
التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية
دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة

دكتور

علاء التميمي عبده

أستاذ مساعد بقسم القانون التجاري

بكلية الحقوق جامعة المنصورة

مقدمة عامة

١- علينا أن نسلم جميعًا بالتحول من اقتصاد يعتمد على كثافة العمل Intensive Labour Economics إلى اقتصاد يعتمد على كثافة المعرفة. وهو ما انعكس أثره بوضوح على أساليب التمويل الحكومي والمصرفي في الأونة الأخيرة، بعد أن ظل متمسكًا بأساليبه التقليدية لفترات طويلة، ولم ينخرط في موجة التطورات الهائلة في مجال تقنية المعلومات، حيث صنعت الأخيرة عوالم جديدة من المعاملات المالية، لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية^(١)، وإنما ثورة عارمة في أساليب وصيغ التعامل، ونوعية الأدوات التي تستخدم في هذه الأسواق^(٢).

وعلى الرغم مما حملته هذه الأدوات من مزايا للمتعاملين في أسواق المال والأعمال، إلا أنها أفرزت العديد من صور المخاطر المالية، خاصة بعد أن تسببت سياسات تحرير الخدمات في زيادة نسبة المخاطر غير المتوقعة للإستثمارات المتحركة عبر الدول، لسرعة التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار العملات وتقلبات الأسعار السوقية للأسهم. الأمر الذي شكل تهديدًا لكثيرًا من المكتسبات التنموية التي تحققت أو كان من المتوقع تحققها، مما دفع بالكثير من المشروعات التجارية للإفلاس، لغياب الأطر القانونية والشرعية لمواجهة هذه المخاطر. وقد بادرت العديد من المؤسسات المالية إلى إبتكار أدوات مالية جديدة لمواجهة هذه المخاطر، عرفت باسم المشتقات المالية. والتي وقف ورائها رغبة قوية في ابتكار نظم مالية جديدة، يمكن من خلالها تفادي المخاطر المستقبلية لتقلبات الأسعار والتقلبات الاقتصادية

(١) وتتبع الأسواق المالية إلى نوعين: الأول/ وهي السوق الرسمية: وتتميز بأن بها مكان محدد لبيع وشراء الأوراق المالية، محكومة بإجراءات محددة لمعاملات التداول. ويلاحظ أن هذه السوق تتميز بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كالشروط الخاصة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعقد العقود التي يمكن للميل أن يوزنها بالنسبة لكل أصل. والثاني/ وهي السوق غير الرسمية: وهي سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة أو غير المسجلة في البورصة، ويتم فيها التعامل في غير الأوقات الرسمية المقررة لعمل السوق الرسمية. ويلاحظ أن هذه السوق لا تقيد بإجراءات معينة، وتأخذ في اعتبارها مطالب العميل في المقام الأول، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمتعاملين مقارنة بالسوق المنظمة، هذا وإن كان التوجه قد زاد إلى تسهيل العقود المتداولة في هذه السوق، الأمر الذي قلل إلى حد كبير من قدرة هذه العقود على تلبية رغبات العملاء، ومن ثم قلل من قدرة هذه السوق على المنافسة. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، ٢٠١١، ص ٧٧.

(٢) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات مصر، ١٤٢٦هـ - ٢٠٠٥م، ص ٦٧.

غير المتوقعة. والغريب، أن هذه المشتقات تحولت إلى مصدرًا للمخاطر، بفعل المضاربين^(٣).

وتنفر غالبية المؤسسات المالية في الدول العربية والإسلامية من التعامل في عقود المشتقات (رغم شدة احتياجها لوسائل للحد من مخاطر الإستثمار المختلفة) (٤)، لكونها محاطة بكم هائل من الشبهات غير الشرعية، ناهيك عن المخاطر التي تنسب فيها هذه الأدوات، التي كانت سببًا قويًا في صناعة الأزمات المالية. لذلك تلجأ إليها لنظم والأدوات الشرعية البديلة؛ مثل المرابحة والتأجير^(٥).

لكن لم يعد من المقبول لبلادنا العربية أن تنتظر لهذا المشهد من بعيد، بعد أن هيمنت سياسات التحرير الاقتصادي على معظم دول العالم، وسهلت إنتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المختلفة للدول بفعل إتفاقيات تحرير التجارة العالمية تارة^(٦)، والتقدم الهائل لنظم الاتصالات والمعلومات تارة أخرى. حيث عظمتم هذه العوامل من اعتبارات المنافسة بشكل مخيف، ودفعت الأسواق المالية لتتبارى في إبتكار الأدوات والنظم المالية المختلفة لجذب المستثمرين، خاصة على صعيد تمكينهم من نقل وتوزيع المخاطر والمضاربة في أدواتها المختلفة^(٧). الأمر الذي فرض على الأسواق العربية ضرورة تعزيز قدراتها في الإستفادة من الإبتكارات المالية

(٣) د. إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، ص ٢، بحث منشور على شبكة الانترنت، متاح على الموقع التالي:

<http://conference.qfis.edu.qa/app/media/335>.

(٤) د. أحمد محمد خليل الاسلامبولي، العقود للمستقبلية والشرعية الإسلامية، حوار الأربعاء، ١٦/٣/٢٨٤١٤ هـ / ٤/٤/٢٠٠٧ م، ص ١٠٣. متاح على العنوان الإلكتروني التالي:

<http://www.kantakji.com/media/4717/c414.pdf>.

(٥) المرجع السابق، ذات للوضع.

(٦) يضاف لذلك ما شهدته الأسواق المالية من عولة في نشاطها بفعل النشاط الدولي للبنوك وريجات المفترضين الباحثين عن أفضل طرق التمويل وبأقل تكلفة، وذلك بعد أن ظهر انبياين واضحًا فيما بين الدول في معايير التقييم الخاسي، وتباين معدلات الفائدة، واختلاف آجال وشروط التعامل على الأوراق المالية. فمثلا، زادت مجموع العمليات على السندات الامريكية في الخارج من أقل من ٥٠ مليار دولار في عام ١٩٨٣ إلى أكثر من ٥٠٠ مليار دولار في ١٩٩٩، وأشهرت السندات الامريكية وتعاظم الطلب عليها مقارنة بمثيلاتها. د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ٢٠٠٥-٢٠٠٦، ص ١٣٣.

(٧) وعلى الرغم من إيجابيات عولة الأسواق التي أكد عليها كثير من خبراء الإقتصاد، إلا أن الإستفادة منها كانت مقصورة فقط على الدول المتقدمة، حين أفضت تسبب في كثير من الأزمات للدول النامية، وهذا ما اعترف به وآقره خبراء صندوق النقد الدولي، وهو ما حدث بالفعل في لكسيك ١٩٩٤، ودول جنوب شرق آسيا ١٩٩٧، والبرازيل وروسيا ١٩٩٩. وتعقد الآمال في الوقت الراهن على تحرير حساب رأس المال لشككين الدول النامية من الاستفادة من مزايا العولة المالية، خاصة بعد أزمة دول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) عام ١٩٩٧. د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص ١٣٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الجديدة (بما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية)، والتي لم تعد مجرد ترف
اقتصادي مقصور على الدول المتقدمة فقط، بل أصبح ضرورة لا غنى عنها لأي
دولة، أن تعزز من قدراتها على تبنى النظم والأدوات المالية الحديثة وتتفاعل معها
بإيجابية، لتحفظ بموقعها على الخريطة الاقتصادية العالمية، ولا تجتاحها رياح
المنافسة العاتية^(٨).

٢- والمثير للإنتباه أن المشتقات المالية تعد من أكثر الأدوات المالية التي شهدت
رواجاً في الآونة الأخيرة، وتوسعت أسواقها بشكل واضح^(٩)، خاصة بعد أن
زودت المتعاملين بفرص غير مسبوقة لدرء المخاطر المالية وغيرها من المخاطر
الناجمة عن المعاملات الدولية^(١٠). إلا أنها رغم ذلك، استحدثت مخاطر أخرى،

(٨) فقد سعي كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإتشاء والتعمير إلى فرض أيدولوجيات تسمي إلى إعادة صياغة القرار الاقتصادي، بغية اختراق
الأسواق المالية للدول، وفرض سياسات التحرير الاقتصادي Deregulation of Capital markets، وتخفيض سعر الفائدة، وسعر الصرف، وإلغاء
الحواجز الجمركية، والقيود الحمائية، تحت مزايع زيادة التعاون والتبادل المالي والتجاري. د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة
المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٥.

(٩) راجع:

Friedrich E.F. Hey, A New Era of Financial Futures Trading in Germany: Sweeping Changes in the
Legal and Business Environment, Northwestern Journal of International Law & Business, Vol 10,
Issue 2, 1989, p293.

(١٠) وقد نسيبت العوامل السابقة في زيادة الإقبال على تداول التعامل على الأوراق المالية ومشتقاتها، مما ساعد على إنشاء سوق الأورو أسهم للتعامل
بالأوراق المالية على مستوى دولي. كما ساعد على ذلك أيضاً استخدام التكنولوجيا الحديثة ووسائل الإتصال في مجال بورصات الأوراق المالية، وإنتشار
نشاط الشركات متعددة الجنسيات، والإبتكارات المالية المرتبطة بإستخدامها. أيضاً ساعد إلغاء القيود على تجارة الخدمات على المستوى الدولي بفعل إتفاقيات
GATS على توسع إستخدام عقود للمشتقات، نتج عن ذلك إستحداث ما يسمى بالأوراق المالية الناشئة، حيث تمكنت هذه الأوراق من جذب الكثير من
التدفقات النقدية، كما شهدت هذه الأوراق تعاملات مشتركة عليها بفعل تحرير الخدمات وعقد الشركات والاندماج مع الأسواق المالية الأخرى، بهدف
زيادة معدلات الإستثمار فيها، مما أزال أمام المستثمر الكثير من عوائق التعامل في الأسواق المالية. لكن لا يخفى ما لهذا الترابط من مخاطر تتعلق بسرعة إنتقال
عدوى الأزمات والإضطرابات فيما بين هذه الأسواق حال حدوثها.

John Andrew Lindholm, Financial Innovation and Derivatives Regulation - Minimizing Swap
Credit Risk under Title V of the Futures Trading Practices Act of 1992, 1994, COLUM. Bus. L.
Rev. 73, 77 (1994), p1; Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the
Regulation of Derivative Financial Instruments, 25 SETON HALL L. Rev. 1 (1994), p1.

- د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص ١٣٢.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وتسببت في إنحسار الربحية وتدهور نوعية المنتجات المالية^(١١)، وحدثت الأزمات المالية العالمية^(١٢). بل رأى الكثير أنها تحولت لأدوات قمار^(١٣)، ووصفها البعض بأنها أدوات للدمار الشامل، أو قنابل موقوتة قابلة للإنفجار في أي وقت^(١٤).

ويعود ضعف الإستفادة من عقود المشتقات المالية في الأساس إلى العديد من الأسباب؛ أهمها: غياب الغطاء التشريعي المدرك لخصوصية هذه العقود لدى العديد من الدول، وكثرة المعاملات الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية، وغياب الضمانات الكافية للتنفيذ، بالإضافة إلى ضعف معايير الإفصاح والشفافية في المؤسسات العاملة فيها^(١٥).

٣- وقد دفعت المخاطر السابقة بالعديد من الدول إلى وضع التشريعات القانونية الكفيلة بتنظيم هذه العقود^(١٦). وقد كانت البداية لدى القضاء الأمريكي، الذي

(١١) وقد كان لهذه العوامل تأثيرات سلبية في غاية الخطورة على كثير من الدول، ظهر أثره في إفلاس العديد من الشركات التجارية، وخسارة العديد من الشركات لاحتياطياتها، بالإضافة إلى فقدان جزء كبير من الادخار المملوك الذي كان يحتفظ به الأفراد والشركات. راجع: بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام للشركات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٠، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (تخصص مالية الأسواق)، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ٢٠١١-٢٠١٢، ص ١٠٦.

(١٢) وقد تأكد هذا الأمر بحدوث الأزمة المالية العالمية، حيث تسببت أزمة الرهون المقاربة التي حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية، والتوسع المفرط في التعامل على المشتقات المالية المرتبطة بها، وما صاحب ذلك من انعدام الرقابة عليها، وعدم وجود آلية واضحة للإفصاح والشفافية عن البيانات المرتبطة بتداولها إلى اقبال الأفراد عليها دون وعي، الأمر الذي أدى إلى وجود تعثر شديد في السداد، أسفر عن حدوث كارثة مالية في البنوك الأمريكية، انتقلت عدوها إلى الأسواق المالية الأمريكية، ومنها إلى باقي الأسواق في العالم. المرجع السابق، ص ١٣٣.

(١٣) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٨١.

(١٤) راجع: بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام للشركات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٠، مرجع سابق، ص ١٣٣.

(١٥) د. وائل نصري أبو مؤنس - أ. خديجة حوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العلمي التاسع للاقتصاد والتسويق الإسلامي، (الجهات المنظمة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية -مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية -كلية الدراسات الإسلامية في قطر بجامعة حمد بن خليفة -الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي)، إسطنبول - تركيا، في الفترة ٩-١١ سبتمبر ٢٠١٣، ص ١.

(١٦) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

أعترف صراحة بمشروعيتها^(١٧). ولكن هذا لم يمنع حدوث إختلاف شديد حول الكثير من التفاصيل الخاصة بهذه العقود^(١٨). وعلى أثر ذلك، تبادرت بعض المحاولات التشريعية، كان أهمها قانون التجارة في المستقبلات Futures trading act 1928^(١٩) وقانون الإشراف على المشتقات Derivatives supervision act 1994^(٢٠). من ناحية أخرى، حرص الكونجرس الأمريكي على أن يولى إهتمامًا خاصًا لبحث موضوع حوكمة المؤسسات المالية المتعاملة

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, Fordham International Law Journal, Volume 18, Issue 4, 1994, Article 12, p1398.

(١٧) راجع:

Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co., 198 U.S. 236 (1905), available at:

<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/198/236/>

(١٨) وتعد سوق شيكاغو أول الأسواق للتعامل في مجال عقود المشتقات في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام ١٨٥٠. وقد قام مركز التجارة في شيكاغو بوضع معايير موحدة ساعدت على تحويل الذرة والقمح المزروع الى متحات قابلة للاستبدال يمكن تداولها بين الدول بعقود نموذجية. وسرعان ما تحول هذا المركز الى سوق كبير للتجارة في العقود الآجلة. وعلى الرغم من أن التعامل بهذه العقود لم يكن رسميًا، إلا أن هذه العقود كانت تسمى بعقود الإمتياز. وقد تأسس مركز التجارة في شيكاغو كمنظمة غير ربحية، نظمت التعامل على عقود الزراعة الآجلة، وكان التداول فيها معلق (متصور فقط على الأعضاء الذين يتاجرون في الأراضي)، ووفرت بعض الآليات لتسوية المنازعات. وفي تنظيم شؤون أعضائها، أعلن المركز عن قائمة بالعقوبات تتراوح بين الغرامة والطرده الفوري. وفي عام ١٨٩٨ تم تأسيس بورصة شيكاغو للتجارة (CMA)، وكان التداول فيها يتم على مشتقات للمنتجات الزراعية فقط. وفي عام ١٩٤٨ تم تأسيس مركز شيكاغو للتجارة (CBOT)، وقد لعب دورًا كبيرًا في فرض لوائح جديدة في مجال عمل البنوك والأسواق المالية في عقود المشتقات. وقد صدر عام ١٩٣٦ قانون اتحادي يحظر التعامل في العقود الآجلة، إلا إذا استخدمت لتسوية معاملات تبادلية فعلية. وفي فترة لاحقة، وتحديثنا عام ١٩٥١ تم إقرار قانون مقترح من قبل وزارة الزراعة ينظم التعامل عليها. كما عززت هيئة تداول السلع الآجلة من إعتبرات الرقابة على تداول عقود المشتقات، وذلك للحد من التلاعب في الأسواق والسيطرة على عمليات المضاربة، والإستفادة من هذه العقود في عمليات التحوط. راجع:

Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Prepared by the Statistics Department International Monetary Fund, Washington, D.C., October 21–23, 1998, p1.

(١٩) راجع:

Future Trading Act of 1921.

(٢٠) راجع:

H.R.3748 - Derivatives Supervision Act of 1994.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ للمجلد الثاني

في المشتقات المالية والرقابة على معاملاتها^(٢١). وقد ظهر من هذا النقاش أن البعض رأى أن التشريعات القائمة كافية لمواجهة مخاطر المشتقات المالية^(٢٢).

وعلى صعيد الوضع في فرنسا، يلاحظ أنها كانت في طليعة الدول التي حرصت على تنظيم عقود المشتقات، خاصة العقود الأجلة، فقد سنت في عام ١٨٨٥ قانون الصفقات الأجلة Français opérations à terme de droit^(٢٣). وفي عام ١٩٩٦ حرص المشرع الفرنسي على أن يطور بعض الأحكام الخاصة بعقود المبادلات^(٢٤). وقد واصل حرصه واهتمامه بهذه المشتقات، فأصدر القانون النقدي والمالي عام ٢٠٠٠^(٢٥). وأخيرًا قانون التنظيمات الاقتصادية الجديدة في عام ٢٠٠١^(٢٦).

(٢١) راجع:

Christian O. Nagler, Derivatives Disclosure Requirements: Here We Go Again, Cornell Journal of Law and Public Policy, Volume 6, Issue 2 Winter 1997, p442.

(٢٢) راجع:

Olaf De Senerpont Domis, D'Amato: No Need for Derivatives Legislation AM. BANKER, Jan. 6, 1995, p 1.

(٢٣) راجع:

Alessandro Stanziani, Rules of Exchange: French Capitalism in Comparative Perspective, Eighteenth to Early Twentieth Centuries, Cambridge University Press, Rab. I 21, 1433 AH - Business & Economics, p261.

(٢٤) راجع:

Jean-Luc Bailly, Collectif, Économie monétaire et financière, Editions Bréal, Raj. 7, AH - Finance - 383, 1427, p 187.

(٢٥) راجع:

Présentation des dispositions de l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 relative à la partie législative du code monétaire et financier CRIM 2001-08 G3/22-05-2001 NOR : JUSD0130068C, Code monétaire et financier - Euro, Bulletin officiel du ministère de de la justice n° 82 (1er avril - 30 juin 2001).

(٢٦) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية. بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧. المجلد الثاني

وفي المملكة المتحدة، كانت عقود المشتقات تخضع للقواعد العامة في القانون، وقد استمر هذا الوضع حتى صدور قانون الخدمات والأسواق المالية عام ٢٠٠٠ (٢٧)

والملاحظ أن المشرع المصري لم يكن غائبًا تمامًا عن المشهد، فقد سمحت المادة (٤٦) من قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ بالتعامل في العقود الآجلة شريطة أن تعقد في سوق الأوراق المالية، وأن يكون محل هذه العقود صكوك مدرجة في جدول أسعار هذه السوق، وأن يصدر بتنظيم هذه العمليات قرار من الوزير المختص. ورغم ذلك، لم تسمح البورصة المصرية بالتعامل على هذه العقود إلا بخصوص مشتقات الأسهم والسندات. وهو ما دفع هذه الدراسة إلى محاولة التصدي لأهم إشكاليات تنظيمها القانوني.

٤- أهمية موضوع الدراسة:

يكتسب الحديث عن موضوع الدراسة أهميته من نواحي عدة، وهي:

١/ وجود فراغ تشريعي في النظام القانوني المصري يراعى خصوصيات عقود مشتقات الأسهم، وهو ما يمثل خطورة بالغة الأثر؛ لإحاطة هذه العقود بكم هائل من الشبهات الشرعية^(٢٨)، ولما يترتب على التعامل فيها من مخاطر إقتصادية شديدة، لم تتسبب رغم ذلك في عزوف المضاربين عن الإعتماد عليها بشكل كبير في تحقيق الكثير من الأرباح، أو تمسك المستثمرون بها لمواجهة المخاطر الناشئة

Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, Est disponible sur le site:

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000223114>

(٢٧) راجع:

Financial Services and Markets Act 2000, Chapter 8, available at:

www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga_20000008_en.pdf.

(٢٨) النظام المالي الإسلامي - المبادئ والممارسات، ترجمة كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، ١٤٣٥ هـ، ص ٧١.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

عن تقلبات الأسعار^(٢٩)، وغيرها من المتغيرات الشديدة التأثر بالتقلبات الاقتصادية^(٣٠)

٢/ محاولة رسم الخطى أمام المشرع المصري عند تصديده لتنظيم هذه العقود، ليس بغرض إضفاء المشروعية على هذه العقود، ولكن لمحاولة إستيعاب مستجدات التعامل في هذه العقود بضوابط معينة، لتلبية تطلعات المستثمرين الوطنيين في هذا المجال، تجنباً لتداول مخراتهم في أسواق المال الأجنبية^(٣١)، أي لتجنب هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج باحثاً عن الربح في أسواق اجنبية. وأيضاً لتلبية رغبات المستثمرين الأجانب في الاستفادة من الأدوات الاستثمارية التي قد يحتاجون إليها بمناسبة ممارسة استثماراتهم في الدول العربية.

٣/ العزوف المطلق من جانب التشريعات العربية عن وضع تنظيم قانوني لعقود المشتقات بصورة عامة، بدعوى أنها من قبيل القمار المحرم شرعاً، لم يكن هو الحل لمنع التعامل فيها، حيث استقطبتها الأسواق المالية غير الرسمية، مما تسبب

(٢٩) د. عامر يوسف العنوم، أسباب الأزمة المالية العالمية رؤية إسلامية، بحث مقدم ضمن المؤتمر الرابع للبحث العلمي في الأردن، الأحد، ٨ نوفمبر/تشرين الثاني، ٢٠٠٩، ص ٥.

(٣٠) «وقد صدر تقرير عن مكتب رقابة العمنة في الولايات المتحدة، أشار إلى أن المشتقات المالية هي من أسرع أشكال المعاملات المالية نمواً، وأنها استمرت في نموها السريع حتى في ظل ظروف الأزمة المالية العالمية. وأن الجانب الأكبر منها في الولايات المتحدة يتم بواسطة عدد محدود جداً من البنوك الأمريكية الكبرى والشركات التي تصنها. ووفقاً للتقرير فإنه في عام ١٩٩٥ كانت للمشتقات المالية في الولايات المتحدة لا تزيد على ٢٠ تريليون دولار، وفي الربع الثالث من العام لتأخرى قفزت للمشتقات إلى ٢٤٨ تريليون دولار (لاحظ الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة نحو ١٥ تريليون دولار)، أي أن قيمة المشتقات المالية تبلغ نحو ١٧ ضعف قيمة الناتج. بالنسبة لتوزيع هذه المشتقات فإن نحو ٨٢% منها تمثل عقود فائدة، ونحو ١١% عقود نقد اجنبي، ونحو ٦% مشتقات إئتمان، والباقي عقود مشتقات أسهم وسلع وغيرها. من ناحية أخرى؛ فإن توزيع للمشتقات حسب طبيعة المنتج المالي تشمل عقود المشتقات في عقود للمستقبلات والعقود الآجلة بنسبة ١٦%، وعقود الترتيبات المتبادلة Swaps بنسبة ٦٣ %، وعقود الخيارات بنسبة ١٥%، ومشتقات الإئتمان بنسبة ٦%، ومن بين ٢٤٨ تريليون دولار تعد الخمسة بنوك الرئسية في الولايات المتحدة مسؤولة عن نحو ٢٢١,٥ تريليون من المشتقات، وهذه البنوك هي بنك جي بي مورجان تشيز، وستي بنك، وبنك أوف أمريكا، وبنك جولدمان ساكس، وبنك إنش إس بي سي». مقالة بعنوان "المخاطر الحقيقية وراء المشتقات المالية"، منشورة بجريدة البوابة-أعمال، العدد: ٢ مايو ٢٠١٢.

(٣١) راجع:

John Andrew Lindholm, Financial Innovation and Derivatives Regulation - inimizing Swap Credit Risk under Title V of the Futures Trading Practices Act of 1992, op.cit, , p1; Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments, op.cit, p1.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

في مضاعفة مخاطرها، لإنتشار العقود الوهمية والممارسات غير الأخلاقية في هذه الأسواق، مما تسبب ليس فقط في الإضرار بالمتعاملين فيها فحسب، ولكن بالإقتصاد القومي في مجموعه (٣٢).

٤/ أثبت الواقع العملي بما لا يدع مجالاً للشك إعتقاد العديد من المؤسسات المالية العربية (كالبنوك) على عقود المشتقات المالية بهدف التحوط^(٣٣)، ولجئها إلى العقود النموذجية المعتمدة من قبل المؤسسات الأجنبية (ISDA)^(٣٤) لتنظيم العلاقة، وأن هذه العقود لا تراعى الكثير من الضوابط، خاصة من الناحية الشرعية، وغياب الرقابة الكافية عليها من قبل المؤسسات المعنية (البنك المركزي أو هيئة سوق المال)، وذلك لعدم وجود النصوص القانونية التي تضع الضوابط اللازمة لتنظيم التعامل على هذه العقود^(٣٥).

٥/ تعاملت العديد من التشريعات العربية الحديثة في مجال أسواق المال (مثل القانون الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ الخاص بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية)^(٣٦) مع عقود المشتقات المالية بذات المعاملة المقررة للأوراق

(٣٢) د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، للضاربة والقمار في الأسواق للماصرة - تحليل اقتصادي وشرعي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م ٢٠٠٧، ج ١٤، ص ٤٠٠.

(٣٣) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1409.

(٣٤) راجع:

ISDA, International Swap Dealers Association, Inc., MASTER AGREEMENT, dated as of September 26, 2007, available at:

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1107694/000119312508091225/dex1032.htm>

(٣٥) راجع:

Daniel P. Cunningham et al., an Introduction to OTC Derivatives, in SWAPS AND OTHER DERIVATIVES IN 1994, p 138.

(٣٦) وقد كان من أهم التعديلات التي وردت على هذا القانون ما يلي: القانون رقم (١٠٨) لسنة ٢٠١٤ بتعديل بعض أحكام القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٧، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧، المجلد الثاني

المالية (الأسهم والسندات)، وذلك رغم الاختلاف الكبير بينهما. فالمشتقات عقود لا تنطوي على مبادلات حقيقية بين الطرفين، ولكنها مبادلات صفرية، أو محض رهان على فروق الأسعار، وذلك على عكس الحال بالنسبة للأسهم والسندات^(٢٧). الأمر الذي يمثل في مجموعه خلل في التنظيم القانوني، يحتاج إلى معالجة تشريعية سريعة.

