادة (118) من القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية - على ما يأتي: «... يعاقب بالحبس كل مطلع انتفع أو استغل معلومات داخلية عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية، أو الكشف عن المعلومات الداخلية، أو إعطاء مشورة على أساس المعلومات الداخلية لشخص آخر غير مطلع. كما يعاقب بالعقوبات ذاتها أي شخص قام بشراء أو بيع ورقة مالية بناءً على معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع مع علمه بطبيعة تلك المعلومات؛ بغرض تحقيق أي منفعة له أو لغيره...».

ونظرةً فاحصةً إلى تلك المادة تُظهر أن المشرّع الكويتي قد ضيقّ النطاق الشخصي في حظر استغلال المعلومات الداخلية، وقصره على: (الشخص المطلع، ومن يحصل على هذه المعلومات الداخلية من قبل الشخص المطلع). ويرى الباحث أن المشرّع الكويتي قد أخفق في ذلك؛ لأن من المتصور حصول الغير على المعلومات الداخلية من قبل شخص آخر غير مطلع، ونأمل من المشرّع الكويتي أن يساير نظيره الفرنسي<sup>(26)</sup> الذي حظر

(26) أضاف المشرّع الفرنسي هذه الصور التي حظر من خلالها استغلال أي شخص للمعلومات الداخلية ولو لم يكن مطلعاً؛ بموجب تعديل المادة (L.465-1) من التقنين النقدي والمالي الصادر في 21 يونيو 2016. Art (L.465-1-A) du C.mon.fin, dispose: «...ou par toute personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause...», [www.legifrance.gouv.fr/](http://www.legifrance.gouv.fr/). Accessed on 20/7/2021.

استغلال المعلومات الداخلية وإفشاءها على كافة الأشخاص، سواء أكان مطلعاً عليها أم حائزها وهو عالمٌ بطبيعتها، أم كان يجب عليه العلمُ بذلك<sup>(27)</sup>.

## الفرع الثاني

### نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة

ليس نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة عملاً مقصوداً لذاته؛ إذ غالباً ما يهدف إلى تحقيق غاية أخرى تتمثل في التأثير في أسعار الأوراق المالية سلباً أو إيجاباً<sup>(28)</sup>. ومثال ذلك أن ينشر المتداول المعلومات الخاطئة أو المضللة التي تؤثر في خفض أسعار الأوراق المالية؛ رغبة منه في أن يشتري عدداً معيناً من الأسهم في السوق، ثم ينتظر حتى تظهر الحقيقة، فيعيد بيع الأسهم<sup>(29)</sup>.

ولذلك حظر المشرع الفرنسي نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة بموجب المادة (L.465-3-3-I) من القانون النقدي والمالي رقم 2016-819، التي نصت على أن: «يعاقب بالعقوبات المنصوص عليها في المادة (L.465-1) أي شخص قام بنشر، أو نقل بيانات، أو معلومات خاطئة، أو مضللة للجمهور بأي وسيلة كانت، سواء تعلقت هذه المعلومات برؤية أو موقف المصدر (الشركة) أو أوراقه المالية أو بتقييم الأوراق المالية؛ بما يؤدي إلى احتمالية التأثير على الأسعار...»<sup>(30)</sup>.

(27) يلاحظ أيضاً أن المشرع الأوروبي قد حدد النطاق الشخصي لحظر استغلال المعلومات الداخلية وفقاً لنص المادة (8) من اللائحة الأوروبية، والتي نصت على ما يأتي: «تطبق هذه المادة على أي شخص يمتلك معلومات داخلية نتيجة: (أ) عضويته في الهيئات الإدارية أو الإشرافية للمصدر أو كونه مشاركاً في السوق. (ب) التملك في رأسمال المصدر. (ج) الوصول إلى المعلومات من خلال ممارسة وظيفة أو مهنة أو واجبات. (د) تتطبق هذه المادة أيضاً على أي شخص يمتلك معلومات داخلية في ظل ظروف أخرى لم يُشر إليها في الفقرة الأولى، إذا كان الشخص يعلم بطبيعة المعلومات الداخلية، أو كان يجب عليه العلم بذلك». Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>, Accessed on 2020/11/7/.

(28) صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية: دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، ط 1، مركز المساندة القانونية، القاهرة، 2001، ص 256.

(29) Merritt Fox and Lawrence Glostien and Gabriel Rauterberg, Stock Market Manipulation and Its Regulation, Yale Journal on Regulation, Vol. 35, 2018, p. 75.

(30) Art (L465-3-3-I): « I. – Est puni des peines prévues au A du I de l'article L. 465-1 le fait, par toute personne: 1° De fournir ou de transmettre des données ou des informations fausses ou trompeuses utilisées pour calculer un indice de référence ou des informations de nature à fausser le cours d'un instrument financier ou d'un actif auquel est lié un tel indice ... ». Available at: [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr), Accessed on 20/7/2021.

أما بالنسبة إلى المشرّع الكويتي، فلم ينص على حظر أو تجريم هذه الصورة من صور الممارسات غير المشروعة في القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، ولم ينص أيضاً عليها في التعديل الذي أحدثه بموجب القانون رقم 22 لسنة 2015. فنشر المعلومات الخاطئة أو المضللة، وفقاً للقانون الكويتي، يعد مخالفة إدارية<sup>(31)</sup> لا جرمية، على خلاف المشرّع الفرنسي؛ لذا يتعيّن على المشرّع الكويتي أن يتدارك هذا القصور التشريعي.

وعليه، فإنّ ثمة شروطاً يجب أن تتوافر في نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة المؤثرة في الأسواق المالية، نوجزها فيما يأتي:

### 1. يشترط في المعلومة أن تكون خاطئة أو مضللة:

وتكون المعلومة خاطئة عندما تتضمن ادعاءات مخالفة للحقيقة<sup>(32)</sup>. وتختلف المعلومة الخاطئة عن المعلومة المضللة من حيث إن الأخيرة أخطر من الأولى؛ لأن المعلومات المضللة تؤدي إلى حمل الغير على الوقوع في غلط<sup>(33)</sup>.

### 2. احتمالية التأثير في أسعار الأوراق المالية:

تتمثّل الفلسفة التشريعية لحظر نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة في أنّها من المحتمل أن تؤثر في أسعار الأوراق المالية، بحيث ترتفع قيمتها أو تنخفض؛ بما ينعكس على قرار المستثمر سواء بالشراء أو بالبيع أو بالاحتفاظ بها.

### 3. المبادرة بنشر المعلومات الخاطئة أو المضللة:

لم يحدد المشرّع الفرنسي وسيلة أو آلية محددة لنشر المعلومات الخاطئة أو المضللة؛

(31) ولتدارك هذا القصور التشريعي؛ نصت اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته في المادة (3/5)، والتي جاءت بعنوان: (الممارسات غير المشروعة للتداول) من الكتاب الرابع عشر: (سلوكيات السوق) - على أن: «تدخل الأفعال التالية ضمن المخالفات التي يسأل عنها الشخص تأديبياً، ويحق لمجلس التأديب توقيع جزاءات مالية أو غيرها من الجزاءات حال ارتكاب أيّ منها: ... 3- القيام ببيت أو نشر أو ترويج الشائعات أو إعطاء بيانات أو معلومات أو تصريحات مضللة وغير صحيحة قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية أو تداولاتها». وعلى الرغم من أن اللائحة التنفيذية قد حظرت نشر المعلومات الخاطئة والمضللة وتطلبت احتمالية التأثير في أسعار الأسواق المالية، فإنها تجاوزت نطاق اختصاصها؛ إذ لم يتطرق المشرّع الكويتي نهائياً إلى تجريم نشر المعلومات الكاذبة أو المضللة، ولم يفوض اللائحة تنظيم هذه المسألة؛ وهذا ما يجعلها تتسم بعدم المشروعية.

(32) Florian Bouaziz et Éric Dezeuze et Didier Martin, Les abus de marché, Edition LexisNexis, Paris, 2013, pp. 211 – 212.

(33) Nicolas Rontchevsky: Cass.crim,4 nov.2004, n°03-82.777, L'affairepallas stern-comipar, Bull. Joly Bourse, mai 2005, p. 214.

وهذا ما يُستنتج معه أن ذلك يمكن أن يتم بأي وسيلة ممكنة. ولا يشترط أن تكون هذه المعلومات مكتوبة؛ إذ قد تكون مسموعة أو مرئية، وأياً كانت الطريقة؛ فالهدف هو نشرها وإداعتها لدى الجمهور<sup>(34)</sup>.

4. ضرورة توافر القصد الجنائي في التشريعات التي عدت هذا الفعل جريمة: يقوم القصد الجنائي على عنصرى العلم والإرادة؛ أما العلم فيتمثل بأن يكون الشخص على علم بأن المعلومات التي يقوم بنشرها خاطئة أو مضللة، وأما الإرادة فأن تتجه إلى نشر هذه المعلومات للجمهور<sup>(35)</sup>.

### الفرع الثالث

#### التلاعب في أسعار الأوراق المالية

يستخدم مصطلح التلاعب في أسعار الأوراق المالية بطريقة غير دقيقة، إذ يذهب البعض إلى أن ثمة ترادفاً ما بين مصطلح التلاعب في السوق والتلاعب في أسعار الأوراق المالية، وهذا الأمر غير صحيح؛ والسبب في ذلك أن التلاعب في أسعار الأوراق المالية ينصب على (دقة التسعير)<sup>(36)</sup>، التي تعتبر أمراً مغايراً عن (كفاءة السوق)<sup>(37)</sup> المتعلقة بالتلاعب في الأسواق المالية. ومن الأهمية أن نشير إلى أن التلاعب في أسعار الأوراق المالية<sup>(38)</sup>

(34) طويل خليفة، جرائم البورصة في التشريع الجزائري، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص 32.

(35) سيف إبراهيم المصاروة، الحماية الجنائية لتداول الأوراق المالية: دراسة مقارنة، ط 1، دار الثقافة، عمّان، الأردن، 2012، ص 260.

(36) يقصد بدقة التسعير: (Pricing accuracy) دقة القيمة التي تبلغها ورقة مالية في أثناء إحدى الجلسات في السوق المالية؛ وهذا يعكس القيم المختلفة التي اجتمعت عندها طلبات البيع والشراء للورقة المالية. ويخضع هذا التسعير لقانون العرض والطلب، بحيث تتم مواجهة الطلبات على الأوراق المالية بالمعرض عليها؛ وبذلك يتحدد سعر التوازن بينهما. عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية، رسالة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012 - 2013، ص 62.

(37) تعني كفاءة السوق (Efficient Market): أن كافة المعلومات عن الأوراق المالية متاحة للجمهور، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر في القيمة السوقية للأوراق المالية. ومن ثم؛ تكون السوق المالية كفوئاً حين تتمتع بقدر عالٍ من المرونة، يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية بسبب تغيرات نتائج تحليل البيانات والمعلومات؛ بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمتين السوقية والحقيقية للورقة المالية. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 38.

(38) عرّف المحكمة العليا في الولايات المتحدة الأمريكية التلاعب في أسعار الأوراق المالية في قضية Ernst v Hochfelder - بأنه: «السلوك المتعمد أو المصمم للخداع أو الاحتيال على المستثمرين؛ من خلال التحكم في أسعار الأوراق المالية أو التأثير عليها بشكل مصطنع».



يعرّف بأنه: «التدخل في قوى العرض والطلب الذي يؤدي إلى حث الآخرين على التداول وفقاً لأسعار مصنعة».

واستناداً إلى هذا التعريف؛ فإنّ التلاعب يتكوّن من عنصرين اثنين يؤثّر كل واحد منهما بشكل منفصل في الآخر؛ وهما: 1- إنشاء أسعار مصنعة. 2- حث الآخرين على التداول<sup>(39)</sup>. فقيامُ المتلاعب بتداولات مضللة، وإجباره للمستثمرين الآخرين على الرد بناءً على تلك التداولات التي سوف يثبت في النهاية أنّها خاطئة ومضللة - يؤدي إلى عدم توازن التداولات؛ وصولاً إلى سعر غير فعّال للأوراق المالية. ولهذا السبب تحرص القوانين على حظر ممارسات التلاعب على نحو صارم؛ من أجل منع الأسعار المصنعة<sup>(40)</sup>.

وفي هذا الصدد، حظر المشرّع الفرنسي التلاعب في أسعار الأوراق المالية بموجب المادة (L.465-3-1) من القانون النقدي والمالي رقم 819-2016، التي نصت على أن: «يعاقب بالعقوبات المنصوص عليها في المادة (L.465-1) أي شخص ينفذ عملية أو يضع أمراً أو يتبنّى سلوكاً يعطي، أو من المحتمل أن يعطي، مؤشرات مضللة حول العرض أو الطلب أو السعر لأداة مالية عند مستوى غير طبيعي أو مصطنع<sup>(41)</sup>. ويلاحظ كيف أن المشرّع الفرنسي نص على حظر التلاعب في أسعار الأوراق المالية بصورة مقتضبة؛ تاركاً الخوض في التفاصيل إلى الأحكام القضائية وما يستجد من ممارسات تلاعب في الأسواق المالية.

أما المشرّع الكويتي، فنص في المادة (122) من القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية على الآتي: «يعاقب بالحبس

Ernst & Ernst v Hochfelder 425 US 185 (1976) at 199. <https://legal.un.org>. Accessed on 27/7/2021.