٦/ أن المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم تفتقر إلى معايير قانونية لضبط معايير الشفافية والإفصاح والنزاهة، وتراعي خصوصية هذه العقود، وتلزم لتمكين المستثمر من تكوين البصيرة المستنيرة حول طبيعة الالتزامات والمسئوليات الناشئة عنها، لاتخاذ قراره بالاستثمار عن وعي وإدراك حقيقي لطبيعة المخاطر، خاصة في ظل انتشار الغش في الإفصاح عن حقيقة هذه العقود، وتعتمد التفاوضي عن الأخطاء التي تقع في التعامل عليها، وتضخيم الإنجازات والمكاسب الناجمة عنها بتقديم أرقام وهمية عن الأرباح، وتواطؤ شركات المحاسبة والتدقيق مع المسؤولين عن هذه الشركات. الأمر الذي يعظم من أهمية المعالجة القانونية لمعايير الإفصاح والشفافية والنزاهة حول استخدام هذه العقود^(٢٨).

٥- إشكالية الدراسة:

تتركز إشكالية هذه الدراسة في وجود فراغ تشريعي في مجال عقود مشتقات الأسهم المالية، رغم الكم الهائل من التساؤلات التي أثيرت حولها في الأونة الأخيرة، وكانت تتعلق بمدى إمكانية الإعراف بمشروعية التعامل على هذه العقود من عدمه، وطبيعة الضمانات اللازمة لتنفيذ أطراف هذه العقود لالتزاماتهم، والأحكام المنظمة لإنقضاء عقود مشتقات الأسهم وتسوية آثارها، وضوابط حوكمة المؤسسات المتعاملة في هذا العقد.

٢٠١٠ الخاص بأسواق المال وإصدار الأوراق المالية، والقانون رقم (٢٢) لسنة ٢٠١٥ بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

(٢٧) المشتقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر

٢٠٠٩-يناير ٢٠١٠.

(38) راجع:

ROBERT O. KEOHANE, after hegemony: cooperation and discord in the world political economy, 1984, pp320, p 67.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٦- منهج البحث:

فرضت طبيعة إشكالية الدراسة وتساؤلاتها تبني المنهج التأسيلي المقارن، بالنظر إلى خلو النظام القانوني المصري من نصوص تحكم هذه العقود، الأمر الذي فرض ضرورة تحليل بنود وشروط العقود النموذجية الحاكمة لهذه المعاملات من ناحية، ومقارنة موقف التشريعات التي تناولت هذه العقود بالتنظيم، بهدف التوصل للتنظيم المناسب لهذه العقود بما يتوافق مع توجه المشرع المصري في هذا الصدد.

٧- خطة الدراسة:

مبحث تمهيدي: ماهية عقود مشتقات الأسهم وضوابط إبرامها

المطلب الأول: ماهية عقود مشتقات الأسهم المالية

المطلب الثاني: ضوابط إبرام عقود مشتقات الأسهم ودور الوسطاء في إبرامها

الفصل الأول: مشروعية عقود مشتقات الأسهم بين المضاربة والقمار

المبحث الأول: موقف التشريعات القانونية من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

المطلب الأول: موقف التشريعات الوطنية من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

المطلب الثاني: موقف التنظيمات الدولية من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

المبحث الثاني: موقف القضاء والفقهاء الإسلاميين من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

المطلب الأول: موقف أحكام القضاء من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

المطلب الثاني: موقف الفقهاء الإسلاميين من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

الفصل الثاني: ضمانات تنفيذ عقود مشتقات الأسهم وأحكام تسويتها

المبحث الأول: الضمانات غير المباشرة لتنفيذ عقود مشتقات الأسهم

المطلب الأول: أحكام تسوية عقود مشتقات الأسهم

المطلب الثاني: أحكام تصفية عقود مشتقات الأسهم

المبحث الثاني: الضمانات المباشرة لتنفيذ عقود مشتقات الأسهم

المطلب الأول: الضمانات القانونية (الدفع بعدم التنفيذ في عقود مشتقات الأسهم).

المطلب الثاني: الضمانات الإتفاقية للوفاء بعقد مشتقات الأسهم

الفصل الثالث: أحكام إنقضاء عقود مشتقات الأسهم وتسويتها بالمقاصة

المبحث الأول: أحكام إنقضاء عقد مشتقات الأسهم

المطلب الأول: إنقضاء عقد مشتقات الأسهم للخطأ

المطلب الثاني: إنقضاء عقد المشتقات في غير حالات الخطأ

المبحث الثاني: تسوية آثار عقد مشتقات الأسهم بطريق المقاصة

المطلب الأول: مقاصة الختام الفردية **Close out Netting**

المطلب الثاني: المقاصة الجماعية

الفصل الرابع: ضوابط حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم

المبحث الأول: جدوى حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم

المطلب الأول: عقود مشتقات الأسهم في ميزان المخاطر والمزايا

المطلب الثاني: ضرورة حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم

المبحث الثاني: ضوابط الشفافية والنزاهة في سوق مشتقات الأسهم

المطلب الأول: معوقات الشفافية والنزاهة في عقود مشتقات الأسهم

المطلب الثاني: آليات تعزيز الشفافية والنزاهة في سوق مشتقات الأسهم

ماهية عقود مشتقات الأسهم وضوابط إبرامها

٨- حظى الحديث عن ماهية عقود مشتقات الأسهم وضوابط إبرامها بأهمية خاصة في الأوساط القانونية والاقتصادية، خاصة بعد أن ثبت أنها رغم اعتبارها من قبيل العقود المالية، إلا أنها تحظى بمفهوم شديد الخصوصية، انعكس على ضوابط إبرامها، وذلك على التفصيل التالي:

المطلب الاول

ماهية عقود مشتقات الأسهم المالية (٤٠)

(٣٩) يعرف الاشتقاق بأنه عبارة عن " توليد الألفاظ بعضها من بعض، ولا يتسنى ذلك الا من الألفاظ التي بينها لفظ مشترك تتولد منه. فهو أشبه ما يكون بالرابطة النسبية بين الناس". وتطبيق ذلك على العقود، يلاحظ أن العقد المشتق هو عقد متولد عن عقد آخر ومشتق عنه، وليس له قيمه في ذاته إذا ما انفك عن العقد المشتق منه، وهذه العقود اشتقت قيمتها وتولدت من قيمة الأصول محل التعاقد. ويلاحظ أن مفهوم العقد المشتق في الفقه الإسلامي يختلف عما سبق، فمثلا يقول الفقهاء أن لفظ البيع هو المشتق وليس العقد نفسه. ولفظ السلم مشتق من استلام رأس المال أي تعجيله، فلفظ السلم هو المشتق وليس العقد. وبناء عليه ليس هناك ما يسمى بالعقد المشتق في الفقه الإسلامي. د. هشام السعدني تخليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٥٢-٥٥.

-والملاحظ أن المشتقات المالية ليست جزءا من الأشياء التي اشتقت منها (كـمشتقات لمعادن والألبان)، لكنها التزامات ينشئها المتعاقدان على أشياء ذات قيمة سوقية؛ مثل السلع، ليصبح الأتجار فيها مثل الأتجار في السلع ذاتها. ومثال على ذلك لو قام مالك سلعة محددة لها سعر محدد وتاريخ تسليم محدد، حق شراء هذه السلعة بسعر السوق. د. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز "الاقتصاد الإسلامي"، ٢٧م، ع ٢٧٤-٢٠١٤م/ ١٤٣٥هـ، ص ٤٤-٤٣.

(٤٠) يجب لفت الإنتباه إلى أن عقود المشتقات المالية ليست أدوات حديثة العهد، فقد كانت أسواق الأرز في اوساكا قديماً سوقاً للبيوع الآجلة. بالإضافة لذلك، كانت هناك أسواق آجلة في القرن السابع عشر، كما كانت هناك أسواق للعقود المستقبلية في القرن الثامن عشر. كما أن أسواق العقود المستقبلية في فرنكفورت أنشئت عام ١٨٦٧ وفي لندن ١٨٧٧. وفي نيويورك أنشئت سوق للقطن عام ١٨٧٢، وبدأ التعامل في العقود الآجلة في مصر عام ١٩٠٧. ومع بداية السبعينات شهدت الأسواق المالية تطورات هيكليّة كان أهمها ظاهرة (Décloisonnement Désintermédiation)، وهي مصطلحات تعنى رفع القيود والحواجز، أو اللاوساطة، وتشير إلى إلغاء فكرة الوساطة في التعامل، لإزالة الحواجز بين الأسواق المالية لرفع كفاءتها، بغرض التعامل في الأسواق المالية بعيدا عن البنوك التجارية، وذلك بعد أن زادت أهمية هذه الأسواق مقارنة بالبنوك. فهذه الأسواق أصبح لها دور فائق في تمويل الوحدات الاقتصادية، لم تتمكن البنوك من القيام به لتقيدها بقيود الميزانية. بل العجيب أن البنوك بدأت تتوجه نحو الاستثمار في هذه الأسواق بقوة الأمر الذي لوح بالعديد من المخاطر، واستدعى ضرورة وجود التشريعات القانونية التي تراع التغييرات التي وقعت، وتقلل من المخاطر للمصاحبة لهذه العمليات قدر الإمكان. كما ظهر أهمية وجود القوانين المرنة تجنبا للالتفاف عليها من قبل المتعاملين في هذه الأسواق. ويشير مصطلح مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٩- حازت عقود مشتقات الأسهم على مفهوم قانوني أُنسم ببعض الغرابة، مما تسبب في وجود نوع من الإبهام والغموض حول مفهومها لدى الكثير. يضاف لذلك، أن أنواعها تعددت وتشتعبت على نحو تسبب في تداخلها، وهو ما يدعو إلى ضرورة الوقوف على مفهوم محدد لها، والتمييز بين أنواعها المختلفة، وذلك على التفصيل التالي:

أولاً/ عقود مشتقات الأسهم ذات مفهوم قانوني مختلف:

١٠- كان ولا يزال تعريف عقود المشتقات بشكل عام وعقود مشتقات الأسهم بشكل خاص أمر يتسم بالصعوبة. ولم تكن الصعوبة في قلة التعريفات التي تناولت هذه العقود، بقدر ما كانت في فهم مدلولها، وعجزها عن طرح تصور واضح لمفردات هذه العقود، وإبراز خصائصها عن نحو يساعد على تمييزها عن غيرها من التصرفات القانونية القريبة منها.

وقد تنوعت التعريفات التي قيلت لإبراز مفهوم هذه العقود، بتعدد زوايا النظر إليها. فعرفت بأنها عبارة عن نوع من العقود المالية التي تتشقق قيمة محلها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط (كالأسهم). ومن أبرز أشكالها؛ عقود المستقبلات والعقود الآجلة وعقود المقايضات وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة^(٤١).

رفع الحواجز في الأسواق المالية أيضاً إلى إلغاء التخصص في الأنشطة المالية، وفتح العمل للمؤسسات المالية في كل أسواق السوق المالي (السوق النقدي والسوق الرأسمالي)، والسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة نشاطها في السوق المحلي. وكذلك السماح للمؤسسات المحلية أن تباشر نشاطها خارج النطاق الإقليمي. وقد تسببت هذه الظواهر في توسيع حجم النشاط في الأسواق المالية، وتنوع وتعدد للتجات المالية بداخلها. وقد صاحب هذه الأمور العديد من المخاطر نتيجة زيادة تخر هذه الأسواق؛ كان من أهمها: خطر عدم النفع، وخطر سعر الفائدة، والتقلبات الحادة في أسعار المواد الأولية، الأمر الذي دعا إلى ضرورة ابتكار أدوات مالية لتغطية هذه المخاطر، فكانت للمشتقات المالية. راجع لمزيد من التفصيل: د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٥؛ صرامة مريم، دور للمشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة ٢٠٠٨ دراسة تحليلية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم السير - جامعة متوري قسنطينة - الجزائر، ٢٠١٢، ص ٢.

(٤١) راجع في هذا المعنى: د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٥٨.

عرفت أيضًا بأنها " عقود مالية تشق قيمتها من قيمة أصول مالية وحقيقية (أسهم) وتكون لتلك العقود مدة زمنية محددة، بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها بين طرفي العقد عند تحريره" (٤٢).

عرفت أيضًا بأنها عبارة عن عقود مالية متعلقة بفقرات خارج الميزانية، ترتبط قيمتها بقيمة أحد الأسهم (٤٣).

عرفها قانون الشركات الاسترالي بأنها عبارة عن اتفاق تعاقدى ينطوي على الدفع أو التسليم في أجل محدد في المستقبل، وهو ذو طبيعة نمطية، ينطوي على تبادلات بين طرفيه وفق إختيارات مستقبلية (٤٤).

وقد حرص صندوق النقد الدولي على أن يدلوا بدلوه في هذا الصدد، فعرفها بأنها عبارة عن " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب إستثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري" (٤٥).

من جانبه حرص مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته السنابعة عام ١٩٩٢ على تعريف عقود الخيارات (كأحد صور المشتقات) بأنها عبارة عن " الإعتياض عن

(٤٢) د. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مرجع سابق، ص ٣-٤٤.

Don M. Chance, Robert Brooks, an Introduction to Derivatives and Risk Management, 9th Edition, chapter 1, South-Western, Cengage Learning, 2013, p1.

(٤٣) بن رحم محمد خميسي، المشتقات المالية المشقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعة، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، في الفترة من ٢٠ الى ٢١ أكتوبر ٢٠٠٩، ص ٢. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود للمشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٦٦.

Don M. Chance, Robert Brooks, an Introduction to Derivatives and Risk Management, op. cit, p1.

(٤٤) راجع: CORPORATIONS ACT 2001 - SECT 72, available at: http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/repealed_act/cl184/s72.html

(٤٥) راجع:

International Monetary Fund, Financial Derivatives, available at:

<http://www.imf.org/external/np/sta/fdj>

الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين أما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين" (٤٦).

ويعد التشريع الكويتي رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ من أحدث التشريعات المالية العربية، والذي حرص في مادته الأولى على تعريف هذه العقود بأنها عبارة عن "أدوات مالية تشق قيمتها من قيمة الأصول المعينة، مثل الأسهم والسندات والسلع والعملات. ويمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى".

ويلاحظ أن المفهوم العام للعقد المشتق في الفقه الإسلامي يختلف عما سبق. فمثلا يقول الفقهاء في أن لفظ البيع هو المشتق وليس العقد نفسه. ولفظ السلم مشتق من إستلام رأس المال؛ أي تعجيله. فلفظ السلم هو المشتق وليس العقد. وبناء عليه ليس هناك ما يسمى بالعقد المشتق في الفقه الإسلامي (٤٧).

تعد عقود مشتقات الأسهم من قبيل العقود المالية، إلا أنها رغم ذلك تحظى بمفهوم مختلف، تسبب في إثارة العديد من الإشكاليات حول مشروعية هذه العقود من الناحية القانونية، وحول طبيعتها القانونية، والضمانات اللازمة للوفاء بها. ويتضح من جملة التعريفات السابقة، أن عقود مشتقات الأسهم ذات مفهوم مختلف عن غيرها من العقود المالية الأخرى، وذلك للأسباب التالية:

١/ المشتقات المالية ليست أصول مالية أو عينية، وإنما هي عقود أو إتفاقيات تهدف إلى تنفيذ عملية تجارية في وقت لاحق، وفقاً للمواعيد المتفق عليها (٤٨). وهي لا تكتسب قيمتها بصورة ذاتية، ولكن بالاعتماد على أصل آخر. فهي ليست لها قيمة مستقلة من حيث الأصل، ولكنها تستمد قيمتها من القيمة السوقية للأسهم والسندات محل الإستقاق (٤٩). كما لا يفهم من ذلك أن هذه العقود تعد جزء من

(٤٦) مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي للمعقد في دورة مؤتمره السابع، حدة للملكة العربية السعودية، مجلة المجمع، قرار رقم ٦٣ (١/٧) بشأن الأسواق المالية، ٧-١٢ ذي القعدة ١٤١٢ الموافق ٩-١٤ مايو ١٩٩٢م.

(٤٧) د. هشام السعدني خليفة بلوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٥٥.

(٤٨) د. سمير عبد الحميد ورضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٥٦.

(٤٩) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), p-28, available at:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني
٤٧٥

الأسهم التي اشتقت منها، ولكنها عبارة عن التزامات ينشئها المتعاقدون على هذه الأسهم، ليتم التعامل عليها كما لو كانت سلعة يتم تداولها بشكل مستقل^(٥٠). فقيمة المشتق المالي مرتبطة في الأساس بقيمة المشتق الرئيسي (السعر المرجعي) (٥١)، بسبب أن السعر المستقبلي غير معروف على وجه اليقين وقت التعاقد، ولن يكون معروفًا إلا وقت الإستحقاق.

٢/ تنشأ المشتقات بموجب إتفاق تبادلي بين اثنين أو أكثر، يلزمهما بتبادل مدفوعات نقدية ذات قيمة مستقلة في السوق المفتوح^(٥٢). وعلى الرغم من أنها تحمل منفعة مالية لمستخدميها، إلا أنهم ملزمون أيضًا بتحمل المخاطر المترتبة على استخدامها^(٥٣). وتتوقف قيمة هذا الاتفاق على حركة التداول في السوق المفتوح، التي تعتمد في الأساس على قيمة الدفعات الأساسية المقدمة عند إبرام العقد^(٥٤).

٣/ أن معظم عقود مشتقات الأسهم تتسم بالصورية، حيث أنها لا تهدف إلى تملك أو تملك، ولا تهدف إلى تسليم أو تسلم، وإنما هي محض رهان على اتجاهات الأسعار (٥٥).

٤/ يعتمد على عقود مشتقات الأسهم بشكل كبير في التحوط ضد مخاطر الأسواق المالية^(٥٦)، فالمتعاقدين أحدهما بائع للمخاطر والآخر مشتري لها^(٥٧)، أحدهما

<https://math.illinoisstate.edu/krzysio/MAT483/Derivatives-PracticesPrinciples.pdf>

(٥٠) د. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مرجع سابق.

(٥١) ويتم تحديد السعر المرجعي في ضوء سعر السهم والفهرس أو لسمة الأسعار والسعر السوقي أو مؤشر البند الأساسي.

(٥٢) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit, p 28.

(٥٣) راجع:

Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss?, the American university Law review, Vol. 43:1023, (No publication date), p1029.

(٥٤) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. p28.

(٥٥) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٦٠.

(٥٦) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الثاني

يسعى إلى التخلص من المخاطر، والآخر يقبلها نظير مكافأة (Reward)^(٥٨). وفي الولايات المتحدة يختلف النظام القانوني المطبق على المشتقات بحسب نوع الأداة المالية، وهذه المتطلبات لا يمكن لها رغم ذلك أن تمنع المخاطر الكبيرة المرتبطة بهذه العقود^(٥٩). وتسهم المشتقات بهذا المعنى في مساعدة المؤسسات في التخلص من المخاطر والتعامل فيها، وذلك دون تداول السلع الأساسية. ويمكن أن يتم ذلك أما عن طريق العقد ذاته؛ مثل عقد خيارات الأسهم، أو عن طريق إنشاء عقد جديد يتناسب بطريقة تعويضية مع العقد الموجود قبل ذلك، ويطلق على النشاط الأخير القدرة على الدفع Offsetability^(٦٠) ويحدث ذلك في عقود الاسهم الأجلة. ويعني هذا أنه من الممكن القضاء على المخاطر من خلال خلق عقد أو منتج جديد يكون لديه القدرة على مواجهة مخاطر المعاملة الأولى. ف شراء المشتقات الجديدة هو المعادل الوظيفي لبيع المشتق الأول، بهدف القضاء على الخطر.

٤/ يتميز عقد مشتقات الأسهم عن عقد شراء الأسهم، في أن الأخير يتم دفعه مقدما ليتم إستراداده بعد ذلك (عند إعادة بيع السهم أو عند تصفية الشركة). وأن هناك عائد على الاستثمار فيه. أما المشتق، فلا يتم دفعه مقدما ليتم الإسترداد فيما بعد، كما لا يوجد عائد على الاستثمار فيه (٦١).

٥/ تتميز عقود مشتقات الأسهم بأنها رغم أنها تنشئ التزامًا تبادليًا لأطرافها، إلا أنها لا ينتج عنها أي تدفق مبدئي، وذلك على خلاف الأدوات المالية الأصلية المقابلة للمشتقات (كالأسهم) حيث ينتج عنها تدفق نقدي مبدئي، يظهر في صورة مدفوعات نقدية فعلية. تظهر في صلب الميزانية، ويترتب على الحصول عليها

Schuyler K. Henderson, Henderson on derivatives, 2d ed, 2010, p5.

(٥٧) راجع:

Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss?, op. cit, p1029.

(٥٨) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٦١.

(٥٩) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating Derivatives: Does Transnational Regulatory Cooperation Offer a Viable Alternative to Congressional Action?, op.cit, p1400.

(٦٠) ويقصد بهذه العبارة إمكانية استبعاد المخاطر المرتبطة بالمشتق المالي، وليست المرتبطة بالعقد الأصلي ومخاطره. وهي بهذا المعنى تختلف عن حق الدفع offset، الذي يعطي للدائن الحق القانوني في دفع المطالبات للموجهة اليه من الطرف المقابل.

(٦١) د. هشام السعدني خليفة بلوي، عنود للمشتقات المالية - دراسة نقدية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٦٦.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

تدفق نقدي يظهر في صورة مدفوعات نقدية يسدها من يرغب في تملكها، يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من بيعها^(٦٢).

وبمفهوم المخالفة، وفق المفهوم السابق، لا يعد من قبيل عقود مشتقات الأسهم المالية العقود والمعاملات التالية^(٦٣).

أ/ عقد بيع السهم بسعر ثابت، فهو لا يعتبر أداة مالية مشتقة، ما لم يكن التعامل على هذه الاسهم قد تم بأسلوب التعاقد النموذجي، وكان الهدف من العقد تداول المخاطر.

ب/ عقود بيع الأسهم المتأخرة، بشرط أن يكون التأخير قد تم في سياق الأعمال الإعتيادية (ويحدث ذلك عادة بسبب طول فترات التسوية العادية للمعاملات الفورية في الأسواق المالية). الأمر الذي يؤدي الى تحرك الأسعار، ولا يؤدي الى اختلاف قيمة المعاملة في ميزان المدفوعات.

ج/ عقود التأمين ضد مخاطر التعامل على الأسهم ليست من قبيل عقود المشتقات، فهذه العقود تهدف إلى الحماية من مغبة وقوع حوادث معينة، والكثير منها لا يعكس أسعار السوق الحالية. فالتأمين هو شكل من أشكال الوساطة المالية، التي يتم من خلالها تجميع الأموال من حملة وثائق التأمين، واستثمارها في الأصول المالية المحفوظ بها في صورة إحتياطيات، لمواجهة المتطلبات المستقبلية، نتيجة وقوع حوادث معينة في المستقبل والمحددة في وثيقة التأمين. وهذا هو التأمين ضد المخاطر، وليس الاتجار في المخاطر.

د/ عقود الضمان التي تهدف الى مواجهة الحالات الطارئة Contingencies: مثل الضمانات وخطابات الاعتماد، فهي لا تعد من المشتقات المالية، لأنها قيمتها لا تشتق من قيمة أصول مالية أخرى.

ذ/ ليس من قبيل عقود مشتقات الأسهم أيضاً، الأدوات المالية التي لا تعد جزء من ذات جنس الأصل، وذلك لأنه يشترط أن يكون العنصر المشتق جزء لا يتجزأ من الأداة الأساسية. ومن ثم السندات القابلة للتحويل الى أسهم، والأوراق المالية التي

(٦٢) المرجع السابق، ص ٥٤.

(٦٣) راجع: Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, op.cit, p4.

تحمل خيار سداد أصل الدين بعملة مختلفة عن عملة الإصدار لا تعد من قبيل مشتقات الأسهم.

١١-ومما يسهم في ضبط زوايا مفهوم عقود مشتقات الأسهم، تحديد أطراف هذا العقد، خاصة في ظل تعدد المشروعات المتعاملة في هذه العقود، وهم ينقسمون إلى:

أولاً/ الوسيط:

وهو عبارة عن جهة تتوسط للتوفيق بين رغبات الأطراف لإبرام أحد عقود مشتقات الأسهم، وضمان تنفيذ كل طرف لإلتزاماته، مقابل عمولة يتقاضاها نظير ذلك^(٦٤). كما لو توسط بنك زراعي بين شركة لإنتاج الذرة (منتج) ومصنع للزيوت (مستهلك). هنا سيقوم البنك بإصدار عقد خيار بيع للمنتج ليكون له بموجبه حق بيع السلع بكميات ومواصفات محددة في عقد الخيار عند تاريخ تنفيذ العقد. وفي ذات الوقت، يصدر ذات البنك للمستهلك عقد خيار الشراء، الذي يكون للمستهلك بموجبه حق شراء الذرة بكميات محدد وفق السعر المتفق عليه في وقت تنفيذ العقد. ويكون للتاجر القدرة على الوصول الى الأسواق المختلفة لتسويق المشتقات، كما يكون لديه القدرة على تزويد هذه الأسواق بالمعلومات اللازمة حول طبيعة الصفقات المتداولة. ويسعى التاجر عادة لإملاك محفظة تتألف من عدة مشتقات لأسهم وسندات مختلفة، تمكنه من تنفيذ العديد من الصفقات المتنوعة مع العملاء^(٦٥). وعند تنفيذ صفقة مع أحد المستخدمين النهائيين، فإن التاجر يقوم بالدخول في عملية أخرى مع مستخدم نهائي آخر^(٦٦).

(٦٤) د.خالد عبد الرحمن ناصر المهنا، المشتقات المالية - دراسة فقهية، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، للشروع رقم (٢٣-٠٢)، ١٤٣٤-٢٠١٣، ص ٣٥.

Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss?, op.cit, p1403.

(٦٥) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. 41.

(٦٦) راجع:

Daniel P. Cunningham et al., an introduction to OTC Derivatives, op.cit, p 154-70.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وجدير بالملاحظة، أن قانون الأوراق المالية الأمريكي قد منع البنوك من التوسط في عقود المشتقات. واستثناءً من ذلك، سمح له بالمشاركة في واحدة أو أكثر من هذه الأنشطة وفق الشروط التالية^(٦٧):

١/ أن يقتصر دور البنك على مجرد تسهيل تقديم خدمات الوساطة، كما لو تعاقد أو أتفق مع أي وسيط أو سمسار مسجل تحت هذا المسمى، للسماح للأخير بتقديم خدمات السمسرة داخل البنك أو خارجه.

٢/ يجب توضيح أن هذا الوسيط هو الشخص الملتزم بتقديم خدمات الوساطة، والمسئول عن ما يقع من تقصير في هذا الشأن.

٣/ الوسيط أو السمسار يقوم بخدمات الوساطة بشكل مستقل تمامًا عن البنك.

٤/ أي إعلان يصدر عن البنك بخصوص خدمات الوساطة، يجب أن يشير بشكل واضح لا يثير أي لبس إلى أن هذه الخدمات تؤدي عن طريق وسيط وليس عن طريق البنك.

٥/ أي مواد تستخدم من قبل البنك لتعزز أو تقوى خدمات الوساطة يجب أن تتوافق مع القوانين الفيدرالية للأوراق المالية.

٦/ لا يجوز لموظفي البنك كأصل عام الإشتراك في تقديم خدمات الوساطة الخاصة بالمشتقات المالية، وذلك ما عدا الأشخاص العاملين كوسطاء المؤهلين وفق قواعد التأهيل الذاتي، الذين يؤدون وظائف كتابية ومحاسبية بالاتصال مع الوسطاء الماليين، مثل الموظفين الذين قاموا بإرسال الأموال والأوراق المالية.

٧/ لا يحق لموظفي البنك الحصول على أي مكافأة أو حافز عن الصفقات التي تتم، ما لم يكن هؤلاء الأشخاص وكلاء أو وسطاء بأجر.

(٦٧) راجع:

Securities exchange act 1934, as amended through P.L. 112-158, approved august 10, 2012, Sec

(3). 4.A, available at:

<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول...٢٠١٧. المجلد الثاني

٨/ يجب إعلام جميع العملاء عند تلقي الخدمة بكافة التفاصيل الخاصة بالوسيط أو السمسار.

٩/ لا يجوز أن يكون للبنك حساب للأوراق المالية خاص بالعملاء، باستثناء الحالات التي يسمح بها هذا القانون.

١٠/ يجب على البنك أو الوسيط أن يعلم العميل أن الخدمات الخاصة بالأوراق المالية ومشتقاتها ليست مضمونة من قبل البنك، ولا يسري عليها ما يسري على الضمانات الخاصة بالودائع القيدرية.

ويجب ملاحظة أن هناك بعض عقود مشتقات الأسهم لا يكون فيها للوسيط دور فاعل، مثل عقود Over The Counter، حيث أن هذه العقود يتم فيها التعاقد بشكل مباشر بين الأطراف لملائمة احتياجاتهم، ولا تظهر في صورة العقود النموذجية المتداولة في البورصة^(٦٨).

ثانياً/ البائع:

وهو الشخص الذي يقوم ببيع الأسهم المحددة في عقد الخيار، تحسباً لإنخفاض الأسعار وقت البيع مما قد يعرضه للخسارة. لذلك تجد له مصلحة في إبرام خيار بيع يسمح له ببيع الأسهم بسعرها الأعلى وقت إبرام العقد لتجنب بيعه بسعر منخفض (سعر السوق) وقت التنفيذ.

ثالثاً/ المشتري:

وهو من يسعى إلى الدخول في العقد لشراء الأصول المتعاقد عليها. ويهدف إلى الحصول على الأسهم بسعر مناسب لضمان تحقيق الربح، خاصة إذا كانت هذه الأسهم عرضة لتقلبات العرض والطلب. لذلك يلجأ إلى عقد خيار الشراء للحصول على السهم بسعر يقل عن سعر السوق وقت التنفيذ. وتتكون طبقة المشتريين من الهيئات والمؤسسات الحكومية والمستثمرين والمؤسسات المالية^(٦٩). وعادة ما

(٦٨) راجع:

Transparency and over-the-counter derivatives: The role of transaction transparency, op. cit, p2

(٦٩) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول. ٢٠١٧ المجلد الثاني

يخشى المستثمرون الصغار من الدخول في صفقات مشتقات الأسهم، خاصة إذا كانت تتم في الأسواق الدولية. أيضًا هناك قلق من التعامل في هذه المشتقات من قبل صناديق الاستثمار المشتركة وشركات التأمين وصناديق المعاشات الحكومية. وقد ذكر أحد المعلقين أن هناك العديد من الجهات تتعامل في مجال مشتقات الأسهم بصورة غير مباشرة^(٧٠).

محمل ما سبق، يشير إلى أن عقود مشتقات الأسهم ليست بدعًا من العقود، ولكنها إتفاقات تعاقدية أنعكس الغرض منها على طبيعة وشكل التزامات أطرافها، لتبدو الأخيرة ذات طابع غير مألوف مقارنة بسائر العقود التقليدية الأخرى، التي تتطوى على تسليم أو تسلّم، أو تملك أو تملك. فالغرض من مشتقات الأسهم التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار والإحتياط ضد وقوع الأزمات، مما جعل مضمون الإلتزام فيها يظهر في تمكين أحد الأطراف من الإختيار المستقبلي بين شراء السهم أو رفضه بما يحقق مصلحته. أو الشراء المستقبلي للسهم بسعر تم الإتفاق عليه في وقت سابق تجنبًا لزيادة الأسعار المستقبلية، الأمر الذي جعل هذه العقود تبدو وكأنها من قبيل القمار، لغلبة طابع المضاربة على فروق أسعار الأسهم.

ويبدو لنا تعريف هذه العقود بأنها عبارة عن إتفاقات مالية تشتق قيمتها من قيمة سهم أو مجموعة من الأسهم وتتطوي على حق إختيار البيع أو الشراء المستقبلي، تتم بغرض التحوط ضد تقلبات أسعار هذه الأسهم في المستقبل. ويكون لتلك العقود مدة زمنية محددة، بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحريره.

ثانيًا/ أنواع عقود مشتقات الأسهم المالية:

١٢- يصعب من الناحية العملية حصر عقود مشتقات الأسهم، حيث تقدم الهندسة المالية كل يوم الجديد في هذا المجال، أما في صورة صناديق إستثمار، أو في

Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss?, op.cit, p1435.

(٧٠) راجع:

Ibid, p1436.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

صورة أدوات مالية. فمثلا اعتبرت حديثاً عمليات الشراء بالهامش^(٧١) من قبيل عقود المشتقات^(٧٢).

وتعد عقود مشتقات الأسهم أول أنواع المشتقات ظهوراً، حيث كانت تصدرها الشركات وتُعطى لحائزها الحق في شراء أسهم الشركة بسعر مُعين في تاريخ لاحق. وأيضاً السندات القابلة للتحويل إلى أسهم. وقد لعبت هذه الأدوات دوراً بالغ الأهمية في تلبية إحتياجات الإستثمار العالمي^(٧٣).

ومن الأمور الثابتة في هذا الشأن أن عقود مشتقات الأسهم قد تم حظرها في الولايات المتحدة عام ١٩٣٦ بسبب بعض المشاكل والأزمات التي تسببت فيها. إلا أنه قد تم التصريح بها مرة أخرى عام ١٩٨٢. وفي الآونة الأخيرة زاد ظهور عقود الأسهم الأجلة Forward contract والمستقبلية Futures Contracts. وقد تطور هذه الأدوات بشكل كبير إلى أن وصل إلى التعامل بالأصول الافتراضية وhypothetical derivatives (كالتعامل على مؤشرات الأسهم)، بالإضافة إلى المشتقات المختلطة combination derivatives، والتي تسمح بالدخول في عقد مستقبلي في تاريخ لاحق يشتمل على سهم غير الذي تم عليه التعاقد في المرة الأولى^(٧٤). وقد تسببت هذه التطورات في أن المضاربين لم يعد يعتمدون على التعامل في الأصول التقليدية (الأسهم) بشكل كبير، لأنهم وجدوا في المشتقات البديل السهل للمضاربة، خاصة وأنها لا تحتاج إلى نقل فعلي لملكية الأصول

(٧١) ويعرف الشراء بالهامش بأنه عبارة عن الإقتراض لشراء أوراق مالية، على أن تكون هذه الأوراق ذاتها ضماناً للوفاء بهذا القرض، وهو بهذا المعنى يزيد من

القوة الشرائية للمستثمر، حيث سيملكه من شراء كميات كبرى من الأوراق المالية دون أن يدفع قيمتها بالكامل من موارده الذاتية. راجع:

Margin/Loan Trading Regulations, Tokyo Stock Exchange, Inc, (as of March 16, 2015), available at:

http://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/rules/regulations/tvdivq000001vyt-att/margin-loan_trading_regulations_20150316.pdf

(٧٢) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٦٧.

(٧٣) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٦٣.

(٧٤) المرجع السابق، ذات الموضوع.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني - -

(الأسهم). يضاف لذلك، أن المشتقات ساعدتهم بشكل كبير على التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار^(٧٥).

وتعد عقود الخيارات^(٧٦) والعقود المستقبلية^(٧٧) وعقود المبادلات^(٧٨) من أكثر صور عقود مشتقات الأسهم شيوعاً. وعلى الرغم من حرص بعض الدول (مثل الولايات المتحدة الأمريكية) على أفراد نظام قانوني لكل نوع من هذه العقود، إلا أن ذلك لم يمنع المخاطر الكبيرة المرتبطة بالمشتقات^(٧٩).

١٣- ويقتضى الأمر التعرض للتنظيم القانوني لكل نوع من هذه العقود، وذلك على التفصيل الآتي:

١/ عقود الأسهم المستقبلية Future Contract:

١٤- تعرف عقود الأسهم المستقبلية بأنها عبارة عن إتفاقات تعطي الحق في شراء أو بيع سهم أو مجموعة من الأسهم في تاريخ مستقبلي، مع التزام الأطراف بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد (في صورة نقدية أو أوراق مالية) لدي الوسيط، بغرض مواجهة إخلال أحدهم في تنفيذ ما ألتزم به^(٨٠).

(٧٥) للمرجع السابق، ذات للموضع.

(٧٦) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. p28.

(٧٧) راجع:

Ibid. p28.

" بأنه معنى يشير إلى أي منظمة أو جمعية أو مجموعة Exchange(78) وقد شرح القانون الأمريكي لتبادل الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ مصطلح التبادل " من الأشخاص، سواء تمتع بالشخصية الاعتبارية أم لا والذي توفر مكانا ومراقب وسوقاً تجلب بالعين ومشتري الأوراق المالية لممارسة لتعاملات المختلفة المتعلقة بهذه الأوراق، خاصة فيما يتعلق بتبادلها.

SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, AS AMENDED THROUGH P.L. 112-158, APPROVED AUGUST 10, 2012, Sec 3.(a).(1).

(٧٩) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating Derivatives: Does Transnational Regulatory Cooperation Offer aViable Alternative to Congressional Action?, op. cit, p1402.

(٨٠) وحديث بالتكر أن العقود لمستقبلية تعتمد بالنظر إلى عمل التعاقد إلى العديد من الأنواع، أهمها: ١/ العقود للمستقبلية على الأوراق المالية - ٢/ العقود المستقبلية على السلع للمادة - ٣/ العقود المستقبلية على العملات. د. نصح مسعودة، التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والصور التحوطي لها بعد تطورها بما مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

عرفت أيضًا بأنها عبارة عن اتفاق بين طرفين، الطرف البائع ويسمى صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، على أن يلتزم البائع بتسليم المشتري سهم أو مجموعة من الأسهم في تاريخ لاحق يسمى تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتم الإتفاق عليه يسمى تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتم الإتفاق عليه عند التعاقد. ويلتزم كل طرف أن يودع لدى الوسيط نسبة من سعر العقد يطلق عليها "الهامش المبدئي"، لإثبات الجدية وحسن النية^(٨١).

وتلعب هذه العقود دورًا بالغ الأهمية في التحوط ضد تقلبات أسعار الأسهم محل عقد الاشتقاق^(٨٢)، وهو ما يلبي الإحتياجات الهامة للمشروعات في تثبيت الأسعار. وقد أصبحت هذه الوظيفة الأكثر أهمية في ضوء التقلبات الشديدة التي تشهدها الأسواق المالية في السنوات الأخيرة^(٨٣).

وتبرم هذه العقود بواسطة السماسرة نظير عمولة يحصلون عليها^(٨٤)، أى دون لقاء مباشر بين المتعاقدين^(٨٥). ويتم عرضها بطريق المزاد المفتوح، حيث يخصص

يتفق مع الشريعة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العلية، عدد نوفمبر- ٢٠١٦، ص ١، ٥. أحمد محمد خليل الإسلامبولي، العقود المستقبلية والشريعة الإسلامية، محاضرات علمية (حوار الابعاء)، ١٦/٣/١٦ هـ ١٤٤٤/٤/٢٠٠٧ م، ص ١٠٦. مناقشة على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.kantakji.com/media/4717/c414.pdf>

(٨١) سميرة محسن، للمشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، ٢٠٠٦، ص ١١.

(٨٢) راجع: U.S. Supreme Court, *Coopers & Lybrand v. Livesay*, 437 U.S. 463 (1978), No. 76-1836, Argued March 22, 1978, Decided June 21, 1978, 437 U.S. 463.

(٨٣) وسوف تصبح هذه المهمة أكثر أهمية في المستقبل خاصة بالنسبة للمؤسسات المالية مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين. حيث تسمى هذه المؤسسات إلى تأمين قيمة محافظها الاستثمارية ضد مخاطر تقلبات الاسعار. راجع:

Friedrich E.F. Hey, A New Era of Financial Futures Trading in Germany: Sweeping Changes in the Legal and Business Environment, op.cit, p293

-ويرى البعض أن الغرض الرئيس من العقود المستقبلية على الأسهم هو المضاربة وليس مجرد التحوط ولا حتى التنفيذ النطقي بتسليم المبيع في الوقت المتفق عليه، وإنما المضاربة على فروق الأسعار بين وقت الإنشاء ووقت التنفيذ. ويلتزم الخاسر بأن يدفع للرباح فروق الأسعار عبر بيوت المقاصة.

Sherin Kunhibava, DERIVATIVES IN ISLAMIC FINANCE, ISRA, Researcher paper No 7/2010, p3.

(٨٤) وتعرف عمولة الوساطة بأنها عبارة عن مبلغ يفرضه الوسيط على المتعاقد نتيجة تنفيذ الصفقات أو خدمات التسوية، وغيرها من الخدمات الأخرى ذات الصلة بعقود المشتقات. فهرس للمصطلحات المالية، سوق البحرين المالي، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثالث - ص ٤٨٥

غرفة خاصة في الأسواق المالية للتعامل في هذه العقود. ويتم النداء عليها بصوت يسمع المشاركين، أو باستخدام الإشارات الدالة على المقصود، حتى تمام إبرام العقد. ويتم الإتفاق على كل ما يتعلق بالثمن والكمية وطريقة التسليم ومكانه. ويتم إفراغ هذه العقود في نماذج خاصة لدى بيوت التسوية التابعة لسوق الأوراق المالية، تحتوي على بيانات مفصلة حول البائع والمشتري ووكلائهما. والملاحظ أن هذه البيوت تلعب دوراً هاماً ليس فقط في تحرير العقد، ولكن أيضاً في تنفيذه. حيث بمجرد إبداء البائع والمشتري لرغباتهما في إتمام العقد، يتولى بيت التسوية التنفيذ الفعلي لما تم الإتفاق عليه، من خلال ضمان التزام كل طرف بما تعهد به في مواجهة الآخر، سواء البائع أم المشتري، حتى تمام عملية التسوية^(٨٦).

وتجدر الإشارة إلى أن إدارة البورصة هي التي تتولى إجراءات التعاقد في حالة البيع المستقبلي (سواء في حالة التعاقد الأصلي أم التعاقدات العكسية المتتالية). وتجري إدارة البورصة هذه التعاقدات من خلال وثائق الملكية الخالية من أسم البائع أو أسم المشتري، حيث يتم التعاقد بدون أن تكون هناك علاقة مباشرة بينهما، حيث يكفي أن يكون لهما حسابات إلكترونية تعبر عن المراكز المالية لكل عميل^(٨٧).

ويحصل الوسيط في العقود المستقبلية على عمولة واحدة عن كل معاملة رغم أنها تتضمن عمليتين (بيع وشراء). وهذا لا يحدث في سوق الأوراق المالية التقليدية، حيث يدفع عمولة عن كل عملية على حدة^(٨٨).

<http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf>

(٨٥) ومن أشهر الأسواق التي يجري التعامل على العقود المستقبلية فيها بورصة أستردام للعقود المستقبلية. ويجري التعامل في هذه السوق عبر وساطة عضو من هذه البورصة، وأيضاً شركة التسوية لبورصة العقود المستقبلية الأوروبية. وللملاحظ غياب التعامل المباشر بين المتعاقدين، حيث لا يعرف أحدهم الآخر، ولا يلتقي أحدهما بالآخر، حيث تتم كل التعاملات عبر الوسطاء.

AEX INDEX FUTURE, available at:

<https://derivatives.euronext.com/en/products/index-futures/FTI-DAMS>

(٨٦) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٢٧.

(٨٧) د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي بالإمارات العربية المتحدة، ٩ - ١٤/٤/٢٠٠٥ م، ص ٩.

(٨٨) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٥٠.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٧٠١، المجلد الثاني

ويلاحظ أن التعامل في العقود المستقبلية لا يتم بين المصارف، وإنما يتم في الأسواق المالية التي أعلنت عن التعامل فيها، وحددت مواصفات وأوقات محددة لهذا التعامل. من ناحية أخرى الاتفاق في هذه العقود لا يتم تنفيذه إلا في المستقبل. كما أن العقود المستقبلية متماثلة ومتجانسة من حيث القواعد والأحكام^(٨٩).

وقد حرص القانون الأمريكي Commodity and Securities Exchanges على إخضاع العقود المستقبلية الأجنبية Foreign futures لقواعد لجنة التجارة الأجنبية^(٩٠).

أ/ أنواع عقود الأسهم المستقبلية:

١٥- تتنوع عقود الأسهم المستقبلية بحسب الأصل المالي المعقود عليه، إلى عقود على الأسهم، وعقود على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وعقود على مؤشرات الأسهم، وذلك على التفصيل التالي:

- العقود المستقبلية على الأسهم:

تتشابه الأحكام الخاصة بالعقود التي ترد على الأسهم مع تلك الأحكام العامة للبيع المستقبلي على السلع. ويرى البعض أنه لا يوجد من الناحية الواقعية عقود مستقبلية على الأسهم حتى الوقت الحاضر، وإن كان من المتصور أن تظهر مثل هذه العقود قريباً^(٩١). وأكثر المجالات التي يتم فيها استخدام العقود المستقبلية التجارة في سوق صرف العملات (مثل سوق الفوركس)، حيث يتم فيها شراء أو بيع زوج عملات ما بتاريخ في المستقبل على سعر يتم الاتفاق عليه قبل العملية. ويسمى تاريخ إقفال الصفقة تاريخ التسليم. وفي هذا التاريخ، تتم التسوية النهائية وتكتمل العملية. ويسمى تاريخ التسليم أحياناً بقيمة التاريخ (Value Date).

(٨٩) اللشقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر ٢٠٠٩ - يناير ٢٠١٠.
(٩٠) راجع:

Commodity and Securities Exchanges, Title 17- part 30—foreign futures and foreign options transactions, §30.1 Definitions (a), available at: http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=ca81c9d81171ada44a909b527ea7ca7a&mc=true&node=se17.1.30_11&rgn=div8

(٩١) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود للشقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٥٦.
مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت:

تعرف الأوراق المالية ذات الدخل الثابت بأنها عبارة عن أدوات مديونية تصدر في الغالب عن الشركات التجارية، ويحصل حائزها على فائدة ثابتة^(٩٢). وتستخدم هذه الأدوات بغرض ضمان الحفاظ على ثبات رأس المال، وتقليل نسبة المخاطرة، وضمان دخل ثابت. ومن أهم أدوات الدخل الثابت في مصر؛ الودائع البنكية وأذونات الخزنة وسندات الخزنة المصرية وسندات الشركات وسندات التوريق^(٩٣).

ولبيان آلية التعامل على هذه الأذونات بعقود المشتقات، نفترض مثلاً أن شخصاً ما توقع ارتفاع أسعار أذونات الخزنة التي تطرحها الدولة في المستقبل، وذلك على أثر انخفاض أسعار الفائدة. فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة أنخفضت أسعار هذه الأوراق. وعلى أثر هذه التوقعات، قام في شهر فبراير بإبرام عقد شراء مستقبلي على أذونات خزنة بقيمة ٨٠٠٠٠٠٠ جنيه، على أن يتم التسليم في شهر أكتوبر. فإذا حدث وارتفعت أسعار هذه الأذونات وأصبح ٨٥٠٠٠٠٠ جنيه، فإنه المشتري سيكون بالخيار بين أن يدفع ثمنها للبائع ويتسلمها منه، أو يعيد بيعها بالأسعار الجديدة، وأما أن يقوم بالتسوية مع البائع على فرق السعرين، وذلك للاستفادة من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء (٥٠٠٠٠).

مثال آخر: قام أحد الأشخاص في شهر أبريل بشراء مجموعة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كانت قيمتها الاسمية (٥٠٠٠٠٠٠ جنيه)، بمبلغ (٤٢٠٠٠٠٠ جنيه). وعلى أثر خشيته من انخفاض قيمة هذه الأوراق بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، قام بإبرام خمسة عقود بيع مستقبلية عليها بمبلغ (٤١٠٠٠٠٠)، على أن يكون التسليم في شهر يوليو، وهو ذات الشهر الذي يرغب فيه ببيع تلك الأوراق. وقد وقع ما كان يحذر به بالفعل، حيث ارتفعت أسعار الفائدة وانخفض ثمن الأوراق،

(٩٢) تعرف الفائدة بأنها عبارة عن مبلغ مالي يدفعه المقترض إلى المقرض نظير قيام الأخير بإقراض أموال معينة لفترة زمنية محددة. بمعنى آخر هو ثمن أو مقابل لاستخدام النقود. ويسود الفكر الاقتصادي في تحديد أسعار الفائدة نظريتان، الأولى، وهي النظرية التقليدية: حيث تتحدد فيها أسعار الفائدة في ضوء العرض والطلب على الأموال القابلة للإعراض. والثانية، هي النظرية الحديثة، التي ترى أن سعر الفائدة يحدد في ضوء مقدار الدخل، فالفائدة في نظر أصحاب هذه النظرية، عبارة عن المكافأة التي يحصل عليها الأفراد الذين يقومون بالإدخار، من خلال التنازل عن مزايا الاحتفاظ بالسيولة التي تحقق باحفظهم بادخارهم في شكل نقود. ويتم عادة تحديد سعر الفائدة في ضوء مجموعة من العناصر وللوشرات، أهمها: معدل الفائدة الحالي من للمخاطرة، ومعدل التضخم، ومخاطر الإفلاس، ومخاطر السيولة. راجع: د. بوكساني رشيد، عقود أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص ٨١.

(٩٣) خليل إبراهيم الوهاب، فرض الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت، المجموعة للمالية المصرية لإدارة الأصول - هيرمس، مايو ٢٠١٠، ص ٤.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول - ٢٠١١. المجلد الثاني

حيث بلغت قيمتها (٤١٣٠٠٠٠ جنيه)، كما وصلت قيمتها في سوق العقود المستقبلية إلى (٣٩٨٠٠٠٠٠ جنيه). ومن ثم تُقدَّر خسارته في السوق الحالية بمبلغ (٧٠٠٠٠٠٠ جنيه) وهو ما يمثل (٤٢٠٠٠٠٠-٤١٣٠٠٠٠٠). في حين أنه حقق ربح في السوق المستقبلية مقداره (١٢٠٠٠٠) وهو ما يمثل (٤١٠٠٠٠٠-٣٩٨٠٠٠٠٠). ويكون صافي ربحه من هذه الصفقة (٥٠٠٠٠٠ جنيه) (١٢٠٠٠٠-٧٠٠٠٠٠)^(٩٤).

١٦- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم Stoke index futures:

تعرف مؤشرات الأسهم بأنها عبارة عن قيم عددية يقاس بها مستوى أسعار أسهم الشركات المشتركة في المؤشر في الأسواق المنظمة أو غير المنظمة^(٩٥). عرِّفت أيضاً بأنها عبارة عن "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تحديد المؤثر وقيمه في البداية ثم مقارنته بالقيمة بعد ذلك عند أي نقطة زمنية". عرّف أيضاً بأنه "أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنتظمة"^(٩٦).

وتلعب العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم دوراً كبيراً في التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار هذه المؤشرات، وتحديدًا في محافظ الأسهم، وليس في حالة

(٩٤) راجع هذه الأمثلة لدى: د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص. ٢٥٧.

(٩٥) راجع:

CHAPTER 3, market makers in stock index futures and stock index options contracts, Trading procedures for stock index futures and stock index options traded on the automated trading system of the exchange ("HKATS"), SIATS - P - 3 - 1.

(٩٦) راجع هذه التعريفات لدى: د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص. ١١٢.

- وتعد هذه المؤشرات بمثابة مرآة لمعرفة الوضع الاقتصادي في الدولة بشكل عام، مادامت للشركات للجنة على النشاط الاقتصادي في الدولة تطرح أوراقها المالية للتداول في البورصة. بل يتم الاعتماد على هذه المؤشرات بشكل كبير في التنبؤ المستقبلي بالوضع الاقتصادي. وهناك سمات تسمم بها هذه المؤشرات، أهمها أنه في حالة اتجاه أسعار السوق إلى الصعود، فإن هذه السوق توصف بأنها سوق تصاعدي (Bull Market). أما في حالة اتجاه الأسعار إلى الهبوط، فإن هذه السوق توصف بأنها سوق تنازلي (Bear Market). راجع: سبيرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية،

رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة منتوري/ قسنطينة، الجزائر، ٢٠٠٦، ص. ١٨٦.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الأسهم الفردية^(٩٧). ويتم في الغالب إختيار المؤشر بطريقة تضمن قدرته على بيان طبيعة حجم التداول في السوق^(٩٨).