(39) Daniel R. Fischel & David J. Ross, Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets? 105 Harvard Law Review 503, (1991), p.116.

(40) Hubert de Vauplane & Odile Simart, The Concept of Securities Manipulation and Its Foundations in France and the USA, p.217, 23 Brook. J. Int'l L. 203 (1997). Available at: <https://brooklynworks.brooklaw.edu/bjil/vol23/iss1/10>, Accessed on 25/7/2021.

(41) Article L465-3-1Création Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 -"I. - A. - Est puni des peines prévues au A du I de l'article L. 465-1 le fait, par toute personne, de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement qui donne ou est susceptible de donner des indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un instrument financier.....», available at: <https://www.legifrance.gouv.fr/>, Accessed on 26/7/2021.

مدة لا تتجاوز خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تجاوز مئة ألف دينار، أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل من ثبت قيامه عمداً بأحد الأفعال الآتية:

1- تصرف تصرفاً ينطوي على خلق مظهر وإيحاء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي لورقة مالية أو لسوق الأوراق المالية عن طريق:

أ. الدخول في صفقة بشكل لا يؤدي إلى تغيير فعلي في ملكية الورقة المالية.

ب. إدخال أمر شراء أو بيع ورقة مالية، وهو على علم بأن أمراً مقارباً من حيث الحجم والسعر وزمن البيع أو الشراء لتلك الورقة المالية قد تم أو سيتم إصداره من قبل نفس الشخص أو أشخاص يعملون باتفاق مع ذلك الشخص.

2- كل من أبرم صفقة أو أكثر في ورقة مالية من شأنها:

أ. رفع سعر تلك الورقة المالية لنفس المصدر؛ بهدف حث الآخرين على شرائها.

ب. تخفيض سعر تلك الورقة المالية لنفس المصدر؛ بهدف حث الآخرين على بيعها.

ج. خلق تداول فعلي أو وهمي؛ بهدف حث الآخرين على الشراء أو البيع.

وتضع الهيئة القواعد التي تبين الحالات التي تقع فيها الأفعال المنصوص عليها في البندين (1/أ و2/ج)، وتحدد تلك القواعد الممارسات المشروعة المستثناة من تطبيق حكم هذه المادة.

ويلاحظ أن المشرع الكويتي لم يُعرّف التلاعب في أسعار الأوراق المالية؛ إذ اقتصر التنظيم القانوني عنده على تحديد صور النشاط المكوّن للتلاعب، ولم يطلق على هذه السلوكيات غير المشروعة مصطلحاً معيناً، على أن اللائحة التنفيذية للقانون أطلقت عليها مصطلح (الاحتيايل والتلاعب في البورصة)<sup>(42)</sup>، وهذا المصطلح لا يتّسم بالدقة الكافية؛ لأن كافة الممارسات غير المشروعة الأخرى تعد تلاعباً في البورصة، والأدق فيما نرى إطلاق مصطلح (الاحتيايل في تداولات أسعار الأوراق المالية). هذا بالإضافة إلى أن المشرع الكويتي توسّع في ذكر صور ممارسات التلاعب؛ ممّا يجعلها تتداخل بعضها مع

(42) ثمة فرق ما بين مصطلحي البورصة والأسواق المالية؛ لذا لم يوفق المشرع الكويتي في استخدام مصطلح البورصة، إذ كان عليه النص على الأسواق المالية، فالتلاعب في أسعار الأوراق المالية يمكن أن يكون أيضاً في سوق الإصدار. البورصة هي المكان أو القاعة المخصصة لتداول الأوراق المالية، في حين لا يقتصر مفهوم السوق المالية على سوق التداول، إذ يشمل أيضاً سوق الإصدار؛ أي إصدار الأوراق المالية؛ ومن ثم فإن البورصة جزء من السوق المالية، وليست هي السوق المالية. مبارك بن سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، رسالة دكتوراه، كلية الشريعة، الرياض، 1426هـ، ص 10.

بعض في كثير من الأحيان؛ لذا كان من الأفضل أن يضع القواعد العامة لحظر التلاعب في أسعار الأوراق المالية، تاركاً الخوض في التفاصيل إلى المستجدات التي تفرضها طبيعة الأسواق المالية.

## المطلب الثاني

### مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني

#### في الممارسات غير المشروعة

يحتل ركن الخطأ مكانة متميزة ضمن أركان المسؤولية المدنية، سواء العقدية أو التقصيرية، فهو نقطة البداية لتحقيق الأركان الأخرى للمسؤولية المدنية بوجه عام؛ ولذلك سوف نتناول مفهوم الخطأ بصورة موجزة وفقاً لأحكام المسؤولية المدنية، ومن ثم نوضح مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني في الممارسات غير المشروعة، وذلك على النحو الآتي:

## الفرع الأول

### مفهوم الخطأ في المسؤولية المدنية

لم تعرّف التشريعات المقارنة الخطأ؛ إذ تركت هذه المسألة برمتها للفقه والقضاء. ومن التعريفات الفقهية للخطأ هو أنه: الإخلال بالالتزام سابق، فإذا كان هذا الالتزام ناتجاً عن العقد، وصف بأنه خطأ عقدي؛ وإن كان الالتزام السابق هو التزاماً عاماً يقع على الجميع، وُصف الخطأ بأنه خطأ تقصيري<sup>(43)</sup>.

وتصدت محكمة التمييز الكويتية لتأطير المعيار العام في تحديد الخطأ التقصيري بما يأتي: «الخطأ الموجب للمسؤولية عن التعويض يتحقق بالانحراف عن السلوك المألوف وما يلتزم به الشخص العادي من اليقظة والتصبر حتى لا يضر بالغير في مثل الظروف المحيطة بالمنسوب إليه الخطأ»<sup>(44)</sup>. ومن ثم، يمكن تعريف الخطأ المدني في الممارسات

(43) عبد الرسول بهباني وجمال النكاس، الوجيز في النظرية العامة للالتزامات: مصادر الالتزام والإثبات، ط4، مؤسسة دار الكتب، دولة الكويت، 2014 - 2015، ص 228.

(44) الطعن رقم 240 - 2002 مدني، جلسة 2004/4/23، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة التمييز، القسم الخامس، المجلد الحادي عشر، مايو 2009، ص 51. والمعيار نفسه تبنته أيضاً محكمة النقض المصرية؛ إذ نصت على أن: «الخطأ الموجب للمسؤولية هو الانحراف عن السلوك العادي المألوف، وما يقتضيه من يقظة وتبصر حتى لا يضر بالغير». الحكم الصادر بتاريخ 1990/1/15، مجموعة أحكام النقض المصرية، س 40، عدد 1، ق 26، ص 115.

غير المشروعة بأنه: «انحراف المستثمر عن سلوكيات السوق وما يجب الالتزام به أثناء تداول الأوراق المالية لتحقيق كفاءة عمل البورصة وثقة المستثمرين»<sup>(45)</sup>.

ويثور هنا التساؤل الآتي: هل ارتكاب الممارسات غير المشروعة يستند إلى خطأ عقدي أو تقصيري؟ إن الإجابة عن هذا التساؤل ترجع إلى طبيعة العلاقة ما بين المسؤول عن الخطأ والمتضرر، فإن كانت تستند إلى العلاقة العقدية كأن يقوم الوسيط بإعطاء معلومات مضللة للعميل، فإن هذا الخطأ يعد خطأ عقدياً؛ وعليه تقوم المسؤولية العقدية. ولكن غالباً ما تكون الممارسات غير المشروعة قائمة على الخطأ التقصيري، وبصرف النظر عن أوجه الاختلاف ما بين كل من المسؤوليتين العقدية والتقصيرية، فإن كليهما تتطلبان إثبات الخطأ.

## الفرع الثاني

### تحليل مسألة استقلالية إثبات الخطأ المدني

#### في الممارسات غير المشروعة

تشكل العقوبات الجنائية للممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية الأساس القانوني للمتضرر في الأسواق المالية؛ إذ يمكنه أن يستند إليها في إثبات وجود الخطأ المدني. ويثور تساؤل لدينا بهذا الصدد حول مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني في الممارسات غير المشروعة؛ بمعنى آخر: هل يستطيع المتضرر من الممارسات غير المشروعة إثبات الخطأ المدني بصورة مستقلة عن العقوبة الجنائية أو الإدارية؟ إن الإجابة عن هذا التساؤل تكون بالإيجاب من الناحية النظرية؛ لأن الخطأ المدني له طبيعة مستقلة عن الممارسات غير المشروعة، فلا يشترط تحقق النية الاحتمالية لدى المسؤول عن الضرر، فمسؤوليته المدنية تقوم، سواء أكان متعمداً أو غير متعمد، ولا يشترط توافر صفة خاصة في المسؤول عن الضرر؛ كأن يكون مطلعاً على المعلومات الداخلية، فالمسؤولية المدنية تقوم ما دام قد ارتكب خطأ وتوافرت سائر أركانها الأخرى.

على أن التطبيق العملي يوضح لنا أن استقلالية إثبات الخطأ المدني في الممارسات غير المشروعة تكاد تكون منعدمة، ولاسيماً في حظر استغلال المعلومات الداخلية والتلاعب في أسعار الأوراق المالية، بخلاف نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة، وسوف نتناول هذه الصور تباعاً على النحو الآتي:

(45) خالد عطشان الضيفري، مرجع سابق، ص 42.

### 1. مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني في استغلال المعلومات الداخلية:

لا يخفى أن إثبات الخطأ المدني ممكن من الناحية النظرية بشكل مستقل عن استغلال المعلومات الداخلية؛ ذلك أن الخطأ المدني، وفقاً لما سبق إيضاحه، يتحقق عند انحراف المستثمر عن سلوكيات السوق وما يجب التزامه في أثناء تداول الأوراق المالية لتحقيق كفاءة عمل البورصة وثقة المستثمرين؛ ومن ثم لا يشترط توافر القصد الجنائي وشروط استغلال المعلومات الداخلية للقول بتحقيق الخطأ المدني، فأى انحراف للمستثمر عن سلوكيات الأسواق المالية يعد خطأً مدنياً. لكن هذا التأصيل نظري فقط، ولا يواكب الواقع العملي، فإذا لم يعاقب المسؤول جنائياً أو إدارياً نظير استغلاله للمعلومات الداخلية، فإن المستثمرين الآخرين لن يكونوا على علم بأن ثمة استغلالاً للمعلومات الداخلية من قبل مستثمر معين<sup>(46)</sup>.

ويرى الباحث أن الفرق ما بين استغلال المعلومات الداخلية والخطأ المدني المستقل يكاد يكون منعدماً؛ فالمعلومات التي يعتبرها المستثمر العقلاني ذات أهمية لاستخدامها في سوق الأوراق المالية يجب أن تكون محددة ومؤثرة في أسعار الأوراق المالية. وعليه؛ فإن المساحة المخصصة لخطأ مدني مستقل عن استغلال المعلومات الداخلية تكون ضئيلة جداً.

### 2. مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني في نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة:

يمكن إثبات الخطأ المدني في هذه الصورة من صور الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية بشكل مستقل عن جريمة نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة؛ فالمتضرر يعلم سلفاً الشخص الذي نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة. وبصرف النظر عن قيام المسؤولية الجنائية أو الإدارية، فإنه يستطيع أن يثبت هذا الخطأ بصورة مستقلة. وما يؤكد رأينا هذا هو صدور العديد من الأحكام القضائية من المحاكم المدنية في فرنسا بشأن تعويض المتضررين عن نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة في الأسواق المالية، بخلاف الصور الأخرى للممارسات غير المشروعة.

### 3. مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني في التلاعب في أسعار الأوراق المالية:

من الصعوبة القول: إن ثمة خطأً مدنياً يمكن إثباته بشكل مستقل عن التلاعب في أسعار الأوراق المالية؛ فمن الناحية العملية الفرق ما بين المضاربة المشروعة في الأسواق المالية والتلاعب في أسعار الأوراق المالية هو القصد الجنائي الذي يعتمد على النية الاحتمالية للمستثمر، فهذه النية الاحتمالية هي التي تميز أوامر سوق الأوراق المالية العادية عن

(46) Johan Prorok, op. Cit., p. 50

الأوامر التي تهدف إلى إعاقة عمل السوق أو التلاعب به<sup>(47)</sup>.

يضاف إلى ما سلف أن ثمة صعوباتٍ أخرى تواجه المتضرر في إثبات (ركن الخطأ) تتمثل في الآتي:

أ. وجود التقنية الفنية في بورصة الأوراق المالية؛ فالتعامل في البورصة يتم على قيم منقولة متداولة على الشاشة دون تحديد هوية البائع والمشتري نظراً لكونها تعاملات غير شخصية تتسم بالكثافة وبصفة غير منتظمة؛ وهذا ما يؤدي إلى صعوبة تحديد هوية المتعامل وصفته<sup>(48)</sup>.

ب. طبيعة الأسواق المالية يتحمل فيها المستثمرون والمتعاملون بعض المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة<sup>(49)</sup>.

ج. عدم قدرة المتضرر على الحصول على المستندات والوثائق التي تكون لدى الغير أو لدى هيئات الأسواق المالية<sup>(50)</sup>. فالادعاء المدني أمام الجهة القضائية يختلف عن الادعاء الجنائي الذي يقع فيه عبء إثبات هذه الجرائم على النيابة العامة.