وهناك العديد من أنواع مؤشرات الأسهم التي يتم التعامل عليها بموجب العقود المستقبلية، أهمها:

١/ مؤشرات السوق الرئيسي ومؤشر نيكي الياباني:

تعود فكرة إنشاء مؤشر السوق الرئيسي The major market index إلى بداية الثمانينيات عندما حاولت بورصة شيكاغو للتجارة (CBOT) إبرام عقد مستقبلي على مؤشر داوجونز (DJIA)^(٩٩) بإعتباره أكثر مؤشرات الأسهم شهرة في ذلك الوقت، إلا أن مؤسسة داوجونز أعتضت على هذا الأمر، مما دفع البورصة الأمريكية للأسهم إلى تصميم مؤشر جديد على غرار مؤشر داوجونز، ورخصت بعد ذلك لبورصة شيكاغو للتجارة بالتعامل عليه. وقد قامت أنية عمل هذا المؤشر على فكرة الأوزان المرجحة بالأسعار، بحيث يتم احتساب قيمة المؤشر عن طريق جمع أسعار الأسهم التي يتضمونها وقسمتها على عددها^(١٠٠).

(97) للمرجع السابق، ذات الموضوع.

(٩٨) ويتم حساب المؤشر بصورة عددية كالتالي: (الكمية لمباعة من الأسهم × سعرا).

—تعتمد بورصة سبدي في استراليا من أكثر وأقدم الأسواق الرجحية للتعامة في مجال مؤشرات الأسهم العادية، فهي تمارس نشاطها في هذا المجال منذ عام ١٩٨٢. وبدأت التعامل على عقود الخيارات في عام ١٩٨٥. وتحتل هذه البورصة المرتبة العاشرة على مستوى العالم للتعامل في العقود للمستقبلية من حيث حجم التعاملات وفق أحد الإحصائيات التي تمت عام ١٩٩٢.

ASX futures, <http://www.asx.com.au/prices/asx-futures.htm>

(٩٩) ويعتبر هذا المؤشر من أقدم المؤشرات، وقد ابتكره تشارلز داو والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد بدأت نشاطها في ١٦/٢/١٨٨٥، وكان يتضمن مؤشرات الأسهم الخاصة بـ (١٢) سهم، منها (١٠) أسهم خاصة بشركة المسكة الحديد، وسهمين للشركات الصناعية الأخرى، والتي تحتل الأسهم الأكثر نشاطاً في هذا الوقت في بورصة نيويورك. وفي عام ١٨٨٩ وصل عدد الأسهم التي يقيسها هذا المؤشر إلى (٢٠) سهم. وفي عام ١٩١٢ وصل عدد الأسهم للمقاسة لهذا المؤشر إلى (٣٠) سهم، حتى الآن. د. بوكسماني رشيد، موقفات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص ١١٧.

(١٠٠) راجع:

أما مؤشر نيكي الياباني "Nekkie Index" فهو مؤشر السوق الياباني للأسهم وهو يشتمل على ٢٢٥ سهم تمثل أكبر الشركات اليابانية، وهو يعتمد في قوته على أسعار الأسهم^(١٠١).

٢/ مؤشرات استنادر بور 500 ومؤشر بورصة نيويورك:

ويتكون مؤشر استنادر بور من ٥٠٠ سهم لمجموعة مختلفة من الشركات الأمريكية^(١٠٢). ويتم حساب قيمة هذا المؤشر على أساس أوزان القيم، حيث يكون البسط (مجموع رأس المال السوقي للشركات المكونة للمؤشر يوم حسابه) والمقام عبارة عن (مجموع رأس المال السوقي للشركات يوم إنشائه).

وبخصوص مؤشر بورصة نيويورك NYSE Stocke Exchange composite، فهذا المؤشر موزون أيضاً، ويشتمل على الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، وتتداول في بورصة نيويورك للعقود المسقبلية NYSE NewYork future Exchange^(١٠٣).

Christopher B. Philips – Francis M. Kinniry Jr., Determining the appropriate benchmark: A review of major market indexes, The Vanguard Group, Inc, October 2012, p1.

(١٠١) راجع:

Nikkei Stock Average Index Guidebook, December 30, 2011 version, GB-101-E-20111230, available at:

https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei_stock_average_guidebook_en.pdf

(١٠٢) بدأ تكوين مؤشر ستاندر أند بور في ١٩٥٧/٣/٤. ويعتبر هذا المؤشر هو الأشهر والأكثر استخداماً على مستوى العالم، وهو يرصد أسعار ٥٠٠ سهم، موزعة على النحو التالي: ٤٢٥ سهم خاص بالشركات الصناعية، و٢٥ سهم خاصة بمنشآت النافع العامة (كالكهرباء والماء)، و٥٠ سهم من شركات الخدمات العامة. المرجع السابق، راجع: د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص١١٧.

(١٠٣) راجع:

NYSE Composite Index Methodology Guide, NYSEINDEXES.COM, available at:https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/indices/nyse_composite_index_methodology.pdf

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ومن أبرز ما يميز التعامل القانوني على مؤشرات الأسهم أن التسوية فيه دائماً تتم بصورة نقدية عبر أحد بيوت التسوية. فلامجال للتسليم أو التسلم عند التعامل عليها، وهو ما يساهم في تخفيض نفقات المعاملة التي كان سيتحملها بائع العقد المستقبلي^(١٠٤).

ويتم التعامل على مؤشرات الأسهم بالبيع والشراء بذات الطريقة التي يتم بها التعامل على الأسهم. وتقاس قيمة المؤشر بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في تكوين هذا المؤشر.

ويعد التعاقد على مؤشرات الأسهم من قبيل التزام أطراف العقد بأن يدفع أحدهما للآخر مبلغ من النقود يمثل الفارق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه (يوم التسليم) وسعره السوقى وقت التنفيذ (يدفعه البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري إذا كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر)^(١٠٥).

ومثال على ذلك، لو أن شخص أبرم عقد شراء على مؤشر داو جونز بسعر ١٣٠ دولار، وعندما جاء موعد التسليم بلغت قيمته ١٥٠ دولار. هنا سوف يحصل المشتري على الفارق بين سعر الشراء وقيمة المؤشر $(١٥٠ - ١٣٠) \times ٥٠٠ = ١٠٠٠$. لكن في حالة إنخفاض قيمة المؤشر (كما لو وصلت إلى ١٢٠ دولار)، فإن المشتري مكلف بدفع الفارق $(١٢٠ - ١٣٠) \times ٥٠٠ = ٥٠٠٠$.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية تم تحديد لجنة التجارة كسوق للتعامل على عقود البيع المستقبلية لمؤشرات الأسهم من قبل لجنة تداول السلع الآجلة، وذلك حتى قبل إصدار قانون السلع الآجلة الجديد لسنة ٢٠٠٠^(١٠٦). ويخضع عقد البيع المستقبلي لمؤشرات الاسهم لقواعد لجنة التجارة الخارجية وللشروط المقررة من قبل كل من لجنة الاوراق المالية والبورصة^(١٠٧).

(١٠٤) راجع: سيطرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغذية مخاطر السوق المالية، مرجع سابق، ص ١٨٦.

(١٠٥) راجع هذه الأمثلة لدى: د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٥٩.

(١٠٦) راجع:

Commodity Futures Modernization Act of 2000 (Introduced in House - IH), available at:

<http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/F?c106:1:./temp/~c106joTUjp:e158008>

(١٠٧) راجع:

Securities exchange act 1934, as amended through P.L. 112-158, approved august 10, 2012., Sec

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الثاني

من ناحية أخرى، نص القانون الأمريكي على أن عقد البيع المستقبلي على مؤشرات الأسهم المتداولة في سوق العقود المعينة أو صفقات تنفيذ المشتقات المسجلة يتم على الأقل خلال مدة ٣٠ يوم^(١٠٨)، وهو ما يمثل توسعة في مدة هذا العقد مقارنة بما كان عليه الحال من قبل، حيث كان يشترط ألا تزيد مدته عن ٤٥ يوم كحد أقصى^(١٠٩).

٢/ عقود الأسهم آجلة التنفيذ (Forward contracts):

١٧- يعرف هذا العقد بأنه عبارة عن إتفاق بين شخصين لشراء أو بيع كمية من الأسهم بسعر محدد مسبقاً، ويتم التسليم في تاريخ أجل^(١١٠). عرفت أيضاً بأنها عبارة عن التزام متبادل بين طرفين يلزم أحدهما بأن يسلم الآخر كمية محددة من الأسهم في مكان وزمان وسعر محدد بنفسه أو بواسطة طرف وسيط^(١١١).

(3). (C).

(١٠٨) وقد عرفت المادة (2/2٥) من قانون تحديث السلع المستقبلية الأمريكي لسنة ٢٠٠٠ Commodity Futures Modernization Act of 2000. يعرف المؤشر الضيق بأنه عبارة عن أي من الحالات الآتية:

١/ أن يتكون من ٩ سندات أو أقل. ٢/ إذا كان يضم أكثر من ٣٠% من وزن المؤشر. ٣/ في حالة إذا كان يحتوي على اعلي خمسة سندات من حيث الوزن، ويمثل مجموعها أكثر من ٦٠% من وزن المؤشر. ٤/ في حالة إذا كان مجموع الاوراق المكونة للمؤشر والتي تضم ٢٥% من وزن المؤشر تتمتع بقيمة الدولار الاجمالية لأقل من ٥٠٠٠٠٠٠٠. لكن إذا كان هناك أكثر من ورقة مالية على قدم المساواة وبينهما ترجيح، والتي يمكن إدراجها في حساب أدني، والتي تضم ٢٥% من وزن المؤشر. ومثل هذه السندات يجب أن تصنف من أسفل الى اعلى في ضوء سعر الدولار في ضوء متوسط حجم التداول اليومي، ويجب أن تتضمن في حساب يبدأ من السعر الاقل.

(١٠٩) راجع:

Securities exchange act 1934, as amended through P.L. 112-158, approved august 10, 2012, Sec (3), (55-c"III"). available at: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

(١١٠) فاطمة الزهراء طاهري، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية، أبحاث اقتصادية وإدارية، مجلة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد بن نعيم، العدد الخامس، يونيو ٢٠٠٩، ص ١٦١.

(١١١) د. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية ون الرؤية الشرعية، رمضان ١٤٢٠ هـ - ديسمبر ١٩٩٩ م، ص ٢٢٧ متاح على العنوان الالكتروني التالي:

<http://www.kantakji.com/media/8510/n461.doc>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ويتضح من هذه التعريفات أن عقود الأسهم الآجلة تختلف عن بيع الأسهم بأجل، في أن الأولي يؤجل فيها تسليم المبيع ويؤجل أيضاً دفع الثمن إلى تاريخ لاحق. أما في البيع بأجل، فيعجل فيه تسليم المبيع ويؤجل دفع الثمن.

وتعد عقود مشتقات الأسهم الآجلة من قبيل العقود المالية التي تنطوي على التزام غير معلق على شرط بالتسوية في ميعاد محدد. ففي بداية العقد يتم تقدير حجم المخاطر المتوقع أن يتحملها الطرفين ومعادلتها. وبعد أن يدخل الاتفاق في طور التنفيذ، يعتبر كل من الطرفين مدينًا محتملاً للآخر potential debtors. وتكون قيمة العقد عند بدايته صفر، لكن بعد أن يبدأ في النفاذ، فإن قيمته السوقية تختلف بحسب كل طرف، في ضوء ارتفاع أو انخفاض قيمة الأسهم محل العقد. وعندما يحدث هذا الأمر، فإن مركز الدائن صاحب الحق في طرف، والمدين المتحمل للمسئولية في طرف آخر. والملاحظ أن مراكز الأطراف قد تتغير أثناء تنفيذ العقد، ليصبح المدين دائن والعكس (١١٢).

وتحدد قيمة عقد مشتقات الأسهم عند التداول بناء على فرق السعر بين ما هو مدون في العقد (القيمة الاسمية) وسعر السوق السائد أو المتوقع (القيمة السوقية)، مع الأخذ في الاعتبار المؤثرات الأخرى في السعر، مثل القيمة السوقية للسهم، وسعر الفائدة بالنسبة للسندات. والعبرة بقيمة عقد مشتقات الأسهم بسعره السوقية في تاريخ القيد أو التسجيل. ويتحدد المكسب أو الخسارة في ضوء اختلاف الأسعار باختلاف مواعيد تسجيل الميزانية العامة. وإذا كانت البيانات السوقية غير متوافرة، يتم الاستعانة ببعض الأساليب العادلة الأخرى لتقييم المشتقات، مثل نماذج العقود (١١٣). وعلى صعيد آخر، يمكن دفع المقابل النقدي في العقد بصورة فورية أو دفع جزء وتأجيل الجزء الآخر عند التسليم (١١٤). كما قد يسمح بالاتفاق على الكمية وجودة المبيع وتاريخ التسليم ومكان التسليم وكيفية التسوية. وتعكس هذه الأمور الطابع الشخصي المباشر للعقود الآجلة كما يعبر عن ذلك بعض الفقهاء (١١٥).

(١١٢) راجع:

Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, op. cit, p5.

(١١٣) راجع:

Ibid, p4.

(١١٤) والملاحظ أن تقدير قيمة المدفوعات مرتبط بقيمة الأصل (الأسهم والسندات على المقدم)، والفائدة والفهارس وشروط العقد.

(١١٥) د. عبد الحميد محمود العلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، مرجع سابق، ص ٢٧.

وبناء عليه، لا يتوقع أن يكون لهذه العقود سوق ثانوي، بالنظر إلى العلاقة المباشرة بين المتعاقدين. لذلك بمجرد إبرام العقد لا يستطيع الأطراف عدم تنفيذ التزاماتهم، حتى في حالات عدم القدرة على التنفيذ لحدوث تغيير في الأسعار. ومن ثم تقل فرصة المضاربة لغياب احتمالية إختلاف الأسعار وتضاربها في مثل هذه العقود. وتتميز العقود الآجلة بهذا الأمر مقارنة بالعقود المستقبلية، حيث أن الأخيرة تتم فيها عمليات التسوية بطريقة غير مباشرة عن طريق بيوت التسوية^(١١٦). أما فبالعقود التي تتم في الأسواق غير المنظمة Over The Counter، فإنها عقود غير مدرجة بالبورصة ويتم التعاقد عليها بشكل مباشر بين الأطراف بعيداً عن الوسطاء. وتستخدم الوسائل الإلكترونية في الغالب للتعامل عليها. وقد شهد استخدام هذه العقود (Over The Counter) إقبالاً ملحوظاً في الآونة الأخيرة، وذلك بفضل ما توفره من فرصة أكبر للتفاوض بين المتعاقدين، بعيداً عن العقود النموذجية التي يجري التعامل عليها في البورصة. لكن مما يؤخذ عليها أنها ظلت فترات طويلة تعمل دون تنظيم تشريعي محدد، مما جعلها مصدرًا لكثير من المخاطر^(١١٧).

وتتميز عقود الأسهم آجلة التنفيذ بمجموعة من الخصائص التي تميزها، أهمها^(١١٨):

(١١٦) وتعرف بيت التسوية بأنه عبارة عن هيئة أو جهاز تابع للبورصة يتكون أعضائه من مجموعة من أطراف عقود المشتقات، وتقع عليه مسئولية ضمان تنفيذ الصفقات، حيث يتم إنشاء صندوق ضمان يتم تمويله بحره من الرسوم التي تحصل عليها من أطراف التعاقد، ويتابع حركة التعاقد خطوة بخطوة، ويدفع أي التزامات يتخلف أي متعامل عن أدائها. د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، مرجع سابق، ص ٧.

(١١٧) وقد تسببت للمخاطر المرتبطة باستخدام هذا النوع من العقود والتي وصل إلى حد التسبب في حدوث الأزمات المالية، في دفع العديد من النظم القانونية في نبي مزيد من معايير الإفصاح والشفافية على التعامل في هذه العقود. من ناحية أخرى تبين أن تنظيمها يحتاج إلى إتفاقية دولية تنظم الرقابة على الأسواق المالية غير المنظمة لمزيد من التفصيل راجع:

OTC Markets and Derivatives Trading in Emerging Markets, Final Report, Emerging markets committee of the international organization of securities commissions, July 2010, p5; see also: Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act, Report of The President's Working Group on Financial Markets, November 1999, p1; see also: Transparency and over-the-counter derivatives: The role of transaction transparency, ISDA Research Notes, Number 1, 2009, p2.

(١١٨) د. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، مرجع، ص ٢٩.

١/ يتم تحديد سعر للشراء عند الإتفاق، لينفذ العقد به تاريخ لاحق محدد، تجنبًا لمخاطر تقلب الأسعار. ولا عبرة بالسعر السائد وقت التنفيذ لأنه يكون في الغالب مرتفع.

٢/ يتم التعامل على هذه العقود عن طريق المزاد العلني المفتوح open outcry بمعرفة الوسطاء أو بيوت المقاصة، الذين يقومون عادة بتسوية مستحقات الأطراف يوميًا.

٣/ لضمان تنفيذ كل طرف لالتزاماته المستقبلية، يقوم كل منهما بتسليم الوسيط^(١١٩) مبلغ من النقود عند التعاقد يسمى بالهامش MARGIN^(١٢٠) يتم احتسابه بنسبة ٥-١٥% من إجمالي قيمة العقد، ولا يتم تسويته إلا بعد التصفية.

٤/ يقوم الوسيط عادة بالتسوية بصورة يومية تعكس التقلبات السعرية التي تحدث لسعر العقد.

٥/ التعامل بعقود الأسهم الأجلة لا يكون إلا بالنسبة للأسهم القابلة للقياس من حيث الكمية والجودة، وأن يحظى التعامل عليها بطلب واسع.

(١١٩) وقد عرف القانون الأمريكي لتبادل الأوراق المالية المنفرد بالوسيط أو السمسار "Broker" بأنه عبارة عن أي شخص يشارك في تنفيذ المعاملات الخاصة بالأوراق المالية عن حساب الغير.

Securities exchange act 1934, as amended through P.L. 112-158, approved august 10, 2012, Sec (3), (a), 4.

(١٢٠) عرف قانون تبادل الأوراق المالية الأمريكي الهامش في عقود المشتقات بأنه عبارة عن شكل من أشكال ضمانات تنفيذ العقد للمستقبلي ضد مخاطر عدم تنفيذ العقد أو صيانته، وهي تتعلق في الأساس بشراء أو بيع المشتقات المستقبلية. راجع:

Securities exchange act 1934, as amended through P.L. 112-158, approved august 10, 2012, Sec (3), 57.A,

ويدفع الهامش للوسيط في العقد لتسليمه على مرحلتين. المرحلة الأولى/ الهامش المبدئي Initial Margin: وهو المبلغ الذي يقدمه كل من المشتري والبائع للعقد للمستقبلي، لتفادي خسارة أحد الأطراف بسبب ما قد يحدث من تغيرات في الأسعار. ويتم احتساب هذا الهامش في ضوء أقصى نسبة تشبث متوقعة يومية للورصة (حدود التحركات اليومية X قيمة العقود المرومة). والمرحلة الثانية/ هامش الصيانة Maintenance Margin: وهو أقل نسبة بسيطة من الهامش المبدئي، فهو يمثل ٧٥% من قيمة الهامش المبدئي. ويلاحظ أنه في حالة انخفاض الهامش للبردي أقل من هامش الصيانة، فإنه يطلب من المتعاقد رفع المبلغ المقرر كهامش مبدئي، من خلال سداد الفرق تقريبًا. د. خالد عبد الرحمن من ناصر الميناء المشتقات المالية - دراسة نقدية، مرجع سابق، ص ١٤٥

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الثاني

٦/ يتم التعامل على هذه العقود بأسلوب التعاقد النموذجي، حيث تتولي إدارة السوق وضع وتنظيم الشروط الخاصة بها دون تدخل من أطراف التعامل. حيث لا يملك هؤلاء الأطراف إلا إختيار العقد المتضمن للشروط والبنود التي تحقق مصالحهم، دون أن يكون لهم صلاحية لمناقشتها أو استبدالها. ومن أهم الشروط النموذجية فيها؛ شروط وحدة قياس الأسهم محل العقد، وهي تختلف باختلاف الأسهم محل التعامل، وشروط التسليم، وهي تتعلق بكيفية التسليم والفترة الزمنية التي يجب أن يتم فيها التسليم، ودرجة السهم محل التعاقد. وتحدد شروط التسليم عادة بمعرفة إدارة البورصة. ومن أهم ما يشمله الترميط في هذه العقود تحديد "حجم العقد"، أي مقدار ما يباع من أسهم في كل عقد، ويظهر تدخل إدارة السوق في هذا الصدد من خلال تحديد مقدار معين لا يسمح بالتعاقد على أقل منه، وأيضاً تحدد حداً أقصى لا يسمح بتجاوزه.

١٨- أوجه التمييز بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

يلاحظ أن العقود الآجلة هي نوعاً من العقود المستقبلية، ومع ذلك يمكن رصد بعض أوجه الاختلاف، عند التعامل على الأسهم وذلك على التفصيل الآتي^(١٢١):

١/ يتم تداول العقود الآجلة على الأسهم عادة خارج البورصة؛ أي في الأسواق غير الرسمية، أما العقود المستقبلية على الأسهم فيتم تداولها في البورصة.

٢/ تقبل العقود الآجلة على الأسهم التفاوض بين أطرافها بخصوص شروطها وبنودها (وغالباً ما يتم هذا في عقود OTC، لأنها تتم خارج البورصة)، أما العقود المستقبلية على الأسهم فتوصف بأنها عقود نموذجية لا تقبل التفاوض^(١٢٢).

٣/ تقل فرصة المضاربة في العقود الآجلة، في حين أنها تزيد في العقود المستقبلية، حيث لا يكون غرض المتعاملين بها في الأساس التعامل على الأسهم، وإنما اغتنام فرصة تغير الأسعار للتربح من وراء ذلك.

(١٢١) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة نقدية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٥١. د. أحمد محمد خليل الاسلامولي، العقود المستقبلية والشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٠٥.

(١٢٢) راجع:

NEIL A. STEVENS, A Mortgage Futures Market: Its Development, Uses, Benefits, and costs, FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS APRIL 1976, p12.

٤/ يمكن تصفية العقود المستقبلية على الأسهم في أحد الأسواق الثانوية، وذلك من خلال إبرام صفقات عكسية^(١٢٣). أما في العقود الآجلة فلا تسمح بذلك.

٣/ عقود خيارات الأسهم:

١٩ يعرف هذا العقد بأنه عبارة عن إتفاق يعطى لمشتري الخيار الحق (وليس الالتزام) في شراء أو بيع سهم أو مجموعة من الأسهم في تاريخ لاحق وبسعر محدد وقت التعاقد، نظير حصول البائع (ويسمى بمحرر الخيار) على مكافأة وذلك خلال فترة زمنية معينة^(١٢٤).

وتعتبر عقود خيارات الأسهم option-type contract^(١٢٥) من أهم صور المشتقات المالية المستخدمة بكثرة في عمليات التحوط ضد تقلبات الأسعار^(١٢٦).

(١٢٣) يقصد بالصفقات العكسية، العقود التي يتم إبرامها البائع ليتحول إلى مشتري، وبيرها المشتري ليتحول لبائع، بهدف تحقيق ربح يغطي ما تكبده من خسائر في الصفقة السابقة. وتتم الصفقات العكسية بمعرفة بيوت النسوية. ٢. مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار إشبيلا للنشر والتوزيع - الرياض، ١٤٢٥، ص ٩٧١.

(١٢٤) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. p28.

وقد عرف القانون الأمريكي لتبادل الأوراق المالية والبنك عقد الخيار بأنه عبارة عن أي صفقة أو إتفاق بمقد بغير منح صاحبه إختيار أو خيار الشراء أو البيع في المستقبل أو العكس عن ذلك، ويخضع لقواعد لجنة التجارة. راجع:

Commodity and Securities Exchanges, Title 17-PART 30-FOREIGN FUTURES AND FOREIGN OPTIONS TRANSACTIONS, §30.1 Definitions (b).

(١٢٥) ويعرف الخيار بأنه عبارة عن " اتفاقية تعاقدية تمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق للمشتري (المكتب بالخيار) بيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفاً، في تاريخ مستقبلي محدد أو في وقت وخلال الفترة المتهبة في ذلك التاريخ" ٥. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مرجع سابق، ص ٦٠-٦١. وقد عرف القانون المدني اليمني رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٢ في المادة (٢٢٧) منه الخيار في العقود بشكل عام بأنه عبارة عن " أن يكون للمتعاقدين أو أحدهما إضفاء العقد أو فسخه. راجع: قرار جمهوري بقانون رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٢ بشأن قانون مدني، متاح على العنوان الإلكتروني التالي: <http://yemenlaws.blogspot.com/2012/07/14-2002.html>

(١٢٦) د. إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، ص ٢، بحث منشور على شبكة الانترنت، متاح على الموقع التالي:

<http://conference.qfis.edu.qa/app/media/335>.

تمثال على ذلك، لو أن شخص اشترى سهم بقيمة ٥٠ جنيه مصري، وكان يخشى أن تنخفض قيمته وقت البيع، فقام على أثر ذلك بإبرام عقد خيار بيع هذا السهم، والذي يعطيه الحق في البيع بذات سعر الشراء، وذلك مقابل مكافأة قدرها ١٠ جنيهات. هنا يصبح هذا الشخص مالكاً لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار بيع يتم تصفيته في سوق خاص.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ١٧٠١٧ للمجلد الثاني

وتشهد هذه العقود تواجدًا ملحوظًا في الأسواق المالية المنظمة. وتتميز بأنها تعطي كل من البائع والمشتري سلطة التخلي عن إلتزامه بالبيع أو بالشراء، وذلك نظير مقابل يتم دفعه للعقد الآخر ليتمكن من الإستفادة من هذا الخيار^(١٢٧).

ويمكن إبراز أهم ملامح هذه العقود على النحو التالي^(١٢٨):

١/ أن محل هذا العقد هو الحق في الإختيار كحق مجرد، وليس الأسهم أو أي حق عيني آخر.

٢/ عقد الإختيار هو عقد بين طرفين، أحدهما مشتري الإختيار وهو الذي يقرر شراء الحق في الإختيار، والطرف الثاني هو بائع الإختيار، وهو الذي يلتزم ببيع الأسهم المنصوص عليها في العقد عندما يؤكد المشتري رغبته في ذلك.

٣/ أن عقد الإختيار ملزم لطرف واحد، وهو بائع الإختيار، ولا يلزم المشتري بالشراء.