ولذلك، فإن من الفقه من ذهب - عن حق - إلى أن تكون الملفات والمستندات الخاصة بالمسؤول عن الممارسات غير المشروعة غير سرية في مواجهة المحكمة المدنية؛ بحيث يزود القاضي بكافة هذه المستندات؛ بغية تخفيف عبء الإثبات على المتضرر<sup>(51)</sup>. وإزاء تلك الصعوبات التي تواجه المتضرر في إثبات ركن الخطأ؛ فإننا نطرح عدة تساؤلات: هل من الممكن افتراض الخطأ في الممارسات غير المشروعة؟ وهل تطبيق نظرية المسؤولية الموضوعية في الأسواق المالية ممكن؟

(47) Ibid, p. 51

(48) أحمد عبد الرحمن اللحيم، مرجع سابق، ص 70.

(49) تتميز المخاطر المنتظمة بأنها عامة على جميع القيم المنقولة ويصعب التخلص منها أو تخفيضها؛ كالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، بخلاف المخاطر غير المنتظمة التي يمكن تخفيضها أو تجنبها عن طريق تكوين محفظة استثمارية موزعة على أصول مختلفة. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 229.

(50) Gatchoup Thinda Désiré, Droit commun de l'indemnisation des victimes des préjudices nés d'infractions boursières: le cas de Cameroun, Revue de l'ERSUMA, Ecole Régionale Supérieure de la magistrature, Yaoundé, Cameroun, n°3, 2013, p. 19.

(51) Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, 25 janvier 2011, disponible sur le site de l'AMF: www.amf-france.org, Accessed on 26/7/2021.

ذهب جانب من الفقه إلى ضرورة تطبيق نظرية الخطأ المفترض؛ من خلال وضع قرينة قانونية بسيطة لافتراض الخطأ من جانب فئة المطلعين في استغلال المعلومات الداخلية<sup>(52)</sup>. لكن هذا الأمر لم يلق قبولاً لدى الجانب الآخر من الفقه وهو ما يؤيده الباحث؛ إذ ذهب هذا الجانب إلى أنه لا يمكن افتراض الخطأ في الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؛ فهي تنطوي على عقوبات جنائية، والقول بذلك يعد خروجاً صارخاً على «قرينة البراءة» التي تُعدّ أصلاً ثابتاً في جل دساتير العالم، وبمقتضاها يُفسَّرُ الشك لصالح المتهم<sup>(53)</sup>. وعليه؛ فإن افتراض الخطأ في الممارسات غير المشروعة لا يستقيم مع مبادئ القانون الجنائي.

وأما بشأن مدى ملاءمة تطبيق نظرية المسؤولية الموضوعية في الأسواق المالية؛ فإن طبيعة عمل الأسواق المالية تقوم على عنصر المخاطرة؛ وهذا ما يُستَبَدُّ معه تطبيق نظرية المسؤولية الموضوعية عن الأضرار الناشئة في الأسواق المالية، فما دام المستثمر يقبل المخاطرة بالدخول في صفقة من شأنها أن تؤدي إلى خسارة، فإن الضرر الذي يستوجب التعويض عنه يجب أن يكون بالضرورة نتيجة ارتكاب خطأ<sup>(54)</sup>.

ويرى الباحث أن الحل الملائم في مواجهة هذه المشكلة يكمن في إعادة النظر بدور هيئات الأسواق المالية؛ من خلال تحقيق التوازن القانوني ما بين دور الهيئة في فرض العقوبات وتعويض المتضررين من الممارسات غير المشروعة؛ كأن تقوم بالصلاح أو الوساطة بين المسؤول والمتضرر من هذه الممارسات<sup>(55)</sup>، أو منحها سلطة مباشرة لتعويض المتضررين في الأسواق المالية أسوة بالمشرع البريطاني الذي منح هيئة السلوك (FCA) بموجب القانون FSMA 2000 صلاحيات تتمثل في: «فرض عقوبة مالية غير محدودة، والقيام بإصدار إعلان عام يفيد بأن الشخص قد تورط في ارتكاب جريمة من جرائم الأسواق

(52) Claude Garcin, op.Cit., p. 519.

(53) Matsopoulous Haritini, Délit d'initié: la présumé "mauvaise foi d'un investisseur", Revue des Sociétés, Dalloz, n°3, mars 2012, p. 180.

(54) Véronika Sheykova, op. cit., p. 100.

(55) أفرزت التطورات المعاصرة في الآونة الأخيرة ما يطلق عليه اصطلاحاً العدالة الجنائية التصالحية (Restorative Justice)، ويعد هذا نمطاً مستحدثاً لحل النزاع الجنائي ذي الطبيعة الاقتصادية عوضاً عن اللجوء إلى القضاء؛ وذلك بهدف ضمان جبر الضرر الناتج عن الجريمة المرتكبة، من خلال وصول جهة الإدارة المعنية والمتهم إلى حل يرضي كافة الأطراف.

Yannik Joseph Ratineau, La privatisation de la répression pénale, Thèse de doctorat, Université de Aix Marseille, France, décembre 2013, p. 01.

المالية<sup>(56)</sup>، وأخيراً المطالبة بدفع تعويض للضحايا<sup>(57)</sup>.

واستناداً إلى المادة (384) من قانون الخدمات والأسواق المالية لعام 2000 ("FSMA")، ألزمت هيئة أسواق المال البريطانية ("FCA") شركة Tesco Stores Limited بدفع تعويضات للمستثمرين الذين تعرّضوا لخسارة نتيجة نشر الشركة في 29 أغسطس 2014 معلومات خاطئة تتمثل في أن الأرباح المتوقعة للتداول في الأشهر الستة القادمة 1.1 مليار جنيه إسترليني. وفي 22 سبتمبر 2014، نشرت معلومات أخرى بأن مقدار الأرباح المتوقعة 76 مليون جنيه إسترليني؛ مما ترتّب عليه انخفاض أسعار أسهم هذه الشركة وسنداتها. وقد اعتبرت هيئة السلوك المالي (FCA) أن المعلومات التي نُشرت في 29 أغسطس 2014 أعطت انطباعاً خاطئاً أو مضللاً فيما يتعلق بقيمة الأسهم والسندات في شركة Tesco. وألزمت الشركة بدفع تعويض للمتضررين بمبلغ مقداره 128.992.500 جنيه إسترليني<sup>(58)</sup>.

وهذا النهج ليس دخلياً على النظام القانوني في دولة الكويت؛ إذ منح المشرّع هيئة أسواق المال الحق في التصالح مع المتهم بشأن جرائم أسواق المال<sup>(59)</sup>؛ فمن باب أولى قيامها بالوساطة بين المضرور والمسؤول عن الممارسات غير المشروعة، أو منحها سلطة مباشرة لتعويض المتضررين في الأسواق المالية من خلال سنّ تنظيم قانوني بذلك كما هو الحال لدى المشرّع البريطاني.

ومن الملاحظ أن دور هيئة أسواق المال في دولة الكويت، وفقاً لنظامها القانوني، يركز حصرياً على كشف جرائم أسواق المال ومنع وقوعها، وليس لديها دور يُذكر بشأن تعويض

(56) Financial Services and Markets Act 2000, Section 123, Power to impose penalties or issue censure, stated that: 2) The FCA's power under this subsection is a power to impose a penalty of such amount as it considers appropriate on the person.(3)The FCA may, instead of imposing a penalty on a person, publish a statement censuring the person".

(57) Ibid (FSMA 2000) at section 384.

(58) للمزيد من التفاصيل؛ انظر: قرار هيئة الأسواق المالية البريطانية «FCA» الصادر بحق شركة Tesco Stores Limited المنشور على موقعها الإلكتروني.

<https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/tesco-2017.pdf>, Accessed on 27/7/2021.

(59) نصت عليه المادة (131) من القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية على أنه: «يجوز للهيئة، في أي مرحلة من مراحل الدعوى الجزائية وإلى أن يصدر فيها حكم بات، عرض الصلح أو القبول به مع أي شخص ارتكب إحدى الجرائم المنصوص عليها في هذا القانون؛ وذلك مقابل أداء مبلغ لا يقل عن الحد الأدنى للفرامة المقررة ولا يزيد على حدّها الأقصى. ويشترط للصلح في الجرائم المنصوص عليها في المواد: (122، 124، 126، 127)، إضافة إلى دفع المقابل المشار إليه، رد قيمة أي منفعة محققة أو خسائر تم تجنبها، وألا يكون المتهم عائداً. وتحدد الهيئة المهلة التي يجب خلالها على المتهم استيفاء شروط الصلح طبقاً للقواعد المتقدمة. وفي حال إتمام الصلح، تنقضي الدعوى الجزائية».



ضحايا الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية. وبالنظر إلى الأموال التي تحصل عليها هيئة أسواق المال في دولة الكويت، سواء من خلال فرض عقوبات مالية أو التصالح مع المتهم، فكلها تعود إلى الهيئة<sup>(60)</sup>، ولا ينظر إلى ضحايا الممارسات غير مشروعة إطلاقاً.

في السياق نفسه، انتقد الفقه الفرنسي أيضاً دور هيئة أسواق المال الفرنسية من حيث إنها تهدف إلى حماية الاستثمار لا المستثمرين؛ إذ إن دورها ينحصر في الكشف عن الجرائم الجنائية في الأسواق المالية وملاحقة مرتكبيها، وليس لها دور في الدعاوى المدنية<sup>(61)</sup>. ولذلك، فإننا نُهيب بكل من المشرعين الكويتي والفرنسي إلى إعادة النظر في دور هيئات أسواق المال، ومنحها سلطة مباشرة لتعويض المستثمرين المتضررين من الممارسات غير المشروعة، لاسيما أننا في عصر عولمة الاستثمارات المالية والتدفقات المالية العابرة للحدود؛ فالأمر لا يقتصر على جذب رؤوس أموال جديدة بقدر المحافظة على وجودها؛ فتادياً لهروبها إلى أسواق مالية أخرى توفر لها فرصاً استثمارية وحماية أفضل.

(60) تنص المادة (19) من القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية على ما يأتي: «تكون الموارد المالية للهيئة من أموال الرسوم التي يقررها هذا القانون ولوائحه، ويتم تحصيلها لحساب الهيئة، وما يخص لها من ميزانية الدولة أو أي موارد أخرى تتحصل من ممارسة نشاطها أو توظيف احتياطياتها».

(61) Véronika Sheykova, op. Cit., p. 164.

## المبحث الثاني

### الضرر وعلاقة السببية وأثرهما في الممارسات

#### غير المشروعة

بعد إثبات المستثمر المتضرر رُكْنَ الخطأ، يبقى أمامه إثبات ركني الضرر والعلاقة السببية؛ لتكتمل بذلك أركان المسؤولية. بالحديث عن ركن الضرر، نجد أن الشروط الواجب توافرها في الضرر الناجم عن الممارسات غير المشروعة تستقي مضمونها من القواعد العامة للضرر في المسؤولية المدنية، لكن طبيعة الأسواق المالية تفرض صعوبات أمام المتضرر بشأن إثبات ركن الضرر. وتثور بهذا الشأن عدة تساؤلات: هل يستطيع المساهم رَفَع دعوى فردية على إدارة الشركة في حال ارتكابها إحدى صور الممارسات غير المشروعة أو أن ذلك الحق تستأثر به الشركة وفقاً لشرط شخصية الضرر؟ ومن المتصور أن يكون الضرر الذي لحق بالمستثمر يتمثل في الاحتفاظ بالأوراق المالية؛ فهل يستحق التعويض استناداً إلى نظرية التعويض عن فوات الفرصة أو أن الضرر غير محقق الوجود؟

وأما بخصوص العلاقة السببية، فيجب على المستثمر أيضاً أن يثبت أنه اعتمد في قراره الاستثماري على الممارسات غير المشروعة؛ مما تسبب له بالضرر. وعليه؛ فإن المشكلة الأساسية التي تبقى مطروحة تكمن في إثبات العلاقة السببية؛ لكونها هي أيضاً ترتبط على نحو وثيق بـ «مخاطر الأسواق المالية»، وأحياناً لا تظهر للقاضي على نحو واضح كما سنرى فيما يأتي.

وإزاء تلك الصعوبات التي تعترى تطبيق كل من ركني الضرر والعلاقة السببية لتعويض المتضررين في الأسواق المالية؛ فإنه سيتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين اثنين كما يأتي:

المطلب الأول: الصعوبات المتعلقة بإثبات ركن الضرر

المطلب الثاني: الصعوبات المتعلقة بإثبات علاقة السببية

## المطلب الأول

### الصعوبات المتعلقة بإثبات ركن الضرر

يرتبط التعويض وجوداً وعدمياً بتحقق الضرر؛ فلا يكون التعويض إلا إذا تحقق الضرر وفقاً للشروط المقررة قانوناً. ونميّز في هذه الحالة ما بين الضرر العقدي والضرر التقصيري؛ ففي الأول ينحصر التعويض في شخص الدائن بحكم أنه المتضرر المباشر بفعل الإخلال الذي ارتكبه المدين، وأما في الثاني فإن التعويض عن الضرر يشمل جميع من أضر بهم المسؤول عن الخطأ، وهذا لا يعني أنّ من حق الجميع المطالبة بالتعويض؛ فالأمر يقتصر فقط على المضرور المباشر لارتباط ذلك بمصلحته.