٤/ هناك بعض البيانات التي يجب النص عليها في عقد اختيار الأسهم، وهي:

- أ- بيان تفصيلي بمحل العقد؛ من حيث بيان نوع الأسهم وعندها.
- ب- سعر التنفيذ: وهو السعر الذي يحق لمشتري الإختيار أن يحصل على الأسهم به إذا رغب في ذلك، ويسمى بسعر الممارسة.
- ت- تاريخ التنفيذ: وهو التاريخ الذي ينتهي عنده حق المشتري في إبداء رغبته في تأكيد الشراء من عدمه^(١٢٩).
- ث- ثمن الإختيار: وهو عبارة عن العلاوة أو المكافأة التي يحصل عليها بائع الإختيار نظير تمكين المشتري من ممارسة حقه في الإختيار. ويلاحظ أن هذا المبلغ غير قابل للإسترداد، سواء مارس المشتري حقه في الإختيار أم لا.

(١٢٧) راجع:

Thomas C. Singher, *Regulating Derivatives: Does Transnational Regulatory Cooperation Offer a Viable Alternative to Congressional Action?*, op. cit, p1402.

(١٢٨) د. هشام السعدني خليفة بلوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ١٠١.

(١٢٩) ويلاحظ أنه في حالة الخيار الأمريكي أن للمشتري نه حق الإعلان عن رغبته في الشراء خلال فترة زمنية تمتد من تاريخ التعاقد حتى تاريخ تنفيذ العقد.

أما في الخيار الأوربي، فالمشتري لا يحق له الإعلان عن رغبته في الشراء إلا في هذا التاريخ.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٥/ الحق في الإختيار حق قابل للتداول كأداة مالية مشتقة، وهو يستمد قيمته من قيمة الأصل.

٦/ يدفع كل من بائع ومشتري الخيار عمولة للسمسار الوسيط في عملية البيع، وتحدد هذه العمولة بنسبة من ثمن الإختيار وليس من ثمن الأسهم محل الإختيار. وفي حالة تنفيذ العقد، يتم دفع عمولة أخري للسمسار، ولا تحدد هذه العمولة من القيمة السوقية للأسهم، ولكن بنسبة من ثمن التنفيذ.

وبموجب هذا العقد يكون للمشتري حق الإختيار؛ بين أن يشتري السهم أو السند المتفق عليه لنفسه، أو يبيع هذا الحق لأخرين. ويكون بائع الخيار مدين محتمل، في حين أن مشتري الخيار يملك الأصول المتعامل عليها، أو خيار تحمل المسؤولية. ومع ذلك فإن الخيار يمكن أن يتم استخدامه فقط إذا كانت تسوية العقد مفيدة للمشتري. ويمكن للمشتري أن يحقق مكاسب غير محدودة، كما يمكن أن يواجه خسائر غير محدودة لعدم الخبرة^(١٢٠).

ويري البعض^(١٢١) أن محل عقد الخيار هو الفرصة التي تمنح للمشتري بالشراء أو البيع خلال فترة زمنية معينة حسب توقعاته لحركة الأسعار في الأسواق. أي أن الفرصة صارت محلا لهذا العقد، أو هي محل المتاجرة. ويمثل هذا الأمر تقدماً في التعامل على الفرصة، بعد أن كانت فيما مضى سبباً للتعويض، تحت ما يسمى بتعويض الفرصة الفائتة. ويقوم حق الخيار على أساس الفرصة التي يحصل عليها مشتري الخيار، فإن صادفت الفرصة توقعاته أغنمها، وإن لم تصادف توقعاته عزف عنها، ومن هنا كان العقد غير ملزم له.

ويلاحظ أن الفقه الإسلامي لم يعالج أحكام عقد الخيار بصورة مباشرة، ولكن وضع أحكام لشرط الخيار كوصف يلحق العقد، فيخول أحد طرفيه الحق في إمضائه أو فسخه. وعلى الرغم من ذلك، يلاحظ وجود تشابه بين شرط خيار البيع في الفقه الإسلامي وعقد خيار الأسهم، يتمثل في ثبوت حق المشتري في الإختيار خلال مدة زمنية معينة (في شرط خيار البيع يحق له امضاء البيع أو فسخه، وفي

(١٢٠) راجع:

Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, op. cit, p5.

(١٢١) د. عبد الحميد محمود البعلي، المنتقات المالية في الممارسة العملية والى الرؤية الشرعية، مرجع سابق، ص ٢٤.

بيع الخيار يحق له البيع والشراء خلال مدة زمنية معينة). وإن كان هذا الأمر مرتبطاً بإشتراط الخيار للمشتري فقط، أما إذا كان الإشرط لكل من البائع والمشتري فلا يوجد تشابه بين العقدين.

ولم يمنع التقارب السابق من وجود بعض أوجه الاختلاف بين الأمرين، كان أهمها^(١٢٢):

١/ شرط الخيار شرط تابع وملحق بالعقد وليس عقداً مستقلاً بذاته، ومن ثم لا يكون له ثمن مستقل. أما عقد خيار الأسهم فهو يتضمن إتفاقيين؛ أحدهما على السهم والآخر على الخيار. كما يتضمن ثمينين؛ ثمن للسهم وثن للخيار. لذلك عقد الخيار له إستقلالية على النحو الذي يجعله أداة مالية مشتقة، يمكن أن يتم التعامل عليها والإستثمار فيها، دون التعامل في الأسهم ذاتها. فالشخص يمكن أن يشتري حق الاختيار الخاص بالسهم ويتعامل عليه بالبيع والشراء دون أن يكون مالكاً للسهم؛ وذلك لتحقيق ربح ناشئ عن الفرق بين السعر الإسمي والسعر السوقى.

٢/ أن الغرض من وراء إضافة شرط الخيار هو تمكين المتعاقد من الوصول إلى الإقتناع الكامل حول التعامل على السلعة، ليتأكد تمامًا من إنتفاء شبهة الخداع. أما عقد خيار الأسهم فالغرض من ورائه هو المضاربة والمراهنة على فروق الأسعار.

٢٠- مدى إعتبار عقد خيار الأسهم من قبيل العقود غير الملزمة:

وتثير خاصية أن عقد خيار الأسهم ملزم لأحد أطرافه فقط تساؤلاً يتعلق بمدى إعتباره من قبيل العقود غير الملزمة التي يحق لأحد أطرافه أن يقوم بفسخه دون الرجوع للطرف الآخر؟

من المقرر أن العقد غير الملزم يجيز لأحد أطرافه أن ينفرد بفسخه (مثل عقد الوديعة أو الوكالة)، وهو بهذا المعنى يقترب من عقد خيار الأسهم الذي لا يكون

(١٢٢) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة نقدية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ١٠٤.

ملزم إلا لبايع الخيار. لكن رغم ذلك توجد العديد من أوجه التمييز بينهما، وذلك على التفصيل الآتي^(١٣٣).

١/ يعد الخيار وصف يلحق بعقد خيار الأسهم الملزم ليكون بمثابة قيد أو إستثناء على إلزاميته. أما في العقد غير الملزم فإنه ليس مجرد وصف أو قيد على إلزامية العقد، ولكنه جزء لا يتجزأ منه.

٢/ يختلف الخيار بالمعنى السابق عن فسخ العقد للتوقف، حيث أن الأخير ينشأ بسبب حدوث عارض من عوارض الأهلية لأحد المتعاقدين (كالجنون المفاجئ)، أو لتعلق حق الغير بالعقد. أما الخيار فهو يهدف إلى تقييد لزوم العقد، ومن ثم المجال مختلف. فالعقد الموصوف بالخيار عقد كامل، لكن يمتنع ترتيب آثاره بسبب الخيار.

٣/ تمتد آثار الفسخ في عقد خيار الأسهم بأثر رجعي للماضي، ليضير العقد كان لم يكن. أما الفسخ في العقد غير الملزم فليس له أثر رجعي، وإنما يمتد أثره للمستقبل فقط.

وفي الأسواق المالية المنظمة، يتم تسوية عقود خيار الأسهم بصورة نقدية، وبعضها الآخر يتم تسويته بشراء أصول عينية، كالأسهم أو السندات أو غيرها من الأصول السلعية الأخرى. وهذه العقود يمكن أن يتم تداولها بصرف النظر عن الأصل المرتبطة به. والملاحظ أن من يتعامل بعقود الخيار قد لا يكون مالكا لثمن السهم، ولكنه يدفع المكافأة ليضارب على فارق السعر، فإن ارتفع السعر فإنه يتوجه للسمسار للمطالبة بالتسوية النقدية. وكان محرر الإختيار يقوم بشراء ما سبق أن باعه بسعر أقل من السعر الذي دفعه عند التسوية النقدية. والملاحظ أن التعامل الفعلي على الأسهم لا يتم، سواء بالبيع أم بالشراء، وإنما هي محض مضاربة على فروق الأسعار ارتفاعاً وانخفاضاً.

٢١- أنواع عقود خيارات الأسهم:

تتعدد أنواع عقود خيارات الأسهم على التفصيل التالي:

(١٣٣) للمرجع السابق، ص ٩٧.

١/ عقود الخيارات العادية (Plain vanilla options): تتميز عقود الخيارات العادية بأنها تمنحالمشترى حق خيار شراء أو بيع سهم في تاريخ مستقبلي بسعر محدد يتم الاتفاق عليه وقت التعاقد، يسمى "سعر التنفيذ"، مقابل علاوة نقدية يحصل عليها البائع، على أن يتم سريان تنفيذ العقد خلال الفترة بين تاريخ التعاقد وحتى تاريخ إنتهاء العقد (إذا كان الخيار أمريكياً)، أو يتم التنفيذ في يوم إنتهاء العقد (إذا كان الخيار أوروبياً)^(١٢٤). ويوجد نوعين من عقود الخيارات العادية:

أ/ خيار الشراء (Call option): ويعطي هذا الخيار لحامله حرية شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد في عقد الخيار خلال مدة سريان العقد، مقابل عمولة تدفع للجهة التي تصدره. ويستغرق العقد زمن قصير، لتوقع إنخفاض سعر السهم موضوع الخيار خلال مدة زمنية قصيرة. بينما مشتري الخيار يستغرق وقتاً أطول لأنه يتوقع ارتفاع سعر السهم^(١٢٥).

ويجب أن يحدد في عقد خيار الشراء مجموعة من العوامل، أهمها: أنواع الأسهم محل خيار الشراء وكمياتها، وتاريخ إنتهاء عقد خيار شراء الأسهم، ونوع الخيار (أمريكاً أم أوروبياً)، وسعر التنفيذ، ورسم أو عمولة الشراء للجهة التي تصدر العقد. ويحدد هذا الأمر وفق منهجيات تسعير عقود الخيارات، والتي من أهمها نموذج بلاك وشولز^(١٢٦).

ب/ خيار البيع (put option): ويعطي هذا الخيار لحامله الحق في بيع كمية محددة من الأسهم بسعر تنفيذ محدد في عقد الخيار خلال مدة تنفيذ العقد (الخيار الأمريكي) أو عند إنتهاء تنفيذ العقد (الخيار الأوربي). ويحتوي هذا العقد على ذات الخصائص السابق ذكرها بخصوص خيار الشراء.

(١٢٤) راجع:

Eric Wiklund, Asian Option pricing and volatility, (Without publishers) 2012, p1.

(١٢٥) راجع:

John C. Hull, Options, Futures, and other derivatives, eighth edition, Earson Education, Inc., publishing as Prentice Hall, 2012, p195.

(١٢٦) ويقصد بنموذج بلاك وشولز أنظمة تسعير للأوراق المالية مع مرور الوقت. وهي تستخدم في الأساس لتسعير الخيار الأوربي.

EVAN TURNER, The Black-Scholes Model and extensions, August 22 – 2010, p1.

وتتراوح نتائج الخيار السابقة (البيع أو الشراء) بين ثلاثة حالات:

١/ أن يتحقق الربح، وهي الحالة التي يطلق عليها "In the money". وتتحقق في خيار البيع عندما يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ. أما في حالة خيار الشراء، فإنه يتحقق عندما يكون سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ.

٢/ أن تتحقق خسارة، وهي الحالة التي يطلق عليها "out the money"، وتتحقق بالنسبة لخيار الشراء في حالة إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ. وفي حالة خيار البيع إذا كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ.

٣/ في حالة تعادل سعر السوق وسعر التنفيذ، يطلق على عقد الخيار في هذه الحالة "at the money".

٢/ عقود الخيارات غير العادية (Exotic options): زادت وتيرة اللجوء الى ابتكار أشكال متعددة من عقود الخيارات بغية مواجهة المخاطر المتعددة والمتنوعة للأسواق المالية والمستثمرين. ومن أهم صور الخيارات غير العادية، ما يلي:

أ/ عقود الخيارات الآجلة (Option Forward): يوصف عقد الخيار الآجل بأنه إتفاق بين شخصين لشراء أو بيع الأسهم بسعر محدد في تاريخ مستقبلي^(١٣٧). ويلاحظ على هذا العقد أنه يتضمن ثلاثة تواريخ: تاريخ التعاقد، وتاريخ بدء سريان العقد، وتاريخ إنتهاء صلاحية العقد. ويشترط فيه أن يدفع المشتري عمولة شراء عند إبرامه. ويؤجل بدء سريان العقد لتاريخ مستقبلي محدد ومعلوم، كما يؤجل سعر تنفيذ الخيار أيضًا للمستقبل. وأحد الأمثلة الشهيرة على العقود الآجلة؛ إتفاقيات أسعار الفائدة الآجلة Forward Rate Arrangements^(١٣٨).

ب/ عقود الخيارات الثنائية (Binary options): تتميز هذه العقود بأن مستحقات العقد تدفع بناء على شروط مثل أنه في حالة تنفيذ الخيار؛ يمكن الإتفاق على دفع قيمة سعر التنفيذ نقدًا أو الإتفاق على دفعه عينًا.

(١٣٧) راجع هذه التعريفات لدى د. هشام السعدني خليفة بلوي، عقود المشتقات المالية -- دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٦٨.

(١٣٨) وهذا العقد عبارة عن " إتفاقية بين طرفين لقبض أو دفع سعر فائدة معين على مقدار افتراضي أو رمزي" د. سمير عبد الحميد رضوان حسن،

المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ١١٥.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ج/ عقود الخيارات الآسيوية (Options Asian): يتم تحديد سعر التنفيذ الخيار في عقد الخيار الآسيوي بناء على متوسط أسعار الأصل الثابت في العقد منذ تاريخ إبرامه وحتى تاريخ انتهائه، وهو ما يسمى بالمتوسط السعري.

د/ عقود الخيارات بالسعر التفضيلي: ويلاحظ في هذا العقد أن تنفيذه يتم بناء على أفضل الأسعار خلال فترة سريان العقد، وليس بناء على السعر السوقي للأصل عند التنفيذ كحال العقود الأخرى. لذلك بالنسبة لهذا العقد يمثل سعر التنفيذ أعلى سعر للأصل خلال فترة صلاحية العقد (وذلك بالنسبة لخيار البيع). أما بالنسبة لخيار الشراء بسعر تفضيلي، فيعتبر سعر التنفيذ أدنى سعر سبق أن وصل له الأصل خلال فترة سريان العقد.

وجدير بالإشارة، أن هناك فرق بين عقود خيارات الأسهم وعقود الأسهم المستقبلية، يتمثل في أن العقد المستقبلي يعد اتفاق ملزم لطرفي العقد بتنفيذ التزاماته كما هو متفق عليه في العقد. أما عقد الخيار، فهو ينشئ حق لأحد أطراف العقد دون أن يلزمه بشيء، في حين يلزم الطرف الآخر. فحائز الخيار ليس ملزم بتنفيذ العقد، ولكن له الخيار بين أن ينفذ العقد أو يمتنع. وله ممارسة هذا الحق خلال فترة زمنية معينة، فإذا انتهت دون أن يمارس هذا الحق، أنسخ العقد دون حاجة إلى إخطار. لذلك يطلقون على عقود الخيار دائما انها حق وليس التزام.

وتتميز العقود الأجلة بالمعنى السابق عن عقود الخيار، أن الأولى تنصب على بيع أو شراء فعلي بين طرفين، ولكن التنفيذ مؤجل. أما عقد الخيار، فإنه ينصب على مجرد حق في الشراء أو البيع وفق شروط محددة. بمعنى آخر، يتسم العقد: الأجل بأنه ملزم، وذلك على عكس عقد الخيار الذي لا يعد ملزم، ولكنه فقط يمنح أطرافه حق الاختيار. من ناحية أخرى، ينطوي العقد المستقبلي على إلزام طرفي العقد بدفع هامش مالي معين للوسيط، يمثل نسبة من القيمة الإجمالية للعقد، لتأمين قيامهما بالوفاء بما ألتزاما به، ويدخل هذا المبلغ في التسوية النهائية. أما في عقد الخيار، فما يقوم الأطراف بدفعه هو من قبيل العلاوة أو المكافأة التي يدفعها مشتري حق الخيار إلى بائع الخيار عند التعاقد، ولا يسمح بإسترداده. ويلاحظ

أيضاً، أن الخسارة في العقد المستقبلي تشمل المبلغ الكلي أو الإجمالي للعقد. أما في عقد الخيار، فهي تقتصر فقط على المكافأة المدفوعة^(١٣٩).

٤/ عقود مبادلات عوائد الأسهم Equity Swaps:

٢٢- تقل إلى حد كبير عقود المبادلات في مجال التعامل على الأسهم، ولا يظهر منها إلا بعض الصور البسيطة، أبرزها عقود مبادلات عوائد الأسهم. فالإنتشار الحقيقي لعقود المبادلات يظهر في التعامل على السلع والبضائع والعملات وأيضاً في مجال فوائد القروض^(١٤٠).

وقد عرف عقد مبادلة عوائد الأسهم من قبل صندوق النقد الدولي بأنه عبارة عن "مقايضة يقايض من خلالها أحد الأطراف سعر عائد متصل بالإستثمار في سهم معين، بسعر عائد على الإستثمار في سهم آخر، كمقايضة أسعار العائد على مؤشرات أسهم مختلفة، أو بسعر عائد في غير الإستثمار في الأسهم، كسعر فائدة على أداة أخرى"^(١٤١).

ومثال على هذه العقود، لو كان هناك إتفاق بين شخص يدير محافظ إستثمارية بقيمة عشرة مليون دولار وبين أحد الوسطاء الماليين على مبادلة عوائد أسهم، من خلال التزام مدير المحفظة بدفع عوائده وفق سعر الليبور، مقابل حصوله على حقوقه وفق مؤشر ستاندر أند بور المتغير بحسب الشركات الداخلة فيه، مخصوصاً منه عمولة الوسيط.

(١٣٩) د. عبد الحميد محمود العملي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، مرجع سابق، ص ٣٦.

(١٤٠) راجع:

BALANCE OF PAYMENTS MANUAL, INTERNATIONAL MONETARY FUND, p92, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf>

Ibid, p151. راجع: (١٤١)

فمثلاً: لو أن معدل العائد على مؤشر الليبور كان ٥%، في حين كان معدل العائد على مؤشر ستاند أند برو ٦%، فإن التسوية في عقد المبادلات بينهما تتم على النحو التالي^(١٤٢):

يدفع الطرف الأول إلى الطرف الثاني: $500000 = 10000000 \times 0.05$

أما الطرف الثاني فسيُدفع للطرف الأول: $600000 = 10000000 \times 0.06$

ووفق هذا الفرض، سيلتزم الطرف الثاني بدفع مبلغ 100000 كفارق، لتتم عملية التسوية بين الطرفين لصالح الطرف الأول.

ويلاحظ على هذه العقود أنها تقوم على مبادلة نقد بنقد. كما أن معيار قيمة التبادل لا يتحدد في ضوء قيمة العملة، وإنما في ضوء قيمة مؤشر عائد أسهم الأطراف المختلفة للعقد. وغالباً ما يكون هناك إختلاف في قيمة العوضين المتبادلين. كما أن التبادل في هذه العقود لا يتم بشكل فوري وإنما يتم تأجيله حتى موعد التصفية أو التسوية^(١٤٣).

المطلب الثاني

ضوابط إبرام عقود مشتقات الأسهم ودور الوسطاء في إبرامها

٢٣- يحكم إبرام عقود مشتقات الأسهم مجموعة من الضوابط الموضوعية والإجرائية التي تمثل ضمانات لجدية تنفيذ كل طرف ما ألتزم به من ناحية أخرى، يلعب الوسطاء دوراً كبيراً في هذه العقود، ليس فقط على صعيد إبرامه، ولكن أيضاً لضمان تنفيذه. والأمر على هذا النحو يدعو إلى التعرض لأحكام ضوابط إبرام عقود مشتقات الأسهم ودور الوسطاء في إبرامها، وذلك على التفصيل التالي:

(١٤٢) د. خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا، المشتقات المالية مرجع سابق، ص ١٤٥.

(١٤٣) للرجع السابق، ذات الموضوع.

أولاً/ضوابط إبرام عقود مشتقات الأسهم:

٢٤- تبدو أهمية التعرض لضوابط إبرام عقود مشتقات الأسهم بالنظر إلى أنها محاطة بكثير من السرية لأسباب عدة، أهمها كثرة الآراء الشرعية المحرمة للتعامل في هذه العقود، الأمر الذي جعل كثير من أحكامها غير معلن. من ناحية أخرى، زاد في الأونة الأخيرة إنتشار هذه العقود، وبدأت العديد من الأسواق المالية وشركات السمسرة تبني فكرة التعاقد النموذجي كوسيلة للتعامل على المشتقات، سواء تحت مسمى إتفاق الأساس Master agreement^(١٤٤) المعروف في النظام الانجلوسكسوني، أم تحت مسمى عقد الإطار Contract cadre المعروف في القانون الفرنسي. وقد تسبب هذا الأمر في إضفاء الطابع النموذجي على هذه العقود، يأتي هذا في ظل قيام هذه العقود على التنبؤ والتوقع المستقبلي، ومن ثم ترسم إلتزامات وحقوق المتعاقدين المتبادلة على مدار وقت طويل، وبالتالي كان من اللازم أن يكون هناك إطار محدد يرسم ضوابط إبرامها.

٢٥- ويحاط إبرام عقود مشتقات الأسهم بالعديد من الضوابط الإجرائية والموضوعية التي تهدف إلى ضمان قيام كل متعاقد بتنفيذ ما تعهد به، وذلك على التفصيل التالي:

١/ الضوابط الاجرائية لإبرام عقود مشتقات الأسهم:

٢٦- يسبق إبرام عقود مشتقات الأسهم المستقبلية إجراءات تمهيدية، تتمثل في قيام الوسيط بفتح حساب خاص بالعميل؛ يسمى "حساب المتاجرة"^(١٤٥)، وهو حساب

(١٤٤) راجع نموذج لعقد أساس خاص بالمشتقات المالية على العنوان التالي:

Master Agreement for Financial Derivatives Transactions, available at: <https://bankenverband.de/media/contracts/RV-DRV-engl.pdf>; see also: MASTER AGREEMENT FOR FINANCIAL TRANSACTIONS GENERAL PROVISIONS Edition January 2001, available at: <http://www.ebf-fbe.eu/uploads/documents/EMA/general%20prov/ema2-2004-02642-01-E.pdf>

(١٤٥) وقد عرف حساب المتاجرة في نظام عمل عقود مشتقات الاسهم بأنه عبارة عن أي حساب يتم الاحتفاظ به من قبل العميل أو يتم الاحتفاظ به لحسابه، وذلك لضمان قيامه بتنفيذ إلتزاماته الناشئة عن هذه العقود راجع:

يـوع فيه العميل الهامش المبدئي المحدد من قبل الوسيط (بيت السمسرة)، والذي بموجبه يصبح العميل قادرًا على إصدار أوامر الشراء والبيع. ويخصص لكل صفقة أسهم حساب خاص يتم التعامل من خلاله^(١٤٦).

ويتبع هذه المرحلة سلسلة من الإجراءات التنفيذية، تسير على النحو التالي^(١٤٧):

أ/ يصدر العميل أمرًا إلى ممثله المسجل لدي بيت السمسرة، وقد يكون أمرًا بالشراء " ويطلق على صاحبه صاحب المركز الطويل"، وقد يكون أمرًا بالبيع " ويطلق على صاحبه صاحب المركز القصير.

ب/ يقوم هذا الممثل بإبلاغ هذا الأمر للقسم المسؤول عن العقود المستقبلية في بيت السمسرة، لتوصيله إلى سمسار الصالة بالبورصة.

ج/ يتوجه سمسار الصالة إلى حلبة التعامل، ليلتقي مع أقرانه المتعاملين في الأسهم بائعين ومشتريين.

د/ يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء فيما بينهم بالإعلان عنها وذلك للأوامر التي تحمل ذات التاريخ.

ذ/ يقوم سمسار الصالة بتأكيد تنفيذ الأمر إلى الممثل المسجل لبيت السمسرة، ليقوم الأخير بإخطار بيت السمسرة، لإخطار العميل بتنفيذ الأمر.

Commodity and Securities Exchanges, Title 17-PART 30—FOREIGN FUTURES AND FOREIGN OPTIONS TRANSACTIONS, §30.1 Definitions (g).

عرف أيضًا القانون الأمريكي لبورصة السلع والأدوات لتالية الحساب المجمع لعمل العقود المستقبلية أو الخيارات Foreign futures and options customer omnibus account بأنه عبارة عن حساب يتجمع فيه معاملة أو أكثر من معاملات عقود الخيارات والعقود المستقبلية الأجنبية، التي نفذت باسم لجنة العقود المستقبلية، بدلا من التعاقد باسم كل واحد من المتعاملين على حدة في العقود الخيارات والمستقبلية الأجنبية. راجع:

Commodity and Securities Exchanges, Title 17-PART 30—FOREIGN FUTURES AND FOREIGN OPTIONS TRANSACTIONS, §31-1 Definitions (c).

(١٤٦) د. أحمد محمد خليل الاسلامبولي، العقود المستقبلية والشرعة الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٠٧.

(١٤٧) للمرجع السابق ذات الموضوع.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ١٧-٢٠١٧ المجلد الثاني

س/ يقوم كتبة الصالة بتجميع أوراق الصفقات لتسليمها إلى مندوب بيت التسوية، ليقوم الأخير بوضع كل عقد بيع أمام عقد شراء لها ذات تاريخ التنفيذ.

ش/ يعلن مندوب بيت التسوية عن ميلاد عقد جديد على ذلك الأصل، ويعلن عنه في لوحة الإعلانات.

ص/ يخطر المندوب مركز الخدمة الإعلامية ليثبت ميلاد هذا العقد محليًا ودوليًا.

ض/ يحول بيت التسوية هذا العقد الشخصي إلى عقدين، حيث يقف كبائع أمام المشتري، ويقف كمشتري أمام البائع. ويمكن لأي من الطرفين أن يقفل مركزه دون أن يتأثر الطرف الآخر.