لما سلف؛ فإنه سيتم التطرق إلى المقصود بالضرر في الأسواق المالية وشروطه المستمدة من القواعد العامة للمسؤولية المدنية (الفرع الأول)؛ ومن ثم يتم تناول الصعوبات المتعلقة بإثبات ركن الضرر في الممارسات غير المشروعة (الفرع الثاني)؛ وذلك على النحو الآتي:

## الفرع الأول

### المقصود بالضرر في الأسواق المالية وشروطه

يستدعي البحث في الضرر بوصفه ركناً من أركان المسؤولية المدنية لتعويض المستثمر عن الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية - استجلاءً معناه العام، وفقاً للقواعد العامة المقررة في المسؤولية المدنية. ويلاحظ في هذا الشأن أن التشريعات المقارنة لم تعرّف ماهية الضرر في نطاق النظرية العامة للمسؤولية المدنية<sup>(62)</sup>؛ إذ اقتصر التنظيم القانوني على شروط الضرر وأنواعه. ويعرّف الفقه الضرر في المسؤولية المدنية بوجه عام بأنه: «كل أذى أو خسارة تلحق المضرور في جسمه أو ماله أو اعتباره، يستوي في ذلك أن تتحقق الخسارة إثر الاعتداء على حق من حقوق المضرور، أو الاعتداء على مصلحة مشروعة يحميها القانون»<sup>(63)</sup>.

(62) عرّفت محكمة النقض المصرية الضرر في حكم لها بأنه: «المساس في مصلحة مشروعة للمضرور في شخصه أو ماله، إما بالإخلال بحق ثابت يكفله القانون أو بمصلحة مالية له». نقض مدني مصري، 22 فبراير 1994، مجموعة المكتب الفني، السنة 40، العدد 2، ص 5.

(63) إبراهيم الدسوقي أبو الليل، المسؤولية المدنية والإثراء دون سبب: دراسة للمصادر غير الإرادية للائتمام وفقاً للقانون المدني الكويتي، مؤسسة دار الكتب، دولة الكويت، 1998، ص 84.

وفي ضوء ما سبق؛ فإنني أرجح تعريف الضرر الناشئ عن الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية على النحو الآتي: «كل ما يصيب المستثمر في الأوراق المالية من أذى في حق من حقوقه أو في مصلحة من مصالحه المشروعة؛ نتيجة الممارسات غير المشروعة المخلة بشفافية الأسواق المالية».

وأما أنواع الضرر؛ فإنه ينقسم وفقاً للقواعد العامة في المسؤولية المدنية إلى نوعين: مادي ومعنوي. وسيتم تناول تطبيق كل منهما في الأسواق المالية كما يأتي:

#### أ. الضرر المادي:

هو الذي يصيب الإنسان إما في ذمته المالية، وإما في جسمه<sup>(64)</sup>. ومن البديهي أن الضرر في عمليات البورصة يقتصر فقط على الضرر الذي يصيب الذمة المالية دون ذلك الذي يصيب جسم الشخص.

#### ب. الضرر المعنوي:

الضرر المعنوي أو الضرر الأدبي<sup>(65)</sup> في إطار عمليات البورصة هو في جانب معنوي غير مالي؛ كما لو تعلق الأمر بالسمعة التجارية. وتطبيقاً لذلك؛ قرر القضاء الفرنسي في قضية ريجينا روبنز Regina Rubens مبلغاً مقداره مئة ألف يورو تعويضاً للشركة عن فقدان ثقة مساهميها وثقة البنوك التي تتعامل معها جراء المعلومات الخاطئة التي نشرت حول وضعها المالي<sup>(66)</sup>.

وعلى الرغم من أن الضرر يمثل جوهر المسؤولية المدنية؛ فليس كل ضرر يستوجب التعويض عنه، إذ يجب أن تتوافر فيه شروط محددة، وهذه الشروط مستمدة من القواعد العامة المقررة في المسؤولية المدنية، وسوف نوجزها تباعاً على النحو الآتي:

(64) عبد العزيز اللصاصمة، المسؤولية المدنية التقصيرية: الفعل الضار، دار الثقافة للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص 62.

(65) عرّفت المادة (231) من المرسوم بقانون رقم 67 لسنة 1980 بإصدار القانون المدني الكويتي - الضرر الأدبي؛ بأنه: «1. يتناول التعويض عن العمل غير المشروع الضرر، ولو كان أدبياً. 2. ويشمل الضرر الأدبي، على الأخص، ما يلحق الشخص من أذى حسي أو نفسي؛ نتيجة المساس بحياته، أو بجسمه، أو بحريته، أو بعرضه، أو بشرفه، أو بسمعته، أو بمركزه الاجتماعي، أو الأدبي، أو باعتباره المالي. كما يشمل الضرر الأدبي كذلك ما يستشعر الشخص من الحزن والأسى وما يفتقده من عاطفة الحب والحنان نتيجة موت عزيز عليه. 3. ومع ذلك، لا يجوز الحكم بالتعويض عن الضرر الأدبي الناشئ عن الوفاة إلا للأزواج والأقارب إلى الدرجة الثانية».

(66) A Paris, 14 sept. 2007, n° 07/01477 "affaire Regina Rubens cité in: Didier Martin, Réparation (intégrale) des préjudices boursiers: sortons du brouillard, in Mélanges AEDBF-France VI, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013, p. 407.

1. أن يكون الضرر قد أصاب مصلحة مشروعة<sup>(67)</sup>؛

يعني هذا الشرط مشروعية المصالح التي اعتُديَ عليها<sup>(68)</sup>؛ فإذا كانت المصلحة المُدعى الاعتداءً عليها مخالفةً للقانون أو النظام العام، تكون غير مشروعة؛ ومن ثم لا تستحق التعويض عنها<sup>(69)</sup>. مثال ذلك إذا لم ينفذ الوسيط أمر العميل الذي يستغل معلومات داخلية لم تصل إلى علم الجمهور، فإنَّ العميل وإن كان قد أصابه ضرر يتمثل بعدم شراء الأسهم بالسعر المناسب، لكنّه لا يستطيع أن يطالب الوسيط بالتعويض؛ لأن مصلحة العميل غير مشروعة من الأساس لارتكابه جريمة استغلال المعلومات الداخلية<sup>(70)</sup>.

2. أن يكون الضرر شخصياً؛

يجب أن يترتب على الضرر إخلالٌ بحقٍّ أو مصلحة شخصية للمضرور، فلا يستطيع الشخص أن يطالب بالتعويض عن ضرر قد أصاب غيره إلا إذا كان نائباً عنه؛ فالمطالبة بالتعويض تقتصر فقط على المضرور المباشر لارتباط ذلك بمصلحته<sup>(71)</sup>.

3. أن يكون الضرر مباشراً<sup>(72)</sup>؛

يُقصد بالضرر المباشر أن يكون الضرر نتيجةً طبيعيةً للخطأ المرتكب، بحيث إذا لم يكن للضرر أي علاقة مباشرة بالخطأ، لا يستوجب التعويض عنه. هذا ما نص عليه المشرع الكويتي بموجب المادة (230) من مرسوم بالقانون رقم 67 لسنة 1980 بإصدار القانون المدني الكويتي؛ إذ جاء فيها أنه: «1- يتحدد الضرر الذي يلتزم المسؤول عن العمل غير المشروع ... طالما كان ذلك نتيجةً طبيعيةً للعمل غير المشروع». وبتطبيق هذا الشرط

(67) انتقد البروفيسور لو تورنو (P. Le Tourneau) شرط المشروعية؛ فذهب إلى أن: «التعويض ينبع من الضرر؛ ولذلك من المستحسن إصلاح جميع الأضرار دون إصدار حكم لتقييم سلوك الضحية هل هو قانوني أو غير قانوني. ويرى الباحث خلاف ما سبق؛ لأن التعويض ما هو إلا انعكاس عن الحماية القانونية. انظر:

P. Le Tourneau, op. Cit., n° 1392; Véronika Sheykova, op. Cit., p. 64.

(68) رفضت محكمة النقض الفرنسية منح المجني عليه الذي تعرّض لحادث مروري منعه عن ممارسة نشاطه المهني - التعويض عن أجره مقابل الأنشطة التي كان يقوم بها في وضع غير قانوني؛ وقصرت التعويض على راتبه المعلن فقط. وأشارت محكمة النقض الفرنسية إلى الآتي: «لا يمكن للضحية الحصول على تعويض عن خسارة أجره إلا إذا كان ذلك الأجر قانونياً».

2<sup>ème</sup> civ. 24 janvier 2002, n° de pourvoi: Patrice Jourdain, «Les nouveaux usages de la perte de chance», RTD Civ., 2010, p. 306.

(69) إبراهيم الدسوقي أبو الليل، مرجع سابق، ص 101.

(70) V. Véronika Sheykova, op. Cit., p. 66.

(71) عبد العزيز اللصاصمة، مرجع سابق، ص 84 - 85.

(72) يرتبط هذا الشرط (أن يكون الضرر مباشراً لاستحقاق التعويض) بالركن الثالث من أركان المسؤولية المدنية، وهو العلاقة السببية.

على الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، نجد أن محكمة النقض الفرنسية ذهبت إلى أن نشر معلومات خاطئة ومضللة عن الميزانية السنوية بشأن شركة مساهمة عامة ينتج عنه ضرر مباشر للشركة المعنية<sup>(73)</sup>.

#### 4. أن يكون الضرر محققاً:

الضرر المحقق هو الضرر الذي يكون قد وقع بالفعل، أو أنه حتمي الوقوع في المستقبل بحكم أنه تطور طبيعي للضرر الحالي<sup>(74)</sup>، وهو ما يسمى بالضرر المستقبلي «Le dommage future»<sup>(75)</sup>. وتطبيقاً لذلك؛ قضت محكمة الاستئناف في باريس بتاريخ 18 ديسمبر 1995 بمنح المستثمر المتضرر تعويضاً عن الضرر الناجم عن شراء الأوراق المالية بعد نشر معلومات مضللة؛ لأن الضرر الناشئ هو ضرر محقق الوجود يتمثل في فرق القيمة للورقة المالية بين المسار الطبيعي لها وقيمتها بعد نشر المعلومات المضللة<sup>(76)</sup>.

## الفرع الثاني

### الصعوبات المتعلقة بإثبات ركن الضرر

#### في الممارسات غير المشروعة

لا تقف الصعوبات التي تصطدم مع القواعد العامة في المسؤولية المدنية بشأن ركن الضرر عند الشروط الموضوعية التي يلزم توافرها فيه؛ إذ إن ثمة خاصيةً أخرى جديرةً بالاهتمام تتمثل في أن الضرر في الأسواق المالية يأخذ في كثير من الأحيان طابعاً جماعياً، لذا سيتم تناول هذه الصعوبات تباعاً على النحو الآتي:

(73) Cass. Con., 29 nov. 2000, n° 99-80324, cité in: Didier Martin, op.cit., p. 405.

(74) وفي المعنى نفسه، ذهبت محكمة النقض المصرية إلى أن: «الضرر يكون محققاً إذا كان واقعاً فعلاً، أو كان سيقع حتماً في المستقبل». نقض مدني مصري 13 مايو 1965، المجموعة الرسمية لأحكام محكمة النقض المصرية، ع 16، ص 570، رقم 93. نقلاً عن: إبراهيم الدسوقي أبو الليل، مرجع سابق، ص 95.

(75) الضرر المستقبلي هو الضرر الذي لم يتحقق بعد، لكن تحقيقه مؤكد بحكم أنه تطور طبيعي للضرر الحالي. للمزيد من التفاصيل؛ انظر:

«Un préjudice qui n'est pas encore réalisé peut justifier une condamnation actuelle si sa réalisation est dès maintenant certaine, parce qu'il sera le développement certain d'un préjudice actuel en évolution» V. Marcel Planiol et Georges Ripert, Traité pratique de droit civil, T. VI, Les obligations, n° 544, 2015, p. 746.

(76) CA Paris, 18 décembre 1995, affaire Landauer, Banque & Droit, juillet-août 1996, n°48, p. 35, obs: Hubert de Vauplane & Odile Simart, op. cit., p. 20.

## 1. الصعوبات المتعلقة بأن يكون الضرر شخصياً:

تكمن المشكلة القانونية في هذا الشرط في حال ارتكاب إدارة الشركة ممارسات غير مشروعة ترتب عليها انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية؛ فهل هذا الضرر يشكل ضرراً خاصاً بالشركة مصدرة الأسهم أو ضرراً فردياً بالمساهمين<sup>(77)</sup>؟

تتطلب الإجابة عن هذا التساؤل التفرقة ما بين الضرر الذي يصيب الشركة والضرر الشخصي للمساهم؛ فوفقاً لما نص عليه المشرع الكويتي في المادة (201) من القانون رقم 1 لسنة 2016 بإصدار قانون الشركات؛ فإن: «رئيس مجلس الإدارة وأعضاء مسؤولون تجاه الشركة والمساهمين والغير عن جميع أعمال الغش وإساءة استعمال السلطة، وعن كل مخالفة للقانون أو لعقد الشركة، عن الخطأ في الإدارة»<sup>(78)</sup>.

واستطرد المشرع الكويتي بالتفرقة ما بين الأضرار التي تلحق الشركة والأضرار التي تصيب المساهمين؛ فالشركة هي صاحبة الحق في المطالبة بالتعويض عن الممارسات غير المشروعة، ترفع الدعوى باسمها، ويحكم بالتعويض لها<sup>(79)</sup>. أما بالنسبة للمساهم، فيحق له رفع دعوى تعويض نيابة عن الشركة بشرط اختصام الشركة ليحكم لها بالتعويض إن كان له مقتضى، كما يجوز له رفع دعوى شخصية إذا كان الخطأ قد ألحق به ضرراً منفصلاً عن الضرر الذي أصاب الشركة؛ كأن يمس حقاً شخصياً له من مثل حقه في التصويت<sup>(80)</sup>.

وهذا النهج أتبعه القضاء الفرنسي<sup>(81)</sup> الذي قرر أن المساهمين في شركة المساهمة العامة يجب عليهم إثبات تعرضهم لضرر شخصي مستقل عن الضرر الذي أصاب الشركة؛ فلا

(77) خالد عطشان الضيفري، مرجع سابق، ص 66.

(78) المادة (201) من القانون رقم 1 لسنة 2016 بإصدار قانون الشركات، جريدة الكويت اليوم، ملحق العدد 1273، السنة الثانية والستون.

(79) نصت المادة (202) من القانون رقم 1 لسنة 2016 بشأن قانون الشركات على أن: «للشركة أن ترفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة بسبب الأخطاء التي تنشأ عنها أضرار للشركة...».

(80) المادة (204) من القانون رقم 1 لسنة 2016 بشأن قانون الشركات الكويتي.

(81) تؤكد الأحكام القضائية في فرنسا باستمرار - رفض الدعوى الفردية من قبل المساهم بالقول: إنه «لا يمكن للمساهم في الشركة اتخاذ إجراءات قانونية ضد أحد المديرين كتعويض عن الضرر الشخصي، إلا إذا كان قد تعرض لإجحاف مختلف عن الضرر الذي يلحق بالشركة».

«La jurisprudence rappelle de manière constante que sur le fondement de l'action individuelle», l'actionnaire d'une société ne peut agir en justice à l'encontre d'un administrateur, en réparation d'un préjudice personnel, que s'il a subi un préjudice distinct de celui de la société». V. Cass. civ., 26 nov. 1912, D. 1913, 377, note Thaller; Cass. com., 26 janv. 1970, n° 787-6714, Bull. civ. IV, n° 30; Cass. com., 15 janv. 2002, n° 886-9710, Revue de Jurisprudence de Droit des affaires (RJDA) 6/02 n° 650, Cass. com., 21 sept. 2004, n° 663-0312, inédit.

ينبغي الحكم لهم بالتعويض في حالة تعرّض أسهم الشركة للانخفاض بسبب تراجع نشاطها إثر ارتكاب الممارسات غير المشروعة<sup>(82)</sup>.

وأيد بعض الفقه الفرنسي هذه الأحكام القضائية التي تحظر إقامة المساهم (الشريك) الدعوى الفردية؛ مبرّرين ذلك بأن انخفاض قيمة الأوراق المالية هو فقط انعكاس لانخفاض أصول الشركة، فالشركة هي التي لحق بها الضرر، وأما حقوق المساهم (الشريك) فلن تتأثر، وسوف تستمر الأوراق المالية في منح الامتيازات نفسها له؛ من مثل (حق التصويت، وحق توزيع الأرباح، وما إلى ذلك)<sup>(83)</sup>.

وفي المقابل، اعترض جانب آخر من الفقه الفرنسي على حرمان المساهم (الشريك) من حقه في رفع دعوى فردية للحصول على التعويض، وهنا انقسم الفقه الفرنسي إلى فريقين، واستند كل فريق إلى تأسيس قانوني مختلف؛ فذهب الفريق الأول إلى أن الضرر يصيب المساهم شخصياً لا الشركة، ذلك أن الأخطاء الصادرة عن إدارة الشركة والتي تتمثل في نشر معلومات غير صحيحة أو غيرها من صور الممارسات غير المشروعة - تمثل ضرراً فردياً يصيب المساهم، فانخفاض قيمة الأوراق المالية له انعكاسات مباشرة على الذمة المالية للمساهمين، ولن يؤثر في أصول الشركة<sup>(84)</sup>.

أما الفريق الثاني - الذي يشاطره الباحث الرأى - فذهب إلى القول بأنه لا ينبغي حرمان الأشخاص الآخرين (المساهمين) غير الضحية المباشرة للضرر (الشركة) من التعويض؛ لأنهم لا يتمتعون بالصفة الشخصية لمطالبة صاحب الخطأ<sup>(85)</sup>. فالضرر الذي يصيب المساهمين هو ضرر مرتدّ يجب التعويض عنه، كما هو الحال مع أقرباء الشخص المتوفى الذين تأثروا شخصياً بوفاته<sup>(86)</sup>. ويُقصد بالضرر المرتدّ ذلك الضرر الذي يصيب شخصاً آخر غير المضرور الأصلي؛ نتيجة ما لحق هذا الأخير من ضرر؛ أي: ارتداداً وانعكاساً له، فهو ضرر تبعي ترتّب تبعاً للضرر الأصلي.

(82) Cass. Con., 29 nov. 2000, n° 99 -80324, cité in: Didier Martin, op. cit., p. 405.

(83) Jean Hallouin, Distinction action sociale - action individuelle: la perte de valeur des droits sociaux à la suite d'un dommage subi par la société n'est pas un préjudice personnel distinct du préjudice social, D. 1998, p. 180.

(84) Sophie Schiller, L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée, Rev. Droit des sociétés, Dalloz, Paris, août-septembre 2009, p. 6.

(85) François Terré et Yves Lequette et Philippe Simler, Droit civil - Les obligations, 12 éd., Dalloz, Paris, 2018, p. 689.

(86) Frédéric Bélot, Le préjudice économique de l'associé victime de la dépréciation de ses titres, PA, 26 avril 2006, n°83, p. 6.



وفي ضوء ذلك، تبرز الحاجة إلى نص قانوني خاص في التشريع الكويتي يعطي الحق للمساهم (الشريك) في رفع الدعوى الفردية للحصول على التعويض عند ارتكاب إدارة الشركة ممارسات غير مشروعة في الأسواق المالية؛ وذلك باعتباره ضرراً مرتداً ينعكس عليه مباشرة، فأنخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية يمس الذمة المالية للمساهم، وليس فقط الشركة المصدرة للأسهم، وذلك أسوة بما قرره المشرع الكويتي بموجب المادة (231) من مرسوم بالقانون رقم 67 لسنة 1980 بإصدار القانون المدني الكويتي بشأن الضرر المرتد؛ فقد أعطى الحق بالتعويض عن الضرر الأدبي الناشئ عن الوفاة للأزواج والأقارب إلى الدرجة الثانية<sup>(87)</sup>.

## 2. الصعوبات المتعلقة بأن يكون الضرر محققاً:

تتمثل المشكلة القانونية بالنسبة لهذا الشرط في أن ارتكاب الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية سيؤثر حتماً في قرار المساهم على صور ثلاثة: إما شراء الأوراق المالية، وإما بيعها، وإما الاحتفاظ بها؛ وهذا القرار الأخير كان محل خلاف لدى القضاء الفرنسي. وهنا يثور تساؤل بهذا الصدد: هل يستحق المستثمر التعويض عن الأضرار التي لحقت به في حال احتفاظه بالأوراق المالية نتيجة الممارسات غير المشروعة أو أنه لا يستحق التعويض لأن الضرر غير محقق؟

كان القضاء الفرنسي يقر بأحقية المستثمر في التعويض نظير قيامه بعمليات شراء أو بيع للأوراق المالية فقط نتيجة نشر المعلومات المضللة، معتبراً أن الضرر في هاتين الحالتين ضرر حقيقي مؤكّد يستحق التعويض عنه كما تم بيان ذلك سابقاً. فقد صدر أول حكم قضائي في فرنسا يقرر تعويض ضحايا الممارسات غير المشروعة في تاريخ 15 مارس 1993 من الدائرة الجنائية لمحكمة النقض الفرنسية، ويؤيد الحكم الصادر في 15 يناير 1992 من محكمة استئناف باريس في قضية Société Générale de Foundry<sup>(88)</sup>، فقد ذهبت المحكمة إلى أحقية المستثمر بالتعويض عن الضرر الذي لحق به نتيجة شرائه للأسهم بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية؛ بسبب نشر المعلومات المضللة. فالضرر

(87) تنص المادة (231) من المرسوم بالقانون رقم 67 لسنة 1980 بإصدار القانون المدني الكويتي - على ما يأتي: «1. يتناول التعويض عن العمل غير المشروع الضرر ولو كان أدبياً. 2. ويشمل الضرر الأدبي على الأخص ما يلحق الشخص من أذى حسي أو نفسي؛ نتيجة المساس بحياته، أو بجسمه، أو بحريته أو بعرضه أو بشرفه أو بسمعته أو بمركزه الاجتماعي أو الأدبي أو باعتباره المالي. كما يشمل الضرر الأدبي كذلك ما يستشعره الشخص من الحزن والأسى وما يفترقه من عاطفة الحب والحنان نتيجة موت عزيز عليه. 3. ومع ذلك، لا يجوز الحكم بالتعويض عن الضرر الأدبي الناشئ عن الوفاة إلا للأزواج والأقارب إلى الدرجة الثانية».

(88) CA Paris, 15 janvier 1992, 9è ch., Frédéric Peltier, op. cit., p. 958.

المستحق للتعويض هو الناشئ عن (فرق القيمة للورقة المالية بين المسار الطبيعي لها وقيمتها بعد نشر المعلومات المضللة)<sup>(89)</sup>، وهو ضرر محقق وينتج مباشرة عن الجريمة<sup>(90)</sup>.

وفي حكم آخر أتبع القضاء الفرنسي النهج نفسه بأحقية المستثمر في التعويض عن خسارة إعادة بيع الأسهم المكتسبة بعد نشر بيان صحفي متنازع عليه حول نتائج توقعات الشركة؛ فقد ذهبت المحكمة إلى أن حقيقة شراء الأسهم بشروط مرهقة جداً وإعادة بيعها بخسارة كبيرة في القيمة كان بمنزلة ضرر<sup>(91)</sup>.

أما في حالة احتفاظ المستثمر بالأوراق المالية نتيجة الممارسات غير المشروعة، فقد رفض القضاء الفرنسي تعويضه؛ معللاً ذلك بأن الضرر غير محقق الوجود<sup>(92)</sup>. وفي حكم Sidel، ذهب القضاء الفرنسي إلى أنه: «يجب عدم الخلط ما بين الضرر عن فقدان الفرصة وبين مقدار الخسائر التي تكبدتها الأطراف المدنية أثناء إعادة بيع الأوراق المالية، بسبب المخاطر والخطر الخاص بأي استثمار في سوق الأوراق المالية». ومن ثم، فإن هذا الحكم يجعل التعويض عن فوات الفرصة أمراً مرفوضاً<sup>(93)</sup>.

وأخيراً، عدلت محكمة النقض الفرنسية عن موقفها السابق المتمثل في رفض تعويض المستثمر عن قراره بالاحتفاظ بالأوراق المالية نتيجة الممارسات غير المشروعة؛ ففي 9 آذار/ مارس 2010 حددت محكمة النقض الفرنسية المبادئ التي تشكل الوضع الحالي للقانون الوضعي في حكمها الصادر في قضية (جودريوت) (Gaudriot)؛ فذهبت إلى الآتي: «كل من يحتفظ بالأوراق المالية الصادرة عن طريق الطرح العام للجمهور في ضوء معلومات غير دقيقة أو مضللة عن وضع الشركة، يكون قد فقد فرصة استثمار رأسماله في استثمار آخر، أو التخلي عن الاستثمار الذي تم بالفعل»<sup>(94)</sup>.

(89) Charles Arsouze & Patrick Ledoux, op. cit., p. 399, note 48.

(90) Ibid, p. 400.

(91) Hubert de Vauplane & Frédéric Peltier, Le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers, Revue de Jurisprudence de Droit des affaires (RJDA), mars 2006, n°294, p. 267.

(92) خالد عطشان الضيفري، مرجع سابق، ص 66.

(93) Affaire Sidel: Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036; TGI Paris, 12 septembre 2006, n° 0018992026. Affaire Société Regina Rubens SA, Paris, 9e, B, 14 sept. 2007, n° 07/01477.cit in: Valance Laure, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, Thèse de Doctorat, Université du Panthéon-Assas, Paris II, 2006-2007, p. 30.

(94) Cass. com. 9 mars 2010, Bull. civ. IV, n° 48: l'arrêt d'appel a précisément été cassé pour avoir défini le préjudice des actionnaires de la société comme étant au minimum de l'investissement réalisé en suite des informations tronquées portées à leur connaissance, Ibid., p. 31.

ويطبق حكم (جودريوت) Gaudriot نظرية التعويض عن فوات الفرصة<sup>(95)</sup> في الأسواق المالية نتيجة الممارسات غير المشروعة المتمثلة في نشر معلومات مضللة، مؤكداً أن الضرر يقتصر على فوات الفرصة لتحقيق الاستثمار الأفضل. واستناداً إلى نظرية التعويض عن فوات الفرصة؛ يجب أن تكون هذه الفرصة على قدر من الأهمية<sup>(96)</sup> بحيث لا يمكن للمستثمر إهمالها<sup>(97)</sup>، ومن ثم يكون التعويض عن الخسارة المحققة، وهي (تفويت الفرصة)، نتيجة لعملية ذات طابع احتمالي.