٢/ الضوابط الموضوعية لإبرام عقود مشتقات الأسهم المالية:

٢٧- وتظهر هذه الضوابط على محورين، وذلك على التفصيل التالي:

أ/ القدرة المالية على إبرام عقود مشتقات الأسهم:

تطلبت بعض التشريعات لإبرام عقود مشتقات الأسهم (خاصة العقود المستقبلية) توافر حد أدنى من المقدرة المالية لدى أطراف العقد، وذلك لضمان قيامهم بأداء الإلتزامات المالية الناشئة عن هذه العقود. وقد ترتب على هذا الشرط في كثير من الأحوال جعل إبرام مثل هذه العقود مقصور على الأشخاص الاعتبارية ذات القدرة المالية؛ مثل البنوك والمؤسسات المالية الساعية لتجنب مخاطر تغيير أسعار الفائدة وأسعار الصرف.

وقد عبر قانون بورصة الأوراق المالية والسلع الأمريكي عن هذا الشرط بمناسبة تعريف العميل في مجال العقود المستقبلية، حيث عرفه بأنه عبارة عن شخص يتعامل في العقود المستقبلية أو الخيارات، وكذلك أي شخص مقيم في الخارج يتاجر في عقود الخيارات والعقود المستقبلية الأجنبية، ولكن بشرط أن يكون مالك أو حائز للحساب طبقاً لحكم المادة (y) من المادة (1.3) من هذا القانون.

وفي وقت لاحق اشترط قانون السلع المستقبلية الأمريكي الصادر عام ٢٠٠٠ لقيام الشخص الطبيعي بإبرام عقد مستقبلي ألا تقل أصوله عن خمسة مليون دولار،

وبالنسبة للشركات والمشروعات يشترط ألا تقل أصولها عن عشرة مليون دولار
(١٤٨)

جاء أيضاً في القانون الفرنسي للأنشطة المالية الصادر عام ١٩٩٦، النص
الصريح على قصر إبرام عقود المشتقات على الأشخاص الاعتبارية، وحظر
التعامل فيها من قبل الأشخاص الطبيعيين (١٤٩).

ولعل مبالغة التشريعات القانونية في تحديد قيمة المقدرة المالية لأطراف عقد
المشتقات تعود لتخوفها من المخاطر المترتبة على هذه العقود نتيجة عدم قدرة
أطرافها على الوفاء بالتزاماتهم، ولضمان الجدية في التعامل، وللقضاء على شبهة
إستخدامها كوسيلة للمضاربة.

ويبدو لنا أن هذه المبالغة لا تخدم إعتبارات تشجيع الإستثمار في مثل هذه
العقود، خاصة وأن إشتراط حد أدنى لرأس المال لا يشكل الضمان الكاف
للمتعاملين في هذه العقود، بالنظر إلى أنه يشكل ضمان عام لجميع الدائنين وليس
للمتعاملين في المشتقات. ومن ثم يبدو لنا أن الأفضل أن تلزم هذه التشريعات
الأطراف بتقديم ضمان مالي خاص، على سبيل الرهن أو الإمتياز، لتأكيد الجدية.

ب/ صلاحية إبرام عقد مشتقات الأسهم:

اشتراط القانون الألماني لصحة إبرام عقد مشتقات الأسهم أن يكون المتعاقد تاجراً
ومقيد في السجل التجاري. وبالتالي لا يحق لغير التجار الدخول في هذه العقود. من
ناحية أخرى، اشتراط ذات القانون أن يكون المتعامل في هذه العقود من المقيمين
داخل ألمانيا، أو أن يكون له فرع داخل ألمانيا (بالنسبة للشركات التجارية)، وذلك
بهدف حماية الاقتصاد الوطني من مضاربات الأجانب في مثل هذه العقود (١٥٠).

(١٤٨) راجع نص المادة:

"Eligible contract participant" includes natural persons with more than \$5,000,000 in assets who enter into the related transaction for risk management purposes....., a corporation, partnership or other entity that has total assets in excess of \$10,000,000". **Commodity Futures Modernization Act of 2000.**

(١٤٩) د. آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مفاضة الأصول المالية المتقولة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص ٤١.

(١٥٠) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني.

وقد تسببت العوامل السابقة في تقليل التعامل في عقود مشتقات الأسهم، لإفتقار كثير من المستثمرين الوطنيين للقدرة على التعامل في مثل هذه العقود، مما أدى إلى قلة عدد عقود المشتقات المتداولة في الأسواق الألمانية الرسمية^(١٥١). وتوسيع التشريعات المالية الحديثة إلى محاولة التخفيف من غلواء هذه الشروط من خلال إنشاء سوق متخصصة في عقود المشتقات^(١٥٢).

حرص أيضًا قانون التجارة في العقود المستقبلية لجمهورية كوريا Futures Trading Act (Republic of Korea) على اشتراط قيود معينة في التعامل في مشتقات الأسهم، أهمها^(١٥٣):

- أن تكون شركة تجارية.

- ألا يقل رأس مالها عن ٣ بليون وون.

- أن تحصل على تصريح من لجنة الرقابة المالية.

- أن يكون من حاملي الجنسية الكورية.

وجدير بالذكر أن هناك بعض التشريعات التي تشترط لمباشرة الأشخاص الاعتبارية العامة لعقود مشتقات الأسهم الحصول على إذن مسبق من قبل السلطة العامة، وذلك لحماية المال العام. ومن أبرزها، القانون الفرنسي الصادر في ٢٩ ديسمبر ١٩٩١، الذي اشترط بالنسبة للمجالس المحلية وكافة أشخاص القانون العام الحصول على إذن صريح من وزير الاقتصاد والمالية الفرنسي. وقد تبين أن

Friedrich E.F. Hey, A New Era of Financial Futures Trading in Germany: Sweeping Changes in the Legal and Business Environment, op.cit, p293.

(١٥١) راجع:

Ibid.

(١٥٢) راجع:

Ibid.

(١٥٣) راجع:

"Any person who intends to carry on the futures trading shall be a corporation with equity Capital of not less than 3 billion won, and shall obtain a permit from the Financial Supervisory Commission". Futures Trading Act (Republic of Korea), By Ministry of Legislation, This Act was enacted on December 29, 1995, as Act No. 5041.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الثاني

الوزير لا يمنح هذا الإذن لهذه الهيئات إلا إذا كان الغرض منها تغطية المخاطر وليس المضاربة^(١٥٤). أما الأشخاص المعنوية الخاصة، فإن سلطتها في إبرام هذه العقود مقيدة بضرورة أن ينص عقد إنشائها على ذلك^(١٥٥).

ويبدو لنا أن هناك نوعاً من التشدد من قبل التشريعات فيما يتعلق بصلاحيات الأشخاص المخولين في إبرام عقود المشتقات، مثل شرط الجنسية، الذي لم يعد يتناسب مع إعتبارات تحرير التجارة العالمية، والتي أضحت تلزم الدول بعدم إفراد معاملة متميزة لرعاياها في ممارسة النشاط التجاري، من ناحية أخرى، مثل هذه الشروط من شأنها أن تتسبب في خلق سوق غير رسمية، تضر بالإقتصاد الوطني. الأمر الذي يحتم تبني مزيداً من المرونة عند صياغة ضوابط التعامل في هذه العقود، وذلك على النحو الذي يحقق التوازن بين إعتبارات الجدية وإعتبارات المنافسة المشروعة.

من ناحية أخرى، تبدو أهمية إنصراف الضوابط التي يجب توفيرها لإبرام عقود مشتقات الأسهم في الأساس تجاه التأكد من أنها تتم بغرض التحوط ضد المخاطر، وليس المضاربة والمراهنة على فروق الأسعار. فهذه العقود اختلطت فيها النوايا بين متحوط ومراهن، الأمر الذي دفع الكثير إلى تقرير عدم مشروعية هذه العقود بشكل مطلق، وهو ما لا يجب أن يؤخذ على إطلاقه، حتى لا نضيع الفرصة على بعض المستثمرين الجادين في الاستفادة من معطيات هذه العقود. ومن ثم يجب تبنى الضوابط الدالة على نية التحوط، كما لو أشترط لإبرام هذه العقود ارتباطها بتجارة قائمة يمارسها المتعاقد، وليست عقود فردية يبرمها الشخص بغرض الرهان. كما يجب عليه أن يقدم ما يفيد بأن تجارته تحتاج إلى مثل هذا العقد للتحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار أو غيرها من متغيرات الأسواق.

٢٨- تجاوز صلاحية إبرام عقد مشتقات الأسهم:

لما كانت الأشخاص الاعتبارية تبرم عقودها بمعرفة ممثليها القانونيين، فإنه من المتصور أن يتجاوز هذا الممثل حدود سلطته، خاصة وأن عقود مشتقات الأسهم مرتبطة بضوابط معينة، قد لا يلتزم بها ممثل الشركة، فيتعاقد بما يخالف حدود غرض إنشاء الشركة.

(١٥٤) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ٤٤.

(١٥٥) للرجع السابق، ذات الموضوع.

ووفقاً للقواعد العامة المقررة في قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، فإن الشركة تتحمل نتائج وأثار أي عمل أو تصرف قانوني يصدر من الجمعية العامة أو مجلس الإدارة أو إحدى لجانها أو من ينوب عنه من أعضائه في الإدارة، بشرط أن يقع أثناء ممارسته لأعمال الإدارة على الوجه المعتاد. ومتى ثبتت مسؤولية الشركة على النحو السالف، فلا يجوز أن تنفيها بالإعتماد على أي من الحالات الآتية^(١٥٦):

١/ إذا كان التصرف صادر بالتجاوز لسلطة مصدره أو لم تتبع بشأنه الاجراءات المقررة قانوناً.

٢/ إذا كان الغير سيئ النية^(١٥٧).

٣/ إذا كان نظام الشركة لم يسمح له بالقيام بمثل تلك الأعمال.

من ناحية أخرى، لا يعتبر ملزماً للشركة أي تصرف يصدر عن أحد موظفيها أو الوكلاء عنها، إلا إذا كان مرخص له بذلك صراحة أو ضمناً من الجمعية العامة أو مجلس الإدارة أو من يفوضه من أعضائه في الإدارة بحسب الأحوال. ومع ذلك يكون للغير حسن النية أن يتمسك في مواجهة الشركة بأي تصرف يقوم به أحد موظفي الشركة أو وكلائها إذا قدمته إحدى الجهات المشار إليها على أنه يملك سلطة التصرف نيابة عنها، وأعتمد الغير على ذلك في تعامله مع الشركة^(١٥٨).

ويثور في هذا الصدد تساؤلاً يتعلق بمدى أحقية الشركة أن تحتج بعقد تأسيسها أو لوائحها لاستبعاد مسؤوليتها عن تجاوزات مديرها في إبرام عقود مشتقات الأسهم؟

أجابت المادة (٥٧) من قانون الشركات سالف الذكر عن هذا التساؤل، مقررة بأنه لا يجوز للشركة أن تتمسك في مواجهة الغير حسن النية من المتعاملين معها بأن نصوص عقد الشركة أو لوائحها لم تتبع بشأن التصرف، كما لا يجوز لها أن تحتج بأن مجلس إدارتها أو بعض أعضائها أو مديري الشركة أو غيرهم من

(١٥٦) راجع: المادة (٥٥) من القانون المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(١٥٧) ولا يعتبر حسن النية في حكم اللواد السابقة من يعلم بالفعل أو كان في مقدوره أن يعلم بحسب موقعه بالشركة أو علاقته بها بأوجه النقص أو العيب في التصرف للواد التمسك به في مواجهة الشركة ولا يعتبر الشخص علماً بمحتويات أية وثيقة أو عقد بمجرد نشرها أو شهرها بأحدى الوسائل للنصوص عليها في هذا القانون. راجع: القانون المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، اللواد (٥٨).

(١٥٨) راجع: القانون المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، اللواد (٥٥).

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الموظفين أو الوكلاء لم يتم تعيينهم على الوجه الذي يتطلبه القانون أو نظام الشركة، مادامت تصرفاتهم قد وقعت في حدود المعتاد بالنسبة لمن كان في مثل وضعهم من الشركات التي تمارس ذات النشاط.

وفي ذات السياق، كانت هناك واقعة في القضاء الإنجليزي حظيت باهتمام واسع النطاق، أثارَت بوضوح إشكالية تجاوز الممثل القانوني لحدود سلطته بخصوص إبرام عقود المشتقات. وقد تمثلت وقائعها فيما يلي:

في وقت مبكر من عام ١٩٩٠ ساهم عدد كبير من السلطات المحلية في صفقات عقود المبادلات على أسعار الفائدة كشكل من أشكال إدارة محافظ الديون الخاصة بها. وبموجب قانون السلطات المحلية الصادر عام ١٩٧٢ سمح للإدارات المحلية بالافتراض لتغطية تكاليف المشاريع الرأسمالية على المدى الزمني الطويل. ولم تكثف سلطات الإدارة المحلية بذلك فقط، ولكنها قامت بإبرام عقود لمبادلات أسعار الفائدة مع البنوك بغية التحوط ضد تقلبات الأسعار. وبعد أن حدثت هزة عيفة في أسعار الفائدة، أحتجت مجالس البلديات ببطان عقد المبادلة بأثر رجعي، استناداً على تجاوزها حدود سلطتها عندما قررت إبرام هذه العقود وفق ما هو مقرر في قانون ١٩٧٢. وقد استجابت محكمة الدرجة الأولى لطلب إدارة البلديات، وسببت حكمها بأن الأشخاص المعنوية المؤسسة وفقاً لهذه اللائحة لا يمكنها إبرام عقود خارج الحدود المسموح لها به بموجب اللائحة. وعليه قضت المحكمة ببطان العقد بأثر رجعي ورد المتعاقدين إلى الحالة التي كانوا عليها قبل التعاقد. وعندما طعن على هذا الحكم أمام محكمة الاستئناف، قررت إلزام مجالس البلديات بالتعقد واعتبرته مما يدخل في اختصاصها، على أساس أن العقد أبرم بهدف تغطية المخاطر، وليس بهدف المضاربة. والغريب أن هذا الحكم عندما عرض على مجلس اللوردات الإنجليزي The English House of Lords قرر بطلان عقد مبادلة أسعار الفائدة، وذلك على أساس أن مجالس البلديات تجاوزت حدود اختصاصها، حيث اعتبرت هذه العقود من قبيل عقود المقامرة، وهو ما يخرج عن اختصاصها^(١٥٩).

(١٥٩) راجع:

Hazell v Hammersmith and Fulham LBC, House of Lords, 24 January 1991, available at: http://everything.explained.today/Hazell_v_Hammersmith_and_Fulham_LBC/

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧. المجلد الثاني

وفي واقعة أخرى، بتاريخ ٦ ديسمبر عام ١٩٩٤ أشهرت مقاطعة أورانج في كاليفورنيا بالولايات المتحدة الأمريكية إفلاسها بعد أن منيت بخسائر وصلت إلى ١,٦ مليار دولار نتيجة الخطأ في المراهنات على أسعار الفائدة في الأوعية الاستثمارية. وقد تسبب هذا الأمر في الفشل المالي لكثير من الكيانات والإدارات الأمريكية. وقد كان من أبرز المنازعات التي حدثت في هذا الصدد، المنازعة بين إدارة البلدية وشركة Merrill Lynch، حيث طالبت الأخيرة الأولى بمبلغ ٢ مليون دولار الملزمة به بموجب العقد. لكن البلدية رفضت هذه المطالبة، بناء على أنها تجاوزت حدود سلطاتها، باعتبارها استدانات بأكثر من إيراداتها، وهو ما يخالف قانون الولاية. وقد حكمت المحكمة لصالح الولاية، وقررت أنها تجاوزت حدود سلطاتها^(١٦٠).

وقد ذهب جانب من الفقه تعليقا على الأحكام السابقة إلى أن القضاء تبنى فكرة إبطال العقد لتجاوز السلطة فقط بخصوص الجهات الحكومية، ولم يطبق ذات الحكم على أشخاص القانون الخاص، ورد السبب إلى أن غالبية القوانين الخاصة تغلب مصلحة حسن النية في مواجهة مديري أشخاص القانون الخاص، مادام أن العقد تم في إطار الغرض الخاص بالمؤسسة (كما لو تم إبرام العقد للإحتياط ضد المخاطر). أما إذا تم التصرف خارج نطاق هذا الغرض، فهو غير ملزم للشركة (كما لو تم إبرام العقد بهدف المضاربة على الأسعار)^(١٦١).

ونحن من جانبنا لا نتفق مع هذا الرأي، خاصة وأن فكرة حسن النية غير معروفة لدى القضاء الإنجليزي (كما هي معروفة في القانون الفرنسي)، الذي يعتبرها من قبيل الأخلاق وليست من الإلتزامات الواجبة الإلتباع. ويبدو لنا أن ترواح مواقف المحاكم بين الإبطال وعدمه مرجعه إلى إعتبار هذا العقد من قبيل المقامرة أو كونه وسيلة لمواجهة مخاطر تغير أسعار الفائدة، فالمحاكم التي أعتبرته قمار، رأت أن الإدارة قد تجاوزت سلطته في التعاقد. أما المحاكم التي أعتبرته وسيلة لمواجهة المخاطر قضت بعدم جواز المطالبة بالإبطال، لعدم تجاوز الإدارة حدود سلطاتها.

(١٦٠) راجع:

Philippe Jorion and Robert Roper, Big Bets Gone Bad: Derivatives and Bankruptcy in Orange County, San Diego Academic Press -Academic Press (1995),p50, available at: www.amazon.com

(١٦١) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية للنقولة، مرجع سابق، ص ٥٢.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

لكن يبدو لنا رغم ذلك، أن الحكم على تجاوز المدير لحدود سلطته من عدمه في ضوء ما إذا كان الهدف من العقد القمار أم مواجهة المخاطر أمر سوف يدفعنا إلى البحث عن النوايا والبواعث من وراء إبرام العقد، وهي مسألة يصعب بناء الأحكام القضائية عليها.

والقول عندنا أنه لا يجوز للشركة بمناسبة عقد مشتقات الأسهم أن تحتج بنصوص عقدها أو لوائحها في مواجهة الغير حسن النية من المتعاملين معها، كما لا يجوز لها أن تحتج بأن مجلس إدارتها أو بعض أعضائها أو مديري الشركة أو غيرهم من الموظفين أو الوكلاء لم يتم تعيينهم على الوجه الذي يتطلبه القانون أو نظام الشركة، بشرطين: الأول/ أن تكون تصرفاتهم قد وقعت في حدود المعتاد بالنسبة لمن كان في مثل وضعهم من الشركات التي تمارس ذات النشاط. الثاني/ أن تكون سلطات المدير غير مشهورة وبناء عليه، إذا تبين أن ما وقع من المدير بخصوص عقد مشتقات الأسهم كان خارج نطاق المعتاد في تصرفات الشركة، أو أن الأعمال التي باشرها المدير كانت مشهورة، فإن الشركة لا تتحمل المسؤولية عنها، خاصة وأن عقد مشتقات الأسهم يستغرق تنفيذه وقتاً طويلاً، بما يكفي لإستيثاق كل طرف من صلاحية الآخر لإبرام العقد.

ثانياً/ دور الوسطاء الماليين^(١٦٦) في إبرام عقود مشتقات الأسهم:

٢٩ يلعب الوسطاء الماليون دوراً غاية في الأهمية في إبرام وتسوية عقود مشتقات الأسهم^(١٦٧). وقد ساهموا في الإرتقاء بهذه العقود بشكل كبير، وذلك بحكم أنهم أصحاب اليد الطولي في إتمام كافة مراحل إبرام وتنفيذ هذه العقود. وقد أقرت

(١٦٦) وهم عبارة عن الوسطاء الذين تتم بواسطتهم عمليات البيع والشراء بين المتعاملين مقابل عمولة بصفتهم وكلاء عنهم وهم أعضاء أساسيون في البورصة. ويجدر بالذكر أن التعامل في البورصة يتم من خلال السمسارة، فيما عدا أعضاء البورصة، حيث يمكنهم التعاقد بأنفسهم مباشرة، أي لا يحتاجون إلى السمسارة ليتعاقدوا بصفتهم وكلاء بأجر. وليس هناك ما يمنع من أن يكون السمسار وكيلاً عن كل من البائع والمشتري في ذات الصفقة، كما يمكن أن يكون أصيلاً عن نفسه بالعملاً أو مشترياً ووكيلاً عن الطرف الآخر. د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، مرجع سابق، ص ٧-٨.

(١٦٧) راجع:

Gary R. Evans, Chapter 10 - Futures Contracts, First edition 2010, this edition November 25, 2013, p1.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المشروع المصري بهذا الأمر بصورة ضمنية، حيث قرر أن يكون التعامل على الأوراق المالية من خلال أحد الوسطاء الماليين^(١٦٤).

ويعرف الوسيط في مجال المشتقات المالية بصورة عامة بأنه عبارة عن شخص مرخص له بالتوسط بصورة مباشرة أو غير مباشرة في إبرام عقود المشتقات وتسويتها في الأسواق المالية أو أي شخص آخر يعين من لجنة التسوية في البورصة من وقت لآخر للقيام بهذه المهمة^(١٦٥).

وقد قرر القانون الأمريكي أن يعتبر وسيط أو سمسار مسجل لدي لجنة الأوراق المالية والبورصات بخصوص عقود مشتقات الأسهم ما يلي^(١٦٦):

١/ أي شخص يتوسط لتقديم العروض أو قبول الطلبات أو تنفيذ الأوامر نيابة عن الآخرين بخصوص عقود مشتقات الأسهم، لبيع هذه العقود أو تنفيذها.

٢/ أي شخص يزود اللجنة بالبيانات اللازمة والضرورية لتحقيق المصلحة العامة لحماية المستثمرين بخصوص تداول المشتقات المالية.

ويتجلى دور الوسيط المالي في عقود مشتقات الأسهم ليس فقط في قيامه بالتوفيق بين المتعاقدين لإتمام إبرام العقد، ولكن لضمان تنفيذ كل منهما لما التزم به. لذلك تتطلب التشريعات المختلفة توافر حد أدنى من رأس المال لدى الوسيط المالي كي يخصص له بممارسة أعمال الوساطة^(١٦٧). وتتبنى الأسواق المالية الحديثة نظام

(١٦٤) نصت المادة (١٨) من قانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال على "..... يكون التعامل في الأوراق المالية للقيادة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك والإلا وقع التعامل باطلا، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها وتبين اللائحة التنفيذية الأعمال التي يحظر على الشركة القيام بها".

(١٦٥) راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter -III, (chapter -I preliminary).

(١٦٦) راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter -III, (chapter -I preliminary), (Obligations and Responsibilities).

(١٦٧) د: آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لمقود مقايضة الأصول المالية المتقولة، مرجع سابق، ص ٥٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الوساطة الإلكترونية (منصة الوساطة الإلكترونية)^(١٦٨)، وهو نظام يسمح لجميع المشاركين في السوق بالإشتراك في العطاءات والعروض الخاصة بالمشتقات، حيث يسعى الوسيط تقريب المسافات بين العروض والطلبات المتشابهة، لاكتمال التعاقد^(١٦٩).

وفي الولايات المتحدة الأمريكية يهيمن على أعمال الوساطة المالية أربع جهات، وهي: شركات التأمين، والبنوك، والسماسة المسجلين لدى لجنة تداول الأوراق المالية Exchange Commission Securities^(١٧٠)، والسماسة المسجلين لدى لجنة المعاملات المستقبلية في البضائع commodity futures trading commission^(١٧١).

وقد حرص القانون الأمريكي على إفساح المجال للوسطاء الأجانب (FFOB) لممارسة نشاطهم في عقود المشتقات. فسمح لكل شخص لا يحمل الجنسية الأمريكية مرخص له من لجنة التجارة الخارجية ممارسة نشاط الوساطة المالية، شريطة الخضوع لتعليمات هذه اللجنة في المنطقة التي يباشر فيها نشاطه، كما يخضع في ممارسة نشاطه لتعليمات لجنة العقود المستقبلية الأمريكية الموجودة في ذات المنطقة^(١٧٢).

(١٦٨) وهو نظام يسمح للوسطاء والمتعاملين بنشر العطاءات والعروض الإلكترونية.

Randall Dodd, the Structure of OTC Derivatives Markets, the Financier • VOL. 9, NOS. 1-4, 2002, p3.

(١٦٩) راجع:

Ibid.

(١٧٠) راجع:

U.S. Securities and Exchange Commission, available at:<http://www.sec.gov/>

(١٧١) راجع:

U.S commodity Futures trading commission, available at:
<http://www.cftc.gov/LawRegulation/CommodityExchangeAct/index.htm>

(١٧٢) راجع:

وقد نظم قانون تبادل السلع المستقبلية الأمريكي الأحكام المتعلقة بممارسة الوسطاء لنشاطهم في إبرام عقود مشتقات الأسهم. فالأزم الطالب أن يقدم طلباً وفق النموذج المعد والمقرر من اللجنة المختصة، وأن يقدم المعلومات والحقائق المتعلقة بنشاطه التجاري، وأسماء وكلائه وفروعه المختلفة^(١٧٣).

ويلتزم الوسيط بمجموعة من الإلتزامات بخصوص قيامه بأعمال الوساطة في مجال العقود المستقبلية، وذلك على التفصيل التالي^(١٧٤):

١/ التقيد بالإلتزامات والمسئوليات المقررة في قواعد السلوك، والحفاظ على السجلات والدفاتر المحددة من قبل اللجنة.

٢/ الإلتزام بالضوابط الخاصة بخلو العقود من الإذعان.

٣/ يخضع كل وسيط لرقابة المكتب المعين بحكم المادة الفرعية (٢)^(١٧٥)، ويلتزم بتقديم تقرير مستقل في حالة إكتشاف أي خطأ من قبل الوسيط.

Commodity and Securities Exchanges, Title 17- PART 30—FOREIGN FUTURES AND FOREIGN OPTIONS TRANSACTIONS, §30.1 Definitions (e).

(١٧٣) راجع:

SEC. 4f. §7 U.S.C. 6fA (a)(1):

"Any person desiring to register as a futures commission merchant, introducing broker, floor broker, or floor trader hereunder shall be registered upon application to the Commission. The application shall be made in such form and manner as prescribed by the Commission, giving such information and facts as the Commission may deem necessary concerning the business in which the applicant is or will be engaged, including in the case of an application of a futures commission merchant or an introducing broker, the names and addresses of the managers of all branch offices, and the names of such officers and partners, if a partnership, and of such officers, directors, and stockholders, if a corporation, as the Commission may direct".

(١٧٤) راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter -III, (Surrender of Certificate of Registration"7").