وبذلك قد يكون للمستثمر في الأسواق المالية فرصة لتحقيق كسب معين أو تجنب خسارة لحقت به، ولكن بسبب الممارسات غير المشروعة بفعل الغير تفوت عليه هذه الفرصة. والتساؤل المثار هنا: ما مدى فاعلية تطبيق نظرية التعويض عن فوات الفرصة في الأسواق المالية؟ وإذا كانت القواعد العامة قد أقرت نظرية التعويض عن فوات الفرصة، فإن تطبيقها في الأسواق المالية ليس بالأمر اليسير<sup>(98)</sup>؛ فثمة صعوبات قد تقف حائلاً أمام تعويض المستثمر عن تفويت الفرصة، الأولى: طبيعة المضاربة في الأسواق المالية ومفهوم المخاطرة المتأصل فيها يؤخذ في الحسبان عند تقييم الأضرار الناجمة عن فوات الفرصة<sup>(99)</sup>.

(95) وفي السياق نفسه؛ فإن القضاء الكويتي يطبق نظرية التعويض عن فوات الفرصة في المجالات الأخرى غير الأسواق المالية؛ لأن هذه المسألة وفقاً لما سبق بيانه لم تعرض أمام القضاء الكويتي، فقد ذهب القضاء الكويتي في أحد الأحكام إلى تطبيق نظرية التعويض عن فوات الفرصة بأن الحرمان من الفرصة وتفويتها هو في حد ذاته ضرر حال محقق، حتى ولو كانت الاستفادة من الفرصة بالنسبة إلى المضرور الذي فاتت عليه هذه الفرصة أمراً محتملاً. يوسف زكريا عيسى، التعويض الناشئ عن تفويت الفرصة: أحكامه وتطبيقاته في الفقه الإسلامي والقانون، أرباب، الخرطوم، السودان، 2011، ص 17.

(96) تجدر الإشارة إلى أن ما كان خيالياً أو وهمياً يستبعد من نطاق التعويض في إطار تفويت فرصة الربح؛ ففي إحدى القضايا التي عرضت على القضاء الفرنسي ادعى بعض المستثمرين أنهم لو أعلموا على نحو صحيح لكانوا سيتخذون قرارات استثمارية ستجلب لهم الأرباح، لكن المحكمة رفضت طلبهم؛ إذ اعتبرت أن الربح المدعى يبقى وهمياً، ولم تثبت إمكانية تحققه من طرف المعني بالأمر. للمزيد انظر: Véronika Sheykova, op. cit., p. 64.

(97) Patrice Jourdain, op. cit., p. 330.

(98) نورد مثلاً على ذلك أنه في حال قيام الشركة بنشر معلومات خاطئة توجي بانطباع إيجابي عن الشركة؛ فإن هذا الخطأ قد يدفع المساهم إلى الاحتفاظ بأسهم الشركة معتقداً أن قيمتها السوقية ستزداد، وهنا نلاحظ أن هذه الممارسة قد فوّتت عليه فرصة للتخلص من تلك الأسهم بثمن جيد قد لا تتاح له مرة أخرى. انظر:

Lay Sophie, Perte d'une chance et droit des marchés financiers, mémoire, D.E.A en droit des affaires, Université Robert Schuman, Strasbourg 3, France, 2003-2004, p. 49.

(99) «La réalisation d'une chance n'est jamais certaine, il n'en demeure pas moins que le préjudice causé par la perte d'une chance présente un caractère direct et certain chaque fois qu'est constatée la disparition de la probabilité d'un élément favorable», Véronika Sheykova, op. cit., p. 64.

وأما الثانية: فإنّ التعويض عن فوات الفرصة لا يستحق الضرور فيه التعويض الكامل المتمثّل في مقابل الكسب الذي كان يأمله أو الخسارة التي كان يمكن تجنبها، وذلك يرجع إلى تعريف الفرصة نفسها، التي لا يمكن في الواقع القول: إنّها كانت ستُحقّقُ حتماً بنسبة 100%<sup>(100)</sup>، فمقدار التعويض عن فوات الفرصة يتحدد في ضوء قيمة الفرصة الفائتة، وليس في ضوء مقدار الفائدة المرجوة منها لو تحققت، وهذا المبدأ أكدّه القضاء الفرنسي في أكثر من قضية؛ فمقدار التعويض عن فوات الفرصة يجب أن يكون على الدوام أقلّ من مقدار التعويض عن الضرر النهائي في حال حكم القاضي بالتعويض؛ فلا يجوز أن يزيد مقدار الفرصة الفائتة على الضرر النهائي أو حتّى يساويه<sup>(101)</sup>.

وعليه؛ يرى الباحث أن التعويض عن فوات الفرصة يكون جزئياً بحيث يتمثّل بجزء من قيمة الربح المتوقع، وهو أمر تفرضه العدالة؛ لأنّه لو لم تُتّفُ الفرصة على الشخص لكان بإمكانه أن يحصل على الربح، أو قد لا يُوفّقُ في الحصول عليه.

### 3. الصعوبات المتعلقة بالضرر الجماعي:

لا تستطيع القواعد العامة في المسؤولية المدنية استيعاب مفهوم البُعد الجماعي للأسواق المالية وفقاً للمعنى المطلوب<sup>(102)</sup>؛ فهذه الأسواق المالية بطبيعتها أماكن جماعية معرّضة أيضاً لضرر جماعي، وهذا الضرر الجماعي قد يسفر عن أزمات اقتصادية عالمية<sup>(103)</sup>. يضاف إلى ذلك أن الأسواق المالية لا تتميز ببُعد جماعي كلاسيكي فقط، بمعنى أن عدداً كبيراً من الأشخاص يتعاملون في الأسواق المالية، فالبُعد الجماعي لها أكثر تحديداً؛ فهو متعدد الأطراف من حيث أنّه يؤدي إلى مواجهة متعددة الأطراف للأنظمة داخل نظام منظم؛ من أجل أن يؤدي إلى تحديد سعر الأوراق المالية بموجب العرض والطلب<sup>(104)</sup>.

على أن هذا التنظيم القانوني، وفقاً للقواعد العامة في المسؤولية المدنية، غير ملائم لحل هذه المشكلة؛ فالممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية يترتب عليها ضرر جماعي يصيب المتعاملين في الأسواق المالية؛ ما يعني أن مبلغ التعويض الذي سيُمنح

(100) أيمن إبراهيم العشماوي، تفويت الفرصة: دراسة مقارنة، ط 2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2004، ص 182.

(101) Frédéric Puigserver, L'évaluation de la perte de chance en matière hospitalière: une tentative d'unification, RFDA, Dalloz, Paris, 2008, p. 1036.

(102) Anne Guégan Lécuyer, Dommages de masse et responsabilité civile, préf. P. Jourdain, avant-propos G. Viney, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 472, 2006, p. 3.

(103) Thierry Bonneau et France Drummond, op. cit., p. 5.

(104) Johan Prorok, op. cit., p. 22.

لتغطية تلك الأضرار سيصل إلى مستويات مرتفعة جداً قد تؤدي إلى عدم قدرة الذمة المالية للشركات أو الأشخاص المخطئين على تحملها. ومثال ذلك بلوغ عدد المتضررين في قضية (سايدل) إلى ما يناهز 410 أشخاص، قضت لهم المحكمة بتعويض مقداره مليون وثمانمئة وسبعة آلاف يورو<sup>(105)</sup>.

تجدر الإشارة في هذا الإطار إلى وجود بعض الحلول القانونية لتجاوز هذه المشكلة؛ وذلك من خلال إنشاء صندوق خاص لتعويض المتضررين من الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، بحيث يكون ثمة تأمين إجباري للمسؤولية المدنية ضد الأخطاء والأخطار في الأسواق المالية، لا سيما أن التعامل في الأسواق المالية محفوف بالمخاطر التي قد تعود إلى الممارسات غير المشروعة أو إلى تقلبات اقتصادية عالمية، ويتعين لدعم الاستثمار فيها وحماية المستثمرين خلق أمان استثماري عن طريق جعل التأمين في أسواق الأوراق المالية تأميناً إلزامياً، هذا بموجب تشريع قانوني له نظام خاص به، وتؤسس شركة تأمين خاصة بأسواق الأوراق المالية تكون ملكيتها للدولة أو لها رأسمال فيها لا يقل عن 51%، تتبع هيئة أسواق المال؛ وذلك لضمان ملاءتها المالية وحسن إدارتها والرقابة عليها، ويكون تمويلها من أقساط التأمين والاحتياطات النقدية للهيئة<sup>(106)</sup>.

وهذا الاقتراح أسوة بموقف المشرع المصري الذي أنشأ عام 2004 (صندوق تأمين المتعاملين في الأوراق المالية من المخاطر المالية غير التجارية)، والمعروف اختصاراً بـ(صندوق حماية المستثمر)، ويغطي هذا الصندوق الخسارة المالية الفعلية للأعضاء ضد المخاطر غير التجارية الناشئة عن نشاط العضو في الأوراق المالية المقيدة في البورصة. ويشمل التأمين أخطار الإفلاس، أو تعثر العضو أو إخلاله بالتعاقد المبرم بينه وبين العميل، أو الإهمال في تنفيذ أوامر العميل، أو مخالفة العضو للقوانين واللوائح والقرارات والقواعد المنظمة لنشاطه، أو خطأ، أو إهمال، أو غش، أو احتيال العضو، أو القائم بالإدارة الفعلية له، أو من العاملين لديه، سواء بنفسه أو بالاشتراك مع الغير.

ويلتزم صندوق حماية المستثمر الوفاء للعميل العضو بقيمة التعويض المقرر عن الخسارة التي لحقت به، وتكون وحدة التغطية بحد أقصى 500 ألف جنيه للعميل، ويشمل الأوراق المالية التي يتعامل عليها العميل لدى العضو، وكذلك الرصيد النقدي الدائن بالحساب

(105) Nicolas Spitz, La réparation des préjudices boursiers, These de doctorat, Université Paris I, 2010, p. 199.

(106) علي أحمد المهداوي، تفعيل نظام التأمين في أسواق المال لدعم الاستثمار وحماية لصغار المستثمرين، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ملحق خاص بأبحاث المؤتمر السنوي الثالث، العدد الأول، الجزء الأول، مايو 2016، ص 170.

الناتج عن تعاملات العميل في الأوراق المالية لدى العضو بما لا يتعدى 100 ألف جنيه. وفي جميع الأحوال، لا يلتزم الصندوقُ تعويض عملاء أعضائه أو المستثمرين في الأوراق المالية عن أي خسائر مالية تنتج عن التغير في قيمة الأوراق المالية الخاصة بالعميل، أو الناتجة عن ضياع الفرص البديلة لاستثمار أموال العميل بمعرفة العضو، وللعامل العضو الرجوع على العضو المخالف بما يجاوز ما أداه إليه الصندوق من تعويض.

وأما بشأن آلية استحقاق التعويض، فيكون من خلال طلب يقدمه المضرور إلى لجنة التحقيق في الشكاوى في صندوق حماية المستثمر، وتصدر اللجنة قرارها المُسبب خلال 15 يوماً من تقديم الطلب، فإن كان القرار بالموافقة، استحقَّ المستثمر مبلغ التعويض. ويحق للمستثمر التظلم على قرار اللجنة بالرفض أو مقدار مبلغ التأمين أمام مجلس إدارة الصندوق خلال 15 يوماً من صدور القرار. وبعد ذلك يحق له التظلم أيضاً من قرار مجلس إدارة الصندوق لدى الهيئة العامة للرقابة المالية خلال 15 يوماً من تاريخ الإخطار بالقرار، وتفصل الهيئة العامة بالرقابة خلال 15 يوماً من تقديم التظلم<sup>(107)</sup>. ونُهب بالمشرع الكويتي إلى أن يحدو حدوَّ المشرع المصري في إنشاء صندوق خاص لتعويض المتضررين في الأسواق المالية.

## المطلب الثاني

### الصعوبات المتعلقة بإثبات علاقة السببية

لا يكفي أن يُثبتَ المستثمر خطأ المسؤول المتمثل في ارتكاب الممارسات غير المشروعة المؤثرة في أسعار الأوراق المالية؛ إذ يجب عليه أيضاً إثبات أنه قد اعتمد عليها في اتخاذ قراره الاستثماري، سواء بالبيع أو بالشراء أو بالاحتفاظ بالأوراق المالية؛ مما أدى إلى إصابته بالضرر<sup>(108)</sup>. فإثباتُ العلاقة السببية في الأسواق المالية له طبيعة خاصة تجعل من

(107) للمزيد من التفاصيل؛ انظر: اللائحة الداخلية لصندوق حماية المستثمر في مصر، منشورة على الموقع الإلكتروني: <http://www.ipf.eg>، تاريخ الزيارة 2021/7/27.

(108) لتخفيف صعوبة إثبات العلاقة السببية في المجال الطبي على نحو عام، لاسيما في مسائل المسؤولية الطبية؛ لجأت المحاكم إلى مفهوم (فقدان الفرصة) الذي يسمح بمنح تعويض للضحية بسبب سوء الممارسة الطبية، على الرغم من عدم التأكد من أنها السبب الوحيد لحالة المريض الحالية، فتكون هذه الممارسة الطبية الخاطئة قد أثرت على الأقل في فرصة تحسّن هذه الحالة. لكن، هل يمكننا قياس ذلك على سوق الأوراق المالية؟ ذلك أن خطأ المصدر الذي غالباً ما يشكل جريمة نشر معلومات كاذبة أو مضللة، حتى ولو كانت لا تمثل السبب الوحيد لقرار الاستثمار في أي حال من الأحوال - قد عاق اتخاذ المستثمر القرار الأفضل لمصلحته؛ لعدم تقديم معلومات صحيحة تعينه على ذلك. للمزيد انظر:

الصعب أحياناً تعرّف السبب الذي أدى إلى حدوث الضرر: هل هو خطأ المسؤول أو تقلبات السوق المالي؟ فنحن هنا أمام «تمرين صعب ومعقد» كما وصفه أحد الفقهاء<sup>(109)</sup>. وتدارك القضاء الأمريكي هذه المشكلة بافتراض العلاقة السببية ما بين ارتكاب الممارسات غير المشروعة والضرر الذي أصاب المستثمر.

وعليه، سيتم تناول موقف القضاء الفرنسي من إثبات علاقة السببية (الفرع الأول)، ومن ثم موقف القضاء الأمريكي من إثبات علاقة السببية (الفرع الثاني).

## الفرع الأول

### موقف القضاء الفرنسي من إثبات علاقة السببية

جعلت أهمية توافر العلاقة السببية بعضاً من الفقه الفرنسي يغيّر القاعدة المعروفة في المسؤولية المدنية بأن أركانها تتمثل في خطأ وضرر وعلاقة سببية إلى خطأ وعلاقة سببية وضرر<sup>(110)</sup>. فإثبات العلاقة السببية بين الخطأ والضرر مهمة صعبة للمستثمر؛ لأن إثبات العلاقة السببية يعد ممارسة محفوفة بالمخاطر بالنسبة للمستثمر؛ إذ يجب عليه أن يقدم أدلة قائمة على الاعتبارات الواقعية تؤسس العلاقة ما بين الممارسات غير المشروعة وقراره الاستثماري. والأحكام القضائية في فرنسا تظهر لنا مدى أهمية الظروف الواقعية، وتشير إلى سيطرة الذاتية على توصيف العلاقة السببية في مسائل سوق الأوراق المالية.

هذا النهج أتبعه القضاء الفرنسي؛ ففي قضية Société Générale de Fonderie دفع المصدر (الشركة) بعدم وجود العلاقة السببية، وذهب إلى الآتي: «من المستحيل إثبات أنّ الخبر الصحفي قد أدى إلى الضرر المزعوم، حيث إنّ المدّعين قاموا باتّباع اتجاهات السوق والأوامر المتداولة في البورصة، ولم يثبت أيّ منهم أنّ نشر آخر بيان صحفي كان هو السبب في الاحتفاظ بالأوراق المالية من قبل الأطراف المدنية، وبالتالي لم يتم تأسيس علاقة سببية مباشرة بين هذه الحقائق وسلوك الأطراف المدنية»<sup>(111)</sup>. وعليه قررت محكمة النقض الفرنسية رفض تعويض المدّعين.

Geneviève Viney et Jacques Ghestin, Traité de droit civil - Les obligations - La responsabilité, Tome 2 (les conditions), 2e édition, Hardcover, 1998, p. 300.

(109) Didier Martin, op. Cit., p. 409.

(110) 2- Arnaud de La Cotardière, «La réparation», Contribution au séminaire sur: Quelles stratégies face aux abus de marché? Réparer, transiger, sanctionner, centre de recherche sur le droit des affaires en partenariat avec AMF, 27 novembre 2013, p. 26, disponible sur le site: www.creda.cci-aris-idf.fr, Consulté le: 28/7/202.

(111) CA Paris, 15 janvier 1992, préc. Valance Laure, op. cit., p. 31.

وتظهر أيضاً صعوبة إثبات المتضرر للعلاقة السببية في قضية فلانماريون Flammarion<sup>(112)</sup>؛ إذ صدرت أحكام متعارضة ما بين محكمة الدرجة الأولى ومحكمة الدرجة الثانية بشأن إثبات العلاقة السببية؛ فذهبت محكمة الدرجة الأولى إلى التقليل من الطبيعة السلبية للخبر الصحفي المتنازع عليه بتأثيره في قرارات المتضررين ببيع الأسهم؛ ورأت أن قرارات بيع الأسهم اعتمدت على مؤثرات أخرى من جانب المدعين؛ وهو ما أدى إلى انتفاء العلاقة السببية ما بين الخبر الصحفي الخاطئ وقرارات المستثمرين ببيع الأسهم، ومن ثم عدم استحقاقهم للتعويض. وعلى عكس ذلك، ذهبت محكمة استئناف باريس إلى الاعتراف بوجود العلاقة السببية ما بين الخبر الصحفي المتنازع عليه وبيع الأوراق المالية، وانتهت إلى أن: «الخبر الصحفي نُقل رسالة تشاؤم بشكل مفرط بشأن الأوضاع المالية للشركة». وهذا التعارض بين درجتي الاختصاص يُظهر لدينا مدى صعوبة إثبات العلاقة السببية.

وقد برز هذا الأمر أيضاً في قضية أورو دايركت للتسويق Eurodirect Marketing<sup>(113)</sup>، إذ كان دفع الشركة المصدرة يتعلّق بشكل خاص بانتفاء العلاقة السببية ما بين نشر المعلومات المضللة وقرارات المساهمين بشراء الأوراق المالية أو الاحتفاظ بها، بيد أنّ محكمة الاستئناف أسهبت في شرح الوقائع للاستدلال على توافر العلاقة السببية؛ فذهبت إلى أن: «السيد ميشال إكس Michel X بدأ في شراء الأسهم في شركة أورو دايركت للتسويق Eurodirect Marketing في سبتمبر 1997؛ أي: قبل عدة أشهر من نشر البيان الصحفي المتنازع عليه، إلا أن عمليات شرائه لأسهم الشركة قد زادت بشكل واضح منذ مايو 1988؛ أي: بعد استفسار السيد Michel X في اليوم التالي للاجتماع العام للمساهمين عن المعلومات المنشورة في أبريل 1998؛ مما يُستدلّ معه على وجود العلاقة السببية ما بين نشر المعلومات المضللة التي ارتكبتها الشركة والضرر الذي لحق بالسيد ميشال إكس Michel X لقيامه ببيع الأسهم بخسارة كبيرة، والتي لم يكن ليشتريها لو لم يكن ضحيةً لمعلومات مضللة». وأما بشأن المستثمرين الذين احتفظوا بأوراقهم المالية، فذهبت المحكمة إلى رفض التعويض على اعتبار أن قرار احتفاظ المساهمين بالأوراق المالية لم يكن مرتبطاً ارتباطاً وثيقاً بالمعلومات المتنازع عليها، وإنما كان نظير ثقتهم بهذه الشركة<sup>(114)</sup>.

(112) CA Paris, 26 septembre 2003, préc. Véronika Sheykova, op. cit., p.160.

(113) CA Colmar, 14 octobre 2003 puis Cass. com, 22 novembre 2005, préc. Johan Prorok, op. cit., p. 121.

(114) فقد ذهبت محكمة النقض الفرنسية إلى ما يأتي:



وعلى ضوء موقف القضاء الفرنسي في الحالات السابقة، يمكن القول، وهو ما ينطبق أيضاً على القانون الكويتي: إنَّ تطلُّب إثبات المتضرر للعلاقة السببية لربط تأثير الممارسات غير المشروعة في قرار المستثمر (المتضرر) - قد يؤدي، من الناحية العملية، إلى حرمان المستثمرين من التعويض عن الأضرار المترتبة على الممارسات غير المشروعة؛ لذلك لا بدّ من افتراض العلاقة السببية ما بين الممارسات غير المشروعة والأضرار التي تلحق المستثمرين، وسيتم توضيح ذلك فيما يأتي.

## الفرع الثاني

### موقف القضاء الأمريكي من إثبات علاقة السببية

تتطلَّب القواعد العامة في المسؤولية المدنية من المستثمر (المتضرر) إثباتَ العلاقة السببية؛ أي: أنه قد اعتمد على الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية لاتخاذ قرار الاستثمار، سواء بالبيع أو بالشراء أو بالاحتفاظ بالأوراق المالية. وإثبات ذلك يتسم بالصعوبة؛ وهو ما يجعل تعويض ضحايا الأسواق المالية أمراً معقداً وفقاً لما سبق بيانه.

لذلك ابتدع القضاء الأمريكي نظرية الاحتيال في السوق<sup>(115)</sup>، وتستند هذه النظرية إلى مبدأ أنَّ المستثمر يثق في سعر الأوراق المالية ويعتمد عليه؛ لأنَّ الأسواق المالية تعكس قيمتها الحقيقية<sup>(116)</sup>، وتفترض قرينة قانونية بسيطة تسمَّى بقرينة (الاعتماد)<sup>(117)</sup>. وتستمدُّ هذه النظرية أصولها من النظرية الاقتصادية التي تستوجب على السوق المالي دمج المعلومات حول الأوراق المالية، ثم تحويلها إلى سعر سيُحدد لاحقاً التوازن بين

---

«que ces décisions d'achat [des titres Eurodirect Marketing] n'étaient pas strictement liées aux informations litigieuses, et que cet actionnaire conservait une certaine confiance dans cette société».. Sophie Schiller, op. cit., p. 4.

(115) Véronika Sheykova, op. cit., p.166.

(116) La consécration de la théorie. En 1988, dans un arrêt de principe Basic v. Levinson<sup>276</sup>, la Cour suprême des Etats-Unis elle-même a, enfin, pleinement consacré la théorie de la fraude sur le marché. Elle commence par confirmer le maintien de l'exigence de reliance dans le cas spécifique d'une information publique défectueuse. Johan Prorok, op. cit., p. 123.

(117) Reliance: présomption de confiance; US Supreme Court, Affiliated Utc Citizens of Utah v. United States, 406 US 128, (1972); Mills v. Electric Auto-Lite Co., 396 US, 375 (1970); US Supreme Court, Chris-Craft Industries v. Piper Aircraft Corp., 430 US 1 (1977). <https://legal.un.org>, Accessed on: 27/7/2021.

العرض والطلب؛ فتعكس جميع المعلومات المتاحة أسعار الأوراق المالية<sup>(118)</sup>.

وافترض القضاء في الولايات المتحدة الأمريكية أنّ المتضرر في الأسواق المالية قد اعتمد في قراره الاستثماري على الممارسات غير المشروعة، وترتب على ذلك أنّ المستثمر يجب عليه فقط إثبات خطأ المسؤول والضرر الذي أصابه، دون الحاجة إلى إثبات العلاقة السببية. وبموجب هذه النظرية؛ فإنّ القضاء الأمريكي قد نقل عبء الإثبات إلى المدعى عليه المسؤول عن الخطأ لنفي العلاقة السببية<sup>(119)</sup>.

أما في فرنسا، فبسبب عدم وجود النظرية المالية للاحتيال في السوق؛ تجد المحاكم صعوبة في الاستدلال على العلاقة السببية؛ لذلك تلجأ أحياناً إلى نظرية فوات الفرصة، وإن كانت هذه النظرية تمنح التعويض للمضرور، فإنّ هذا التعويض يبقى جزئياً، وهذا الأمر محل نقد لدى الفقه الفرنسي<sup>(120)</sup>.

وخلاصة القول: إنّ القواعد العامة للمسؤولية المدنية لا تستطيع استيعاب خصوصية الأسواق المالية كما هو الحال في إثبات العلاقة السببية. لذا؛ فإن ذلك يستوجب من المشرعين الكويتي والفرنسي ضرورة وضع نص قانوني يستند إلى النظرية الاقتصادية، ويضع قرينة قانونية بسيطة بشأن إثبات العلاقة السببية ما بين الممارسات غير المشروعة والأضرار التي يتكبدها المستثمرون؛ أسوةً بالقضاء الأمريكي.

(118) Eugene Fama, Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work, 25 J. Fin., 383, 1970, <https://www.jstor.org>, Accessed on: 1/8/2021.

(119) Hubert de Vauplane & Odile Simart, op. cit., p. 310.

(120) Nicolas Spitz, op. cit., p. 232.

## الخاتمة:

تناول البحث نظرية المسؤولية المدنية وتطبيقاتها على الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؛ وتطرق لركن الخطأ ودوره في تداول الأوراق المالية، ومن ثم لركن الضرر والعلاقة السببية في الأسواق المالية، وتم الانتهاء إلى النتائج والتوصيات الآتية:

### أولاً: النتائج

1. تتمثل الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، وفقاً للمعنى الضيق لها، في صور ثلاثة هي: استغلال المعلومات الداخلية، والتلاعب في أسعار الأوراق المالية، ونشر المعلومات الخاطئة أو المضللة. ويلاحظ أن المشرع الكويتي قد أغفل تجريم هذه الأخيرة.

2. اهتم المشرع الكويتي بتنظيم الأسواق المالية، وخصص لها القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة الأسواق المالية وتنظيم الأوراق المالية؛ لكنه لم يتناول تنظيم المسؤولية المدنية عن أضرار الممارسات غير المشروعة، فجُل اهتمامه انصب على الناحية الجنائية لتجريم هذه الممارسات.

3. تتعارض خصوصية الأسواق المالية مع تطبيق نظرية المسؤولية المدنية، وهذه الخصوصية تتمثل في وجود عنصر المخاطرة فيها، وهذا العنصر قد يكون فرصة لتحقيق الربح أو سبباً لتحمل الخسائر المالية. هذا بالإضافة إلى أنها ذات طابع جماعي، وتطبق قواعد قانونية غير مألوفة في القانون المدني، فكل متعاقد يجهل شخصية المتعاقد الآخر، وأسعار الأوراق المالية تتحدد وفقاً لآلية السوق المالي. وأخيراً؛ فإن تنفيذ أوامر البيع أو الشراء لا يكون إلا عن طريق الوسيط المالي.