(١٧٥) ويجوز للشركة تعيين واحد أو أكثر كمدقق أو مراقب لفحص ومراجعة الدفاتر والسجلات الخاصة بالوسيط، للتأكد من مطابقتها لأحكام القانون واللوائح الخاصة بتنظيم شؤونهم. ولأغراض التنقيح، تقوم اللجنة بوصف تفاصيل إجراءات الانضمام والالتزام بتواعد العدالة الطبيعية. من ناحية أخرى، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول (٢٠١٧) المجلد الثاني

ويجب على كل وسيط في مجال المشتقات مسجل في الأسواق الأمريكية الإلتزام بالضوابط الواردة في مدونة السلوك الموضوعة من قبل لجنة الأسواق المستقبلية الأمريكية، وأيضًا القواعد المقررة من قبل قوانين الجمعيات^(١٧٦).

وقد حرص القانون الأمريكي على تنظيم الأحكام المتعلقة بسحب الترخيص من الوسيط المتعامل في عقود مشتقات الأسهم، وذلك في حالة عدم الإلتزام بإجراءات التسجيل الخاصة بالوسطاء المتعاملين في مجال عقود مشتقات الأسهم. أو إذا كان لدى الجمعية المسجل لديها الوسيط تحفظات حول نظام عمله، ولم يتم بتسويتها^(١٧٧).

وتجنبًا للإلغاء، يجوز للجنة أن تطلب من الوسيط إستيفاء بعض المتطلبات، مثل^(١٧٨).

أ/ إعادة ترتيب الوثائق والإحتفاظ بها طبقًا للوائح والأنظمة.

ب/ قيام الوسيط بالانتصاف لتظلمات المستثمر في مجال المشتقات.

ج/ تسليم الأوراق أو الأموال الى أصحابها.

د/ إتخاذ الترتيبات اللازمة لضمان إستمرارية الخدمات المقدمة للعملاء.

يلتزم كل موظف أو شريك أو وكيل أن يقدم يد العون لسلطات التفتيش كي تقوم بأداء مهنتها في عملية التفتيش. راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter –III, (Inspection and Disciplinary Actions "4").

(١٧٦) راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter –III, (Intermediary of commodity exchanges to abide by the code of conduct).

(١٧٧) راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter –III, (Surrender of Certificate of Registration"1").

(١٧٨) راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter –III, (Surrender of Certificate of Registration"2").

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وفي حالة قبول إلغاء التسجيل، قد تفرض اللجنة بعض الشروط على الوسيط لإستيفائها بغرض حماية المتعاملين^(١٧٩). ويجب ملاحظة أنه من تاريخ الإلغاء أو التوقف إذا باشر الوسيط إختصاصاته كما لو لم يتم إلغاء ترخيصه، فإنه يتحمل كافة الآثار القانونية المترتبة على ذلك في مواجهة الغير^(١٨٠).

(١٧٩) راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter -III, (Surrender of Certificate of Registration"3").

(١٨٠) راجع:

Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter -III, (Surrender of Certificate of Registration"4").

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الفصل الأول

مشروعية عقود مشتقات الأسهم بين المضاربة والقمار

٣٠- تاريخياً، ارتبطت كلمة القمار باللعب غير العادل أو الغش في اللعب (١٨١). كما عرف المقامر بأنه عبارة عن الشخص المحتال الذي يلعب من أجل المال، مع تقبل المخاطر العالية الناتجة عن ذلك (١٨٢). وحديثاً، ارتبط معناه بالرهان على الأموال، أو غيرها من الأنشطة المتعلقة بالفرص المحتملة (١٨٣)، أو الأحداث العشوائية أو غير المؤكدة (١٨٤).

(١٨١) والقمار في اللغة: هو عبارة عن " طلب الغرة والمخادعة". والقمار محرم بقول الحق تبارك وتعالى " إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون. إنما يريد الشيطان أن يوقع بينكم العداوة والبغضاء في الخمر والميسر ويصدكم عن ذكر الله وعن الصلاة فهل أنتم منتهون". راجع: الآيات ٩١، ٩٢ من سورة المائدة.

(١٨٢) راجع:

Oxford English Dictionary, second edition, 1989.

(١٨٣) راجع:

Devereux, 1979.

(١٨٤) والقمار بهذا المعنى، يشير إلى تحقيق مكاسب مالية دون استخدام مهارات. وعلى مر التاريخ، صار لعب القمار يتطلب مهارات معينة. فمثلاً ما لدى للقامر من معلومات يعتمد عليها في وضع الإستراتيجيات التي تحسن فرصه في الفوز. فمعرفة الخيول والفرسان، من شأنه أن يحسن من فرصة التنبؤ بالنجاح. واستخدام هذه المهارات من شأنه أن يقلل من العشوائية. راجع:

Chapter 2: Gambling Concepts and Nomenclature, p1, available at:<http://govinfo.library.unt.edu/ngisc/reports/pathch2.pdf>.

-ويرى البعض أن القمار يقوم على مجموعة من الأنشطة، إذا غاب عنصر منها فإنها لا تعد مقامرة، وهي: ١/ التفكير للتأني consideration، ٢/ الفرصة أو الاحتمال chance. ٣/ الجائزة أو المكافأة prize. راجع:

Richard A. Lord, Williston on Contracts, 4th, Lawyers Cooperative Publishing, 2001, p17.

-وتظهر معاملات القمار على ثلاثة صور: ١/ أوراق اليانصيب، ٢/ مكائن القمار. ٣/ الرهان على المسابقات. راجع:

Basics: Common Law Definitions and Formats of Gambling and Quasigambling Games, CHAPTER 2, INTERNET GAMING LAW, p28.available at:http://www.liebertpub.com/media/content/IGL_02_p11-52.pdf

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

أما المضاربة فعرفت بأنها عبارة عن شراء أو بيع أصل مالي دون التأكد من السعر أو الربح، ليس بهدف الإنتفاع من الأصل، وإنما الزيادة الرأسمالية في قيمة الأصل (١٨٥). وتهدف المضاربة إلى تحقيق الكسب المالي بالإعتماد على الشخصية، وهو ما لا يتحقق في حالة القمار. فالمضارب يبني قراره في ضوء دراسة وفهم لطبيعة العوامل المؤثرة في صناعة قراره، الذي قد يخالف تقديرات الآخرين. وهو هنا لا يعرف مدى صحة أو خطأ هذا القرار. وبالتالي، المضارب يتخذ قراره دون أن يكون لديه شواهد أو أدلة تؤكد صحة توقعاته. وعلى العكس، إذا تعامل الشخص بذات الأسلوب دون أن يكون لديه العلم والخبرة فهو مقامر (١٨٦).

ويري البعض أن معيار التمييز بين المضاربة والقمار يتمثل في نية تحقيق الربح، فإذا كانت هناك نية للمتاجررة وتحقيق الربح فنحن بصدد مضاربة، أما إذا لم تتوافر هذه النية، فنحن بصدد قمار (١٨٧).

وعلى صعيد آخر، ذهب إتجاه إلى أن أوجه الخلاف الأساسية بين المضاربة والقمار تتمثل فيما يلي (١٨٨):

١/ أن مقدار العائد المتوقع الحصول عليه في القمار أكبر من العائد المتوقع الحصول عليه من المضاربة. ومن ثم كلما زاد العائد المتوقع كلما كانت المخاطرة أكبر.

٢/ حجم المخاطرة المتوقعة في القمار أكبر من تلك الموجودة في المضاربة.

(١٨٥) ويرى حجاب من النقح أن هذا التعريف يكثف عن مجموعة من النتائج، وهي: ١/ أن من يشتري سلعة، ثم يبيعها لاحقًا بسعر عدد سابقًا، لا يعد مضاربًا. ٢/ أن من يشتري السلعة بغرض زيادة المنفعة منها بغرض الاستهلاك الشخصي، لا يعد مضاربًا. ٣/ أن صاحب خط الإنتاج، الذي يلجأ لشراء عناصر الإنتاج لتوقع انخفاضها بغرض استخدامها في الإنتاج، لا يعد مضاربًا. د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المعاصرة - تحليل اقتصادي وشرعي، مرجع سابق، ص ٦-٧.

(١٨٦) المرجع السابق، ص ١٤.

(١٨٧) راجع:

Joseph A. Schumpeter, Business cycles, A theoretical, historical and statial analysis of capitalist process, New York, McGraw-Hill Book Company, Inc, 1939, p69.

(١٨٨) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، لفتنقات للالية ودورها في إدارة للمخاطر ودور الهندسة للالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات مصر، ١٤٢٦هـ - ٢٠٠٥م، ص ٤٧.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٣/ طول فترة حيازة الأصل المالى فى القمار مقارنة بالمضاربة.

وعلى الرغم من الإختلاف بين مفهوم القمار والمضاربة، إلا أن بينهما تقارب شديد كان الدافع وراء التشكيك فى مشروعية عقود مشتقات الأسهم ووصفها بأنها من قبيل عقود القمار، وهو حالة عدم التآكد التى تواجه المتعاملين. وتزداد حدة هذه الحالة عند التعامل فى أسواق المال، لإنعدام المساواة بينهم فى معرفة المعلومات، خاصة عدم معرفة المتعامل ما يعتقد الآخرون. حول حقيقة الأسعار، وهى أمور تؤثر بشكل رئيس فى تقلبات الأسعار (١٨٩). وهو ما يترتب عليه إتخاذ القرار بالتعاقد مع تقبل المخاطرة إختيارياً. لذلك توصف عقود المضاربة والقمار "بالعقود الإحتمالية". ولا تخرج عقود مشتقات الأسهم عن هذا الوصف، فهى عقود إحتمالية تغفل على تقليل المخاطر عن طريق بيعها أو شرائها بهدف الربح. وإن كان الفكر الرأسمالى قد تسبب فى تآكل العديد من القيم الدينية والأخلاقية، وأصبحت يتقبل التعامل بالقمار والفوائد الربوية (١٩٠).

وقد حازت إشكالية مدى مشروعية عقود مشتقات الأسهم على إهتمام غير مسبوق بين الأوساط الشرعية والقانونية المختلفة، لتوصف بأنها الإشكالية الأهم بين كافة إشكاليات هذه العقود. فقد صدر العديد من التوصيات والآراء الشرعية والقانونية التى توصف هذه العقود بأنها من قبيل القمار المنهى عنه (١٩١). بل وأكدت العديد من الدراسات الإقتصادية على أن هذه العقود كانت سبباً مباشراً فى وقوع العديد من الأزمات المالية التى عصفت بإقتصاديات العديد من الدول (١٩٢). وقد تسبب

(١٨٩) ولقفاى مشكلة عدم التآكد وما يترفع عنها من مشكلات، يتم اللجوء فى مجال الأسواق المالية إلى قرينة " إفتراض توافق المعلومات"، وقرينة " إفتراض الإعتقادات للجانسة"، والتي تقوم على اعتقاد بأن توقعات المتعاملين فى السوق متجانسة. وقد يكون من الصعوبة بمكان الاعتماد على قرينة الاعتقادات المتجانسة، بالنظر إلى أن المعلومات العامة السابقة فى سوق المال prior common knowledge ليست متجانسة، فمثلاً، لو أن هناك مديران لاثنين من صناديق الاستثمار توافرت لهما ذات المعلومة، وكان أحدهما متعجل (لديه الجرأة على مواجهة المخاطر)، والآخر يتمتع بالكياسة والتريث (يفضل الابتعاد عن المخاطر)، وسوف يترتب على هذا الإختلاف، أن سلوك كل منهما فى السوق لن يكون متجانس. د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعدي، المضاربة والقمار فى الأسواق المعاصرة، مرجع سابق، ص ٤٦.

(١٩٠) ويعود تحريم التعامل فى القمار فيما مضى إلى (نظرية المنفعة الأخلاقية) التى سادت فى تلك الآونة، وهو الطابع الذى انعكس على تلك التشريعات فى هذه الفترة، والتي حرصت على حماية للصحة العامة من المناسفة غير المشروعة. وقد تغيرت هذه النظرة بصورة تدريجية، خاصة بعد توغل النظريات الرأسمالية والليبرالية التى تبرز الكثير من التصرفات الأخلاقية تحت مسوغات تحقيق الربح وتعميم الاستفادة. فلم يعد ينظر إلى القمار على انه عمل غير ، حيث جرى التعامل فى العملات وأذونات الخزانة وشهادات الإيلاج. وقد CMAأحلاقي. وفى عام ١٩٢٢ بدأ تداول للمستقبليات فى بورصة شيكاغو (حقت هذه العقود نجاحاً كبيراً، أدى إلى ظهور عقود للمستقبليات مع مطلع الثمانينات. المرجع السابق، ص ١٩.

(١٩١) المرجع السابق، ص ١٩. ٤.

(١٩٢) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الثانى.

هذا الأمر في سيادة حالة من الحذر الشديد لدى العديد من التشريعات القانونية من إضفاء المشروعية على هذه العقود، وحذرت من التعامل فيها^(١٩٣).

وفي المقابل، كان هناك من يرى أن هذه العقود تقدم خدمات هامة للمشتغلين بالتجارة، من كونها وسائل ناجعة لمواجهة مخاطر تقلبات الأسعار، والتحوط ضد التقلبات الاقتصادية الخطيرة، بما لها من قدرة إستثنائية على نقل المخاطر وتوزيعها بين المتعاملين، وهو أمر تعاضمت أهميته مؤخراً، بعد تبني سياسات الإنفتاح التجاري، وإزالة القيود المختلفة أمام رأس المال الأجنبي، لتزيد مع هذا فرص مخاطر الإستثمار العابر للحدود^(١٩٤).

ولم تنتهي هذه الإشكالية بعد، ولا تزال هذه العقود تدور بين رحى المضاربة والقمار، وهو ما يدفعنا إلى التعرض لها بمزيد من التفصيل في ضوء موقف القوانين والآراء الشرعية المختلفة وأحكام القضاء، وذلك على النحو التالي:

Mohammad Mahdi Hajianland- Mohammad Isaei Tafreshi, Gambling and Futures Contracts; Comparative Study between English and Islamic Law, JEL Codes: G18, G17 and K12, p3.

(١٩٣) راجع:

Mark W. H. Hsiao, An Analysis of the Legal Infrastructure of Chinese Financial Derivatives Trading and Securitisation: From an English Legal Comparative Perspective, The Company Lawyer, Vol. 28, No. 10, pp. 303-305, 2007, p1.

(١٩٤) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op.cit, p1409.

د. مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المستقبلية، دار كنوز إشيليا للنشر والتوزيع - الرياض ١٤٢٥ هـ، ص ٩٣٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني
٥٢٦

المبحث الأول

موقف النظم القانونية من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

٣١- من خلال مطالعة موقف مختلف التشريعات القانونية، يلاحظ أن نظم السوابق القضائية تخدم مصالح أطراف عقود المشتقات بصورة أفضل من دول القانون المكتوب، لما لها (قوانين السوابق القضائية) من دور بالغ في إنشاء إطار مؤسسي لإقتصاد السوق وحماية الملكية ودعم إنفاذ العقود^(١٩٥). وعلى الرغم من ذلك، شهدت الأوساط القانونية لدى هذه النظم معارضة شديدة لمشروعية التعامل في هذه العقود. ونتيجة لذلك، ظهرت التشريعات الحاكمة للمشتقات المالية في صورة مجموعة متنوعة ومختلطة من النصوص والأحكام لا تستهدف المشتقات بصورة مباشرة، ولكن الصناعة المالية بصورة عامة^(١٩٦).

ويقتضي الأمر على هذا النحو التعرض للتشريعات القانونية المختلفة في معالجتها لهذا الأمر، وذلك على التفصيل الآتي:

(١٩٥) ويعود ذلك في الأساس إلى أن القضاء في هذه الدول يلعب دورًا بالغ الأهمية في خلق ضمانات ضد التدخلات السياسية التي تحدث من قبل السلطة التنفيذية في شؤون السلطة التشريعية، بالإضافة إلى أن نظم القانون المكتوب تتميز ببعض الجمود.

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1432.

(١٩٦) راجع:

Ibid, p1419.

المطلب الأول

موقف التشريعات الوطنية من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

٣٢-تفاوتت مواقف التشريعات الوطنية في تقرير مشروعية عقود مشتقات الأسهم وتناول أحكامها، وذلك على التفصيل الآتي:

أولاً/مدى مشروعية عقود مشتقات الأسهم في القانون الأمريكي:

٣٣-بدأت المضاربات في أسواق المال الأمريكية تدخل حقبة جديدة مع مطلع القرن الثامن عشر، بالتعامل في عقود خيارات الأسهم وعقود الأسهم المستقبلية. وقد أثار هذا الأمر حفيظة المصلحون الاجتماعيون لإعتبارهم هذه العقود من قبيل القمار. الأمر الذي دفعهم إلى المطالبة بإصدار قانون يحظر التعامل على هذه العقود. وقد برروا لذلك بأن التصفية في هذه العقود تتم بتبادل الفروق المالية (بين السعر المتفق عليه وبين سعر السوق)، دون تبادل فعلي للأسهم. (١٩٧). وعلى الرغم من كل الدعوات والصححات التي أطلقت في ذلك الوقت، إلا أنها لم يكن لها صدى لدى صانعي السياسات المالية، بدليل أن الولايات المتحدة الأمريكية كانت في طليعة دول القانون غير المكتوب التي تبنت هذه العقود، بفعل تضافر جهود العديد من الهيئات والمؤسسات لوضع إطار عام يحكم نظام عمل المشتقات؛ مثل مجلس الإحتياطي الفيدرالي و مجلس الرقابة على العملة، ومجلس معايير المحاسبة والمبادلات الدولية وجمعية المشتقات.

وقد ظهر إعراف القانون الأمريكي بمشروعية عقود مشتقات الأسهم في بادئ الأمر على إستحياء، من خلال التنظيم غير المباشر لهذه العقود، ثم على أثر قبول الأوساط الأمريكية للتعامل بها، بدأ التنظيم المباشر لها، وذلك على التفصيل التالي:

(١٩٧) راجع:

Mohammad Mahdi Hajjaniand- Mohammad Issaei Tafreshi, Gambling and Futures Contracts; Comparative Study between English and Islamic Law, op.cit, p3.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المرحلة الأولى: التنظيم غير المباشر لعقود مشتقات الأسهم:

تسبب الرفض الإجتماعي للتعامل بعقود المشتقات في بادئ الأمر في عدم قدرة المشرع الأمريكي على إصدار تشريعات تنظم هذه العقود بشكل مباشر، فظهر إعتراف القضاء بمشروعية التعامل في هذه العقود بإعتماده على ما جاء في تشريعات الأوراق المالية وتشريعات السلع المستقبلية من نصوص، وعلى ما صدر من الهيئات والمؤسسات المالية من ضوابط وتوصيات، وذلك على البيان التالي:

١/ تشريعات الأوراق المالية:

تمثل التشريعات الخاصة بالأوراق المالية العمود الفقري الحاكم لعقود مشتقات الأسهم^(١٩٨)، وذلك على الرغم من إهتمام هذه القوانين في الأساس بتنظيم الأوراق المالية^(١٩٩) وتداولها^(٢٠٠). وهذا ما أكده قد قانون المشتقات المالية الأمريكي بشكل

(١٩٨) راجع:

The Securities Act of 1933, available at: <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>

Securities exchange Act of 1934, available at: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

(١٩٩) وقد عدد قانون الأوراق المالية الأمريكي صور هذه الأوراق، وهي:

" any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to non-U.S. currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security,' or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, Guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing". **The Exchange Act defines security, 15 U.S.C. § 77(b).**

وقد أنشأ قانون تبادل الصرف لجنة الأوراق المالية كهيئة غير عادية للربح، تقوم على مراقبة ضمان الشفافية والنزاهة في أسواق الأوراق المالية، لضمان التطبيق الأمثل لقوانين الأوراق المالية الفيدرالية.

Richard W. Jennings et al., Securities regulation: Cases & Materials 7th ed. 11-16 (1992), p99.

(200) راجع:

Ibid.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

صريح فيما بعد، حيث قرر معاملة عقود المشتقات المالية ذات المعاملة المقررة للأوراق المالية^(٢٠١).

وقد استعان القضاء في كثير من الأحيان بتشريعات الأوراق المالية على عقود مشتقات الأسهم عندما كان يواجه فراغًا تشريعيًا في أحد المسائل المتعلقة بهذه العقود^(٢٠٢). لكن في أوقات أخرى كثيرة، كان هذا القضاء يصطدم بعدم تناسب هذه الأحكام مع طبيعة هذه العقود، لعدم إقرارها من قبيل الأوراق المالية^(٢٠٣). من ناحية أخرى، حرص اتجاه في القضاء على التقليل من خضوع عقود مشتقات الأسهم للتشريعات الفيدرالية الخاصة بالأوراق المالية، حيث أكدوا من خلال تكييفهم لهذه العقود على أنها ليست من قبيل الأوراق المالية^(٢٠٤).

وقد كشف هذا الأمر بوضوح عن خصوصية عقود المشتقات، وضرورة إفرادها بأحكام تراعي خصوصيتها.

٢/ تشريعات السلع المستقبلية Commodities Regulation:

استعان القضاء الأمريكي بالأحكام الخاصة بالعقود المستقبلية على السلع Commodities Regulation لتكلمة ما عجزت عنه التشريعات الفيدرالية الخاصة بالأوراق المالية في حكم وتنظيم عقود مشتقات الأسهم^(٢٠٥). وقد تطور

راجع: (201)

"For purposes of section 16 of the Act, both derivative securities and the underlying securities to which they relate shall be deemed to be the same class of equity securities, except that the acquisition or disposition of any derivative security shall be separately reported". 17 CFR 240.16a-4 - Derivative securities § 240.16a-4(a).

راجع: (202)

Marc A. Horwitz, Swaps Ahoy! Should Regulators Voyage Into Unknown Waters? Indiana Journal of Global Legal Studies, Volume 1 | Issue 2 Article 11, spring 1994, p526.

راجع: (203)

Richard W. Jennings et al., Securities regulation: Cases & Materials 7th ed. 11-16 (1992), p2.

راجع: (204)

Charles E. Dropkin et al., United States in the Regulations Governing Derivatives: An International Guide, 19, INT'L FIN. L. REV., 1992, p38.

راجع: (205)

Ibid, p39.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧، المجلد الثاني

الإطار التنظيمي لهذه الأحكام، من قانون بورصة السلع (CEA) (٢٠٦)، والذي صدر عن عام ١٩٣٦ بهدف توسيع سلطة وزارة الزراعة على أسواق السلع (٢٠٧)، إلى قانون لجنة تداول السلع الآجلة (CFTC Act) (٢٠٨).

وقد حدد قانون (CEA) المقصود بالسلع المستقبلية بأنها عبارة عن مجموعة متنوعة من السلع الزراعية؛ مثل الذرة والذبدة والحبوب والماشية وغيرها من السلع التي يتم التعاقد عليها بهدف التسليم المستقبلي (٢٠٩). وقد ذهب جانب من الفقه للقول بأن هناك تشابه بين عقود السلع المستقبلية وعقود مشتقات الأسهم، يبرر خضوع الأخيرة لأحكام قانون (CFTC) (٢١٠).

وجدير بالذكر، أن قانون (CEA) لا يسري على كافة عقود مشتقات الأسهم، وإنما يسري فقط على عقود الخيارات والعقود الآجلة، ولا يسري على عقود

(206) تعرف بورصة السلع بأنها عبارة عن جمعية تضم مجموعة من التجار تحتم بتنظيم التعامل بين البائعين والمشتريين على السلع الدولية التي لا تكون حاضرة أو موجودة بشكل مادي في مقر السوق، ليتم التعامل عن طريق المستندات، بهدف الوقاية من الخسارة المالية وذلك عن طريق البيع والشراء بشكل آجل. ويوجد في العالم حوالي ٤٨ بورصة للسلع، تتعامل في حوالي ٩٦ سلعة، من أشهرها بورصة نيويورك - بورصة شيكاغو - بورصة لندن للمعادن - بورصة طوكيو، وبورصة شنغهاي. ولا تتعامل كل بورصة في جميع السلع، ولكن تخصص كل بورصة في أنواع معينة من السلع، فهناك بورصات تخصص في المعادن الحديدية، وأخرى تخصص في الحبوب، وبورصات تخصص في البنزين. د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر جمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي بالإمارات العربية للتحفة، ٩ - ٤/١٤/٢٠٠٥م، ص ٥٧.

راجع: (٢٠٧)

Frank S. Shyn, Internationalization of the Commodities Market: Convergence of Regulatory Activity, American University International Law Review, Volume 9 | Issue 2 Article 6, 1994, P599.

راجع: (٢٠٨)

Commodity Futures Trading Commission, Commodity futures trading commission ACT OF 1974, Pub. L. No. 93-463, 88 Stat available at:<http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr93975.pdf>.

راجع: (٢٠٩)

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1423.

راجع: (٢١٠)

Charles E. Dropkin et al., United States in the Regulations Governing Derivatives: An International Guide, 19, op.cit, p39.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المبادلات^(٢١١). كما لا يسري على بعض عقود الخيارات، خاصة تلك التي لا يتم تنفيذها في أسواق المال الرسمية. وتعود الحكمة من هذا المنع، إلى أن الموجب في العقد الذي يتم في الأسواق الرسمية يعتقد أن المتعاقد المحتمل سوف يستخدم الخيار كما تقرره القواعد المقررة من قبل السوق، لذلك لا يتناسب مع طبيعة الأسواق غير الرسمية^(٢١٢).

وفي إطار مواصلة تنظيم التعامل على المشتقات، فإن هيئة تداول السلع المستقبلية CFTC قامت مؤخراً بإستبعاد عقود المبادلات swap agreements من اختصاصها، على أساس أنها غير مستوفية للشروط المطلوبة. وقد أيد الكونجرس الأمريكي موقف الهيئة في عدم إضفاء الشرعية على مقايضة الأوراق المالية أو غيرها من المعاملات التي تقع في خارج الأسواق الرسمية^(٢١٣).

٣/ دليل كفاية رأس المال:

تصدر العديد من الهيئات والمكاتب الفيدرالية (المكتب الأمريكي للرقابة على العملة OCC ومجلس الإحتياطي الإتحادي FRB) في الولايات المتحدة الأمريكية العديد من المنشورات والتوجيهات الخاصة بعقود المشتقات المالية، تظهر غالبيتها مخاطبة البنوك، بإعتبارها المستخدم الأكبر لهذه المشتقات^(٢١٤).

ويتمتع كل من المكتب الأمريكي للرقابة على العملة (OCC) ومجلس الإحتياطي الفيدرالي (FRB) بقوة كبيرة في التأثير على إستخدام المشتقات المالية داخل

(٢١١) راجع:

Camden R. Webb, Note, Salomon Forex, Inc. v. Tauber – The "Sophisticated Trader" 19 N.C.J. INT'L. & CoM. REG. 579 (1994).

(٢١٢) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1424.

(٢١٣) وقد جاء في المادة (١٤) من قانون بورصة السلع (CEA) أن التعامل على السلع المستقبلية وعقود خيارات السلع يجب أن يخضع لرقابة لجنة تداول السلع الآجلة.

(٢١٤) راجع:

Charles E. Dropkin et al., United States in the Regulations Governing Derivatives: An International Guide, op. cit, p38.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الثاني

الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة فيما يتعلق بالجوانب الرقابية على المؤسسات المتعاملة في هذه العقود. وفي الآونة الأخيرة أصدرت كل من المنظمتين العديد من المتطلبات والضوابط بخصوص التعامل في المشتقات، كما وضعنا دليل تضمن العديد من المبادئ التوجيهية الخاصة بكيفية استخدام المشتقات. كما أصدر مكتب الرقابة على النقد العديد من المبادئ التوجيهية لكفاية رأس المال^(٢١٥). وقد استهدفت استهدفت هذه المبادئ في الأساس المخاطر المختلفة للتعامل على الأصول المصرفية باستخدام عقود المشتقات، وقارنت بين مجموع المخاطر، واحتساب رأس المال المكافئ (كضمان) لكل حالة. وقد ساعدت المبادئ التوجيهية على التقليل من المخاطر وتخفيض رأس المال إلى النسب المطلوبة. والملاحظ أن الهيئات التنظيمية تصنف في الوقت الحالي العديد من التوجيهات في صورة مجموعات بحسب درجة المخاطر. وتعمل الهيئات التنظيمية المختلفة على صياغة الضوابط لاستخدام المشتقات بطريقة غير مباشرة^(٢١٦).

من ناحية أخرى، أختصت لجنة الأوراق المالية بالعديد من المسائل القانونية المتعلقة بالمشتقات المالية، خاصة فيما يتعلق بوضع الضوابط الحاكمة لتداول هذه العقود. كما مارست لجنة الإحتياطي الفيدرالي تأثيراً قوياً على المشتقات المالية من خلال البنوك، لأن الأخيرة هي المستخدم الرئيس لها في الولايات المتحدة الأمريكية^(٢١٧).

٤/ دليل مكتب الرقابة على العملة (OCC) ومجلس الإحتياطي الفيدرالي (FRB) والهيئة الفيدرالية للتأمين على الودائع:

(٢١٥) راجع:

Board of governors of the Federal Reserve System, the Federal Reserve System, available at: <http://www.federalreserve.gov/>

(٢١٦) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1428.

(٢١٧) راجع:

Ibid, p1428.

بالإضافة إلى المبادئ التوجيهية الرئيسية، فإن مكتب الرقابة على العملة قام باتخاذ بعض الخطوات الإضافية للحد من المخاطر المرتبطة بالمشتقات^(٢١٨). كان أبرزها إصدار دليل لتعريف البنوك بمخاطر المشتقات وكيفية التعامل معها. وقد أوصيت هذه المبادئ بتقليص ستة أنواع من المخاطر المرتبطة بالمشتقات، وقد تناولت هذه المبادئ كفاية رأس المال والافصاح المحاسبي.

وأهم المبادئ التوجيهية في هذا الصدد ما يلي:

١/ ضرورة توافق صفقة المشتقات المحتملة مع السياسات والشروط المقررة من قبل مكتب الرقابة على العملة وغيرها من المؤسسات المالية ذات الصلة^(٢١٩).

٢/ استيفاء معاملة المشتقات المقترحة لمتطلبات الضمان المالي.

٣/ التأكد من فهم العميل لطبيعة المخاطر المرتبطة بعقد المشتقات المالي، وتجديد التأكد من جدارته الائتمانية.

٤/ يجب التأكد بطريقة معقولة أن العميل لديه صفة قانونية في إبرام عقد المشتقات، وأن يتأكد من إستعداده لتنفيذه^(٢٢٠).

٥/ التنظيمات القانونية الإضافية لعقود المشتقات:

توجد العديد من التنظيمات القانونية وقواعد الرقابة المؤثرة في نظام عمل عقود المشتقات. وقد قام مجلس معايير المحاسبة المالية بالتعاون مع المجلس الفيدرالي

(٢١٨) راجع:

Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, Risk Management of Financial Derivatives, Comptroller's Handbook Narrative - January 1997, Procedures - February 1998.

(٢١٩) راجع:

Office of the comptroller of the currency, Risk management of financial derivatives, banking circular No. 277 (1993).

(٢٢٠) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1431.

للرقابة على المؤسسات المالية ("FFIEC") بإصدار العديد من الضوابط والتوجيهات في مجال الإفصاح والشفافية في مجال المشتقات.

من ناحية أخرى، لعبت جمعية المشتقات والمبادلات الدولية Swaps and Derivatives Association ("ISDA") دور بالغ الأهمية في تغطية الكثير من المسائل الخاصة بعقود المشتقات، وذلك من خلال ما تصدره من نماذج لعقود المشتقات، يعتمد عليها بشكل كبير في إبرام وتنفيذ صفقات المشتقات.

وقد سعت الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات ISDA إلى تطوير المعايير الخاصة بعقود المشتقات بداية من عام ١٩٨٥، بإصدار مجموعة من التوجيهات التي تحث على معايير تعاقدية تمثل ما أستقرت عليه الأوساط الصناعية في هذا الشأن. وبحلول عام ١٩٩٣ قامت هذه الجمعية بإبرام مجموعة من العقود النموذجية master agreements وإعداد دليل لمستخدمي المشتقات. والملاحظ أن المتعاملين في المشتقات يعتمدون بكثرة على العقود النموذجية مقارنة بغيرها من مصادر تنظيم معاملات المشتقات^(٢٢١).

وحرصا على مزيد من الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بمعاملات المشتقات المالية أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية FASB بيان رقم (١١٩). وقد حمل هذا البيان اسم " الإفصاح عن الأنوات والمشتقات المالية والقيمة العادلة للأدوات المالية". ولم يكن الهدف من هذا البيان فقط وضع معايير للإفصاح والشفافية في مجال المشتقات، ولكن أيضًا في مجال الاستخدام العادل لجميع الأدوات المالية. وفي أكتوبر عام ١٩٩٤ صدر بيان ساعد على تحقيق الهدفين في نهاية العام^(٢٢٢). وقد ألزم الهيئات بإصدار تقارير تتضمن الإفصاح عن مخاطر الائتمان ومخاطر السوق الخاصة بالأدوات المالية والمتطلبات النقدية الخاصة بالصكوك، والسياسات المحاسبية. كما يجب أن تميز التقارير بين الأنواع المختلفة للمشتقات المالية،

(٢٢١) راجع:

Daniel P. Cunningham et al., an Introduction to OTC Derivatives, in SWAPS AND OTHER DERIVATIVES IN 1994, op. cit, p 138.

(٢٢٢) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1432.

والحرص على نشر البيانات التي تعكس التناقضات بين النتائج الفعلية. وقد هدفت هذه الإصدارات تسهيل الاستفادة من الأنواع المختلفة لعقود المشتقات وتوثيقها. وقد ساعد كل هذه العوامل على تخفيض نسبة المخاطر المرتبطة بالمشتقات من خلال تعزيز اليقين القانوني وتخفيض مخاطر الائتمان^(٢٢٣).

المرحلة الثانية: التنظيم المباشر لعقود مشتقات الأسهم:

تكبد المستثمرون في ظل النظام القانوني السابق لعقود مشتقات الأسهم المالي العديد من الخسائر، وقد قدرت الخسائر التي منيت بها الشركات الأمريكية بمئات الملايين من الدولارات. ولم تتوقف الخسائر والمشاكل على عند هذا الحد، بل وصلت إلى حد الأضرار بصناديق الاستثمار. فقد خسر صندوق (Orange County California) ما يقرب من ٢ بليون دولار، وقد فشل هذا الصندوق فيما بعد في الحصول على صلح واق من الإفلاس^(٢٢٤).

وقد جذبت هذه الخسائر إهتمام الكونجرس الأمريكي والمنظمين الفيدراليين وممثلي الصناعة. وقد أقرح عدد من أعضاء الكونجرس الأمريكي سن تشريعات جديدة لمواجهة مشاكل التشريعات السابقة، إلا أن هذا الأمر تم الإعتراض عليه رجال الصناعة. وفي معارضة للتغيرات التشريعية المرتقبة قامت الأجهزة الحكومية وممثلي الصناعة بإقتراح البديل؛ والذي يتمثل في وضع ضوابط رقابية تحت إشراف وكالات وطنية ودولية، للتعاون للتصدي للمخاطر المرتبطة بالمشتقات^(٢٢٥).

(٢٢٣) راجع:

Richard W. Stevenson, Markets Shaken As British Bank Takes Big Loss, N.Y. TIME.S, Feb. 27, 1995, available at:<http://www.nytimes.com/1995/02/27/business/markets-shaken-as-a-british-bank-takes-a-big-loss.html?pagewanted=all>

(٢٢٤) راجع:

John Greenwald, the Devil's in the Derivatives; Exotic Securities Spread Financial Wreckage across the Country in the Wake of Interest-Rate Hikes, TIME, Oct. 10, 1994, p 54.

(٢٢٥) راجع:

OTC Derivatives Oversight Statement of the Securities and Exchange Commission, the Commodity Futures Trading Commission and the Securities and Investments Board, available at:http://www.cftc.gov/International/InternationalInitiatives/oia_otcderovst

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ولم يقتنع الكونجرس الأمريكي بما اقترحه رجال الصناعة من مقترحات بديلة، خاصة بعد أن زاد حجم الخسائر التي خلفتها عقود المشتقات. فبعد العديد من جلسات الاستماع للتعرف على مدى تأثير هذه المشتقات على المستثمرين، وقد اقترح عدد من أعضاء الكونجرس مشروع قانون خاص يحكم المشتقات يهدف إلى تقييد وتقليل إستخدامها، ووعدت أن يكون القانون موضوع للنقاش العام في الكونجرس ١٩٩٥.

وقد استجاب الكونجرس إلى دعوات إصدار قانون لتنظيم المشتقات. وقد أتضح أن التعليقات تشير إلى وجود قلق لدى أعضاء الكونجرس أن المشتقات يمكن أن تتسبب في أزمة مالية كذلك التي تسببت فيها أزمة الديون والمخدرات the Savings and Loan crisis . وعلى الرغم من أن أعضاء الكونجرس الأمريكي قد أيدوا بقوة ضرورة وجود تشريع خاص يحكم المشتقات، إلا أنهم لم يتوصلوا لإقتراح بشأن الإطار التنظيمي لهذا القانون^(٢٢٦).

١/ قانون الرقابة وإدارة مخاطر المشتقات (House bill 20):

يمثل قانون الرقابة على المشتقات وإدارة المخاطر المرتبطة بها لعام ١٩٩٥ (House bill 20) أهم محاولات الكونجرس لتمرير تشريع يحكم المشتقات^(٢٢٧). وقد أكتسب قانون (House bill 20) دعم كبير مقارنة بالتشريعات السابقة التي حاولت تنظيم هذه العقود بشكل غير مباشر، وهو ما أثر بشدة على سوق المشتقات.

وقد أرسى هذا القانون المبادئ الآتية:

الأول/ إنشاء لجنة المشتقات الاتحادية (Federal Derivative Commission "FDC") لتتولى وضع مبادئ إشرافية إتحادية تهدف إلى الرقابة على المؤسسات

(٢٢٦) راجع:

Steven Brostoff, Markey Bill Would Regulate Derivatives Dealers, National UNDERWRITER, and July 25, 1994, p 5.

(٢٢٧) راجع:

Congressional Record, proceedings and debates of the 114 th CONGRESS, FIRST Session, Vol. 161 Washington, Thursdy, December 31, 2015, No. 186, available at: <https://www.congress.gov/crec/2015/12/31/CREC-2015-12-31.pdf>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول -٢٠١٧ المجلد الثاني

المالية المتعاملة في عقود المشتقات. وقد صدر عن هذه اللجنة العديد من التوصيات لتعزيز إدارة المخاطر. كما تسعى هذه اللجنة لتوحيد المبادئ الرقابية على كافة المؤسسات المالية.

الثاني/ ألزم بضرورة وجود نوع من الرقابة الداخلية الصارمة على البنوك العاملة في مجال المشتقات للتأكد من أن المعاملات تتم بطريقة آمنة وسليمة. وقرر بأنه في حالة عدم مراعاة هذه الضوابط عند التعامل في عقود المشتقات، أو أن البنك ليس لديه الخبرة الكافية للتعامل فيها، فإن ذلك يعرضه لالغاء التأمين الاتحادي المقرر له^(٢٣٨). وبخصوص البنوك غير الأمريكية التي تمارس أنشطة المشتقات داخل الولايات المتحدة الأمريكية فإنها سوف تخضع لمزيد من التدقيق والرقابة قبل أن يرخص لها المجلس الاحتياطي الفيدرالي بالعمل في أسواق المشتقات الأمريكية.

الثالث/ منح الباب الرابع من قانون الرقابة على المشتقات وإدارة المخاطر المرتبطة، الذي حمل عنوان "التنظيم الذاتي للمتعاملين للمشتقات المالية" The Derivatives Dealer Self-Regulation Act of 1995، سلطة الإشراف على المتعاملين في هذه العقود لأحد الجمعيات التابعة له، والتي كان لها دورًا كبيرًا في توحيد التشريعات ومنع الغش والتلاعب في أسواق المشتقات والإشراف على أسواقها. كما تطلب هذا القانون أيضًا من الوسطاء الذين تم تسجيلهم كمتعاملين في مشتقات الأوراق المالية والعقود الأجلة الانضمام لهذه الجمعية.

قانون أمن وسلامة للمشتقات المالية ١٩٩٥ The Derivatives Safety : and Soundness Act of 1995

أهتم هذا القانون بتوجيه الجهود نحو توحيد معايير الرقابة على متطلبات رأس المال وقواعد المحاسبة والإفصاح وإدارة المخاطر على عقود المشتقات. وقد سعى هذا القانون كسابقه إلى جعل عناصر المخاطر القانونية والائتمانية والتشغيلية متوائمة مع متطلبات المؤسسات المالية المتعاملة في عقود المشتقات، وفي ذات الوقت تشديد الرقابة الداخلية والخارجية على هذه المؤسسات. وإذا كان قانون

(٢٣٨) راجع:

Termination of status as insured depository institution, 12 U.S. Code § 1818, available at: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/1818>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الرقابة على المشتقات وإدارة المخاطر المرتبطة بها لعام ١٩٩٥ قد أنشئ دليل خاص يتضمن مبادئ بشأن الرقابة الإدارية الفعالة على أنشطة المشتقات، فإن قانون أمن وسلامة المشتقات قد اشترط موافقة مجلس الاحتياطي الفيدرالي قبل تعامل البنك في هذه العقود. من ناحية أخرى، أنشئ قانون الرقابة على المشتقات وإدارة المخاطر المرتبطة بها لعام ١٩٩٥ (House bill) لجنة المشتقات الاتحادية التي تضم قادة المنظمات المالية الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية. أما قانون أمن وسلامة المشتقات المالية فقد أوصي بضرورة إيلاء أهمية خاصة من قبل الولايات المتحدة الأمريكية لاتخاذ خطوات للتنظيم الدولي للمشتقات^(٢٢٩).

ثانيًا/ مدى مشروعية عقود مشتقات الأسهم في القانون الإنجليزي:

٣٤- عرف القانون الإنجليزي فكرة إتفاق الفروق Contract for differences، والتي تعرف بأنها عبارة عن إتفاق بين البائع والمشتري لتبادل فروق الأسعار بموجب العقد الأساسي خلال فترة معينة من الزمن (٢٣٠). وعرفت أيضًا بأنها عبارة عن أدوات دين مشتقة، تسمح للمستثمر بإتخاذ موقف معين تجاه تغير أسعار الأصول الأساسية في السوق، مثل الأسهم والسلع وأسعار صرف العملة (٢٣١).

وقد أقر القضاء الإنجليزي مشروعية عقود المشتقات إذا ما تعلقت بدفع فروق الأسعار. وقد تجسد هذا الأمر بوضوح في قضية Morgan Grenfell v. Welwyn Hatfield DC، حيث قام بنك Morgan Grenfell بإبرام عقد مبادلة أسعار الفائدة مع ولاية Welwyn لمدة عشرة سنوات، على أن يلتزم البنك بتبادل سعر الفائدة الثابت، وتلتزم البلدية بدفع سعر الفائدة المتغير لمبلغ معين. وفي

Termination of status as insured depository institution, 12 U.S. Code § 1818. راجع: (٢٢٩)
Contracts for Difference (CFDs), Investec, wealth & investment, p1, available at: راجع: (٢٣٠)

https://www.investec.co.za/content/dam/investec/investec.co.za/documents/IWIN-sa/Fact-Sheets/wi_cfd.pdf

(٢٣١) راجع:

Regulation Impact Statement: Over-the-counter contracts for difference: Improving disclosure for retail investors, Australian Securities and Investments Commission (ASIC), August 2011, p5.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق -- جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني.

فترة لاحقة، طالبت ولاية Welwyn بفسخ العقد والمطالبة بإسترداد المدفوعات المالية التي تم دفعها للبنك، بحجة أنه عقْد قمار. وقد حكمت المحكمة بأنه على الرغم من أن العقد يحمل شبهة المضاربة والرهان نتيجة تأثر إلتزامات الأطراف بتقلبات أسعار الفائدة، لكن لم تعتبره من قبيل القمار، لعدم وجود نية المراهنة بشكل أساس لدى أطراف العقد. لذلك لم تحكم المحكمة بالفسخ (٢٣٢).

والواضح من هذا الحكم أن القضاء الإنجليزي حرص على الإبتعاد عن فكرة القمار كأساس لإبطال عقود المشتقات، وأعتبرها من قبيل المضاربة المشروعة، وأقترض أن نوايا المتعاقدين تتجه دائماً في هذا الاتجاه.

وقد رأى جانب من الفقه (٢٣٣) تعليقاً على ما جاء فيه، أن مقدمته (ديباجة الحكم) لا تتوافق مع منطوقه، الأمر الذي جعله يذهب إلى أن موقف المحكمة من مشروعية عقود المشتقات من وجهة نظر المحكمة يتأرجح بين أحد القروض الآتية:

١/ الإقرار بمشروعية التعامل في عقود المشتقات بصورة مطلقة.

٢/ الإقرار بمشروعية التعامل في عقود المشتقات فقط إذا كانت بغرض التحوط على أن تعد الأنواع الأخرى من هذه العقود غير مشروعة.

٣/ أن تكون التجارة في كافة أنواع المشتقات غير مشروعة، لكن الحكم أخطيء في فهم قانون الحكم المحلي ١٩٧٢ الذي يسمح للمجالس المحلية بالعمل في الأسواق المالية.

(٢٣٢) راجع:

Robert J. Schwartz - Clifford W. Smith, Derivatives Handbook: Risk Management and Control, Sons, Muh. 16, 1418 AH - Business & Economics, 1997, p128.

(٢٣٣) راجع:

Closing the Swap Shop, 1988-91, (6), follow the money, p190. Available at: http://www.duncancampbellsmith.com/pdf/ftm_chapter_6.pdf.

ويضيف هذا الرأي، أن التوجه السائد لدى المحكمة يسير في اتجاه إضفاء المشروعية على عقود المشتقات، لكنه يعتبر أن إبرام مثل هذه العقود مما يجاوز صلاحية السلطات المحلية، وأن مشتقات التحوط ذات الصلة بالمحافظة الأساسية (العقود الموازية) يمكن أن تكون مشروعة، لما لها من فائدة التقليل من مخاطر إنخفاض أسعار الفائدة.

ويبدو لنا وضح موقف القضاء الإنجليزي في حكمه السابق، حيث أنه أراد أن يسلك طريقاً وسطاً بين مؤيدي ومعارض مشروعية عقود المشتقات، وذلك من خلال قصر إضفاء المشروعية على هذه العقود فقط في حالة إذا كانت تتم بغرض التحوط ضد تقلبات الأسعار، وليس المضاربة على فروق الأسعار. باعتبار أن التحوط هدف مشروع ومبرر لإجازة التعامل بهذه العقود. أما المضاربة على فروق الأسعار هدف يشير إلى نية التقامر، التي تجعل هذا العقد غير مشروع.

ودليل على صحة ما ذهبنا إليه، الدراسة التي أجريت في المملكة المتحدة في ١٣ يوليو عام ١٩٨٨، التي تم التأكيد فيها على أن النظام القانوني الإنجليزي يقبل التعامل بعقود المبادلات فقط بغرض التحوط في القروض الفردية، أما في غير ذلك فيعتبرها عقود غير مشروعة. كما أن غيرها من عقود المشتقات (العقود المستقبلية وعقود الخيارات) فلا تعد عقود مشروعة^(٢٣٤). وقد تسبب هذا الأمر في حدوث انتكاسة كبيرة لسوق المال، كما تسبب في تفكيك مئات من العقود في جميع الإدارات الحكومية الوطنية (٢٣٥).

وحديثاً أقر القانون الإنجليزي مشروعية عقود مشتقات الأئنيهم، وأضحت المملكة المتحدة تمتلك أكبر الأسواق المتعاملة في هذه العقود على مستوى أوروبا والعالم بأسره. وأصبح القانون الإنجليزي مطبقاً على كل عقود المشتقات المتداولة في بريطانيا OTC derivatives contracts سواء كان أطرافها أحد المؤسسات

(٢٣٤) وحدير بالتكر، أن موقف جميع الدول التي أضفت المشروعية على عقود المشتقات ليس موحداً. فالقانون الاسترالي لا يضيء للمشروعية إلا العقود المستقبلية ومشتقات الأوراق المالية. أما غير ذلك؛ كمعقد الخيار على الأسهم فإما لا يعترف بمشروعيتها، ويحظرها من قبل القمار. د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ١١٠.

(٢٣٥) راجع:

Closing the Swap Shop, 1988-91, (6), follow the money, op.cit p190.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول. ٢٠١٧ المجلد الثاني

البريطانية من عدمه، وينعقد الإختصاص للقضاء الإنجليزي بنظرها. كما سمح القانون الإنجليزي باستخدام العملة البريطانية (الجنيه الإنجليزي) والأصول البريطانية كضمان لعقود المشتقات (٢٣٦).

ويعظم القانون الإنجليزي بشكل كبير من دور عقود المشتقات النموذجية ISDA Master Agreement. يضاف لذلك، العديد من التشريعات واللوائح الأوروبية، التي لعبت دورًا كبيرًا في تنظيم التعامل بهذه العقود، كان أهمها تشريعات السوق الأوروبية (EMIR)، والتي تضمنت العديد من النصوص المنظمة لأحكام المقاصة المركزية. وقد لعبت هذه التشريعات دورًا كبيرًا في نجاح التعامل بعقود المشتقات على المستوى الأوروبي، بالنظر إلى الطابع الدولي لهذه العقود (٢٣٧).

ثالثًا/ مدى مشروعية عقود مشتقات الأسهم في القانون الصيني وهونج كونج:

٣٥ شهد النظام القانوني الخاص بالمعاملات المالية والمصرفية في الصين تطورًا حذرًا في التعامل على عقود المشتقات. فمذ عام ١٩٩٧ وحتى وقت قريب أحتكر بنك الصين الوطني (BOC) بيع وشراء العقود الآجلة في الصين، وحرمت البنوك الأخرى من التعامل فيها. ورغم ذلك قام بنك الشعب الصيني بإبرام عقد مبادلات في ٢٤ فبراير ٢٠٠٦ كمشروع تجريبي، وذلك بهدف دعم الثقة في سوق المشتقات الصيني وتلبية لمتطلبات المستثمرين الأجانب في هذا الصدد. وتعود بداية التنظيم القانوني لعقود المشتقات المالية في الصين إلى القواعد المؤقتة للمشتقات التي وضعت عام ٢٠٠٤ بمساعدة البنوك الصينية والتي عرفت

(٢٣٦) راجع:

Derivatives – possible implications April 2016, Brexit – legal consequences for commercial parties,
Allen & Overy LLP 2016,
available: http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Derivatives_Brexit_Bulletin.pdf

(٢٣٧) راجع: Ibid.

باسم "القواعد"، وقد كان الهدف منها حماية المؤسسات الصينية من مخاطر التعامل في عقود المشتقات^(٢٣٨).

ويلاحظ أيضًا أن دولة هونج كونج اعتبرت التعامل في عقود المشتقات من قبيل القمار، ولكنها لم تسمح بالتعامل عليها إلا من قبل البنوك فقط. وقد ترتب على هذا الأمر قيام بعض البنوك بالإعتماد على العديد من عقود المشتقات لإستخدامها في عمليات التحوط hedging للإستفادة من فروق الأسعار. ويرى البعض أن النصوص السابقة قاطعة الدلالة في أن القوانين في هونج كونج تعتبر أن المضاربة على فروق الأسعار تعد من عمليات القمار غير القانونية، وأن ما يتم من عمليات في هذا الخصوص تمارسه فقط المؤسسات المالية كالبنوك بإعتباره التزام قانوني تجاري تجاه الغير أو للتحوط لمواجهة مخاطر قد تتعرض لها المؤسسات، وأنه في غير هذه الحالات يعد الأمر من قبيل القمار غير المسموح به^(٢٣٩). أيضًا من التشريعات التي تعرضت لتنظيم التعامل على المشتقات المالية في هونج كونج، قانون التجارة في السلع Commodities Trading Ordinance. وقد قرر هذا القانون أنه لا يجوز لأي شخص أن يتاجر في السلع المستقبلية إلا إذا كان يحمل صفة التاجر a commodity dealer أو مسجل كمستشار للتجارة في السلع Commodity trading adviser لدى هيئة (السلع المستقبلية SFC)^(٢٤٠) إذا كان يمارس التجارة في هونج كونج، حيث يحق له التعامل على السلع المستقبلية أو إعطاء المشورة بخصوص التجارة فيها. وهذا الشرط لا يمكن الإعفاء منه لممارسة التجارة في هذه السلع^(٢٤١).

راجع: (٢٣٨)

Mark W. H. Hsiao, An Analysis of the Legal Infrastructure of Chinese Financial Derivatives