4. إن تطبيق نظرية المسؤولية المدنية على الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية يصطدم بالعديد من الصعوبات القانونية؛ بدايةً من صعوبة إثبات ركن الخطأ، والطبيعة التقنية لعمليات البورصة، وآلية التعاقد فيها، فضلاً عن أن المستندات والأوراق الخاصة بالصفقات المعنية الفنية تكون في حوزة هيئة أسواق المال، ويغلب عليها الطابع السري.

ومن ناحية أخرى؛ فإن شروط الضرر، وفقاً للقواعد العامة، تمنع المساهم المضرور من رفع الدعوى الفردية على إدارة الشركة بسبب ارتكابها للممارسات غير المشروعة. كذلك تطلب شرط تحقق الضرر يخلق صعوبة إذا ما كان المستثمر قد احتفظ بالأوراق

المالية، ناهيك عن صعوبة إثبات العلاقة السببية بأنَّ المستثمر قد اعتمد في قراره الاستثماري على الممارسات غير المشروعة.

5. ابدَعَ القضاء الأمريكي نظرية الاحتيال في السوق للتغلب على الصعوبات القانونية التي تواجه إثبات العلاقة السببية، ووضع قرينة قانونية بسيطة بأنَّ المستثمر قد اعتمد على الممارسات غير المشروعة في قراره الاستثماري، سواء بالبيع أو بالشراء أو بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

6. مَنَحَ المشرِّع البريطاني هيئة أسواق المال البريطانية الحقَّ المباشر في تعويض المتضررين من الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية.

### ثانياً: التوصيات

في ضوء ما سبق، يقدم الباحث التوصيات التي تمت الإشارة إليها في مواضع متفرقة من هذا البحث؛ على أمل أن تسهم، ولو بقدر يسير، في فتح آفاق جديدة لتعويض ضحايا الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية، وأن تكون نبراساً للجهات التشريعية والرقابية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية في دولة الكويت؛ ونجملها فيما يأتي:

1. ضرورة تعديل القواعد القانونية بشأن الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؛ وذلك من ناحيتين: التوسع في النطاق الشخصي بشأن استغلال المعلومات الداخلية، بحيث يشمل أي شخص يستغل المعلومات الداخلية وهو على علم بطبيعتها، وإضافة مادة جديدة لحظر نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة.

2. التدخل التشريعي بإضافة نظام خاص للمسؤولية المدنية في القانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأسواق المالية؛ والاسترشاد بالتطورات التشريعية للدول المقارنة في هذا المجال، مع الأخذ في الحسبان افتراض العلاقة السببية ما بين الممارسات غير المشروعة والأضرار المترتبة عليها.

3. نوصي المشرِّع الكويتي بإعادة النظر في قانون الشركات، والعمل على تعديل نص المادة (201) من القانون رقم 1 لسنة 2016 بإصدار قانون الشركات الكويتي؛ بما يسمح للمساهم المضروب أن يرفع دعوى فردية للتعويض عن الممارسات غير المشروعة للشركة.

4. نُهيب بالمشرِّع الكويتي إلى تنظيم أحكام التأمين الإجباري في الأسواق المالية، والعمل على إنشاء صندوق خاص لتعويض المتضررين من الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية؛ أسوة بالمشرِّع المصري.

5. التوسع في صلاحيات هيئة أسواق المال بما يمنحها الحق في تعويض المضرور عن الممارسات غير المشروعة؛ وذلك من خلال تبني إحدى الوسائل البديلة لفض المنازعات كالوساطة أو الصلح، أو منحها الحق المباشر في تعويض المتضررين في الأسواق المالية؛ أسوة بالمشرع البريطاني.
6. ضرورة وضع هيئة أسواق المال برامج متخصصة لتوعية المتضررين في الأسواق المالية؛ بما يكفل حقهم في الحصول على التعويض؛ إذ لم تُعَرَّض هذه المسألة، حتى تاريخ كتابة هذا البحث، أمام القضاء الكويتي.

## قائمة المراجع:

### أولاً: باللغة العربية

#### 1. الكتب العامة والمتخصصة:

- إبراهيم الدسوقي أبو الليل، المسؤولية المدنية والإثراء دون سبب: دراسة للمصادر غير الإرادية للالتزام وفقاً للقانون المدني الكويتي، مؤسسة دار الكتب، دولة الكويت، 1998.
- أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية: دراسة مقارنة، ط 1، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 1998.
- أيمن إبراهيم العشماوي، تفويت الفرصة: دراسة مقارنة، ط 2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2004.
- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2007.
- حسين بوعركي، الحماية القانونية لأسواق المال في التشريعين الفرنسي والكويتي، ط 1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016.
- يوسف زكريا عيسى، التعويض الناشئ عن تفويت الفرصة: أحكامه وتطبيقاته في الفقه الإسلامي والقانون، دار أرباب، الخرطوم، السودان، 2011.
- محمد شحاته عبد الفتاح، جريمة الاتجار بالمعلومات التفضيلية في سوق الأوراق المالية: دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2015.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- سيف إبراهيم المصاروة، الحماية الجنائية لتداول الأوراق المالية: دراسة مقارنة، ط 1، دار الثقافة للنشر، عمّان، الأردن، 2012.

- عبد العزيز اللصاصمة، المسؤولية المدنية التقصيرية: الفعل الضار، دار الثقافة للنشر، عمّان، الأردن، 2002.
- عبد الرسول بهبهاني وجمال النكاس، الوجيز في النظرية العامة للالتزامات: مصادر الالتزام والإثبات، ط 4، مؤسسة دار الكتب، دولة الكويت، 2014 - 2015.
- صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية: دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، ط 1، مركز المساندة القانونية، القاهرة، 2001.
- خالد سعد زغلول، التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي مع دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2010.

## 2. الرسائل العلمية والبحوث:

- طویل خليفة، جرائم البورصة في التشريع الجزائري، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019.
- مبارك بن سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، رسالة دكتوراه، كلية الشريعة، جامعة الإمام، الرياض، 1426هـ.
- علي أحمد المهداوي، تفعيل نظام التأمين في أسواق المال لدعم الاستثمار وحماية لصغار المستثمرين، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ملحق خاص بأبحاث المؤتمر السنوي الثالث، العدد الأول، الجزء الأول، مايو 2016.
- عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية، رسالة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012 - 2013.
- صبرينة سليمان، جرائم البورصة: دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، الجزائر، 2018.
- خالد عطشان الضفيري، تعويض المساهم عن الممارسات غير المشروعة أثناء تداول الأسهم في البورصة: دراسة على ضوء أحكام القضاء الفرنسي، مجلة الحقوق، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، المجلد 44، العدد 3، سبتمبر 2020.

## ثانياً: باللغة الأجنبية

### 1. المراجع الإنجليزية :

- Andrew Hutchinson, The Case of Decriminalizing Insider Dealing, Economic Affairs Journal, 1990.
- Daniel R. Fischel & David J. Ross, Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?, 105 Harvard Law Review 503, 1991.
- David Llewellyn, Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues', A paper presented at the WB Seminar, Washington DC, 2006.
- Eugene Fama, « Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work », 25 J. Fin., 383, 1970, <https://www.jstor.org>
- Hubert de Vauplane & Odile Simart, The Concept of Securities Manipulation and Its Foundations in France and the USA, p.217, 23 Brook. J. Int'l L. 203 (1997).
- Lawrence Salinger, Encyclopedia of White-Collar & Corporate Crime, Volume 1, London : SAGE, 2005.
- Merritt Fox, Lawrence Glisten, Gabriel Rauterberg, Stock Market Manipulation and Its Regulation, Yale Journal on Regulation, Vol. 35, 2018.
- Raghda Mahmoud Al-Qatanani, Legal Regimes to Counter Insider Dealing and Market Abuse: A Comparatives Analysis of the UK and Jordan, School of Law, Newcastle University, UK, February 2014.
- Stephen Mark Bainbridge, Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice between Property Rights and Securities Fraud, School of Law, University of California, USA, (December 8, 1998).



## 2. المراجع الفرنسية:

- Anne Guégan Lécuyer, Dommages de masse et responsabilité civile, préf. P. Jourdain, avant-propos G. Viney, coll. Bibl. dr. pr., t. 472, LGDJ, Paris, 2006.
- Charles Arsouze & Patrick Ledoux, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, Bulletin Joly Bourse, juillet , n°4, 2006.
- Claude Garcin, Les délits et manquements boursiers, Revue, Le Lamy Droit pénal des Affaires, Paris , 2013.
- Didier Martin, Réparation (intégrale) des préjudices boursiers: sortons du brouillard, in Mélanges AEDBF-France VI, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013.
- Florian Bouaziz et Éric Dezeuze et Didier Martin, Les abus de marché, Édition LexisNexis, Paris, 2013.
- François Terré et Yves Lequette et Philippe Simler, Droit civil - Les obligations, 12 éd., Dalloz, Paris, 2018.
- Frédéric Bélot, Le préjudice économique de l'associé victime de la dépréciation de ses titres, PA, n°83, 26 avril 2006.
- Frédéric Puigserver, L'évaluation de la perte de chance en matière hospitalière: une tentative d'unification, RFDA, Dalloz, Paris, 2008.
- Frédéric Peltier, Ne pas transiger sur la transaction, Recueil Dalloz, Paris, 2005.
- Gatchoup Thinda Désiré, Droit commun de l'indemnisation des victimes des préjudices d'infractions boursières: le cas de Cameron, Revue de l'ERSUMA, Ecole Régionale Supérieure de la magistrature, Yaoundé, Cameroun, n°3, 2013.
- Geneviève Viney et Jacques Ghestin, Traité de droit civil - Les obligations - La responsabilité, Tome 2 - (les conditions), 2e édition, Hardcover, 1998.

- Hubert de Vauplane & Frédéric Peltier, Le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers, Revue de Jurisprudence de Droit des affaires (RJDA), n°294, mars 2006.
- Jean Hallouin, Distinction action sociale - action individuelle: la perte de valeur des droits sociaux à la suite d'un dommage subi par la société n'est pas un préjudice personnel distinct du préjudice social, D. 1998.
- Johan Prorok, La responsabilité civile sur les marchés financiers, Thèse de doctorat, Université Panthéon-Assas, Paris, le 31 mars 2016.
- Lay Sophie, Perte d'une chance et droit des marchés financiers, mémoire, D.E.A en droit des affaires, Université Robert Schuman, Strasbourg 3, France, 2003-2004.
- Marcel Planiol et Georges Ripert, Traité pratique de droit civil, T. VI, Les obligations, n° 544, 2015.
- Matsopoulous Haritini, Délit d'initié :la présumé "mauvaise foi d'un investisseur", Revue des. Sociétés, Dalloz, Paris, n°3, mars 2012.
- Nicolas Spitz, La réparation des préjudices boursiers, These de doctorat, Paris I, 2010.
- Nicolas Rontchevsky: Cass.crim, 4 nov. 2004, n°03-82.777, L'affaire pal-las stern-comipar, Bull. Joly Bourse, mai 2005.
- Patrice Jourdain, Les nouveaux usages de la perte de chance, RTD Civ., 2010.
- Sophie Schiller, L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée, Rev. Droit des sociétés, Dalloz, Paris, août-septembre 2009.
- Thierry Bonneau et France Drummond, Droit des marchés financiers, 3th éd., Economica, n° 37, 2010.

- Valance Laure, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, Thèse de doctorat, Université du Panthéon-Assas, Paris II, 2006-2007.
- Véronika Sheykova, Le préjudice Financier, Thèse de Doctorat, Université de Cergy-Pontoise, France, le 26 septembre 2016.
- Yannik Joseph Ratineau, La privatisation de la répression pénale, Thèse de doctorat, Université de Aix Marseille, France, décembre 2013.

### ثالثاً: المواقع الإلكترونية:

- <https://www.legifrance.gouv.fr>
- <https://www.banque-france.fr/ibfi>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/>
- <https://www.fca.org.uk/>
- [www.creda.cci-aris-idf.fr](http://www.creda.cci-aris-idf.fr)

## المحتوى:

الصفحة	الموضوع
159	الملخص
161	المقدمة
166	المبحث الأول: مدى تأثير ركن الخطأ في تداول الأوراق المالية
166	المطلب الأول: ماهية الممارسات غير المشروعة في الأسواق المالية
167	الفرع الأول: حظر استغلال المعلومات الداخلية
172	الفرع الثاني: نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة
174	الفرع الثالث: التلاعب في أسعار الأوراق المالية
177	المطلب الثاني: مدى استقلالية إثبات الخطأ المدني في الممارسات غير المشروعة
177	الفرع الأول: مفهوم الخطأ في المسؤولية المدنية.
178	الفرع الثاني: تحليل مسألة استقلالية إثبات الخطأ المدني في الممارسات غير المشروعة
184	المبحث الثاني: الضرر وعلاقة السببية وأثرهما في الممارسات غير المشروعة
185	المطلب الأول: الصعوبات المتعلقة بإثبات ركن الضرر
185	الفرع الأول: المقصود بالضرر في الأسواق المالية وشروطه
188	الفرع الثاني: الصعوبات المتعلقة بإثبات ركن الضرر في الممارسات غير المشروعة

الصفحة	الموضوع
196	المطلب الثاني: الصعوبات المتعلقة بإثبات علاقة السببية
197	الفرع الأول: موقف القضاء الفرنسي من إثبات علاقة السببية
199	الفرع الثاني: موقف القضاء الأمريكي من إثبات علاقة السببية
201	الخاتمة
204	قائمة المراجع

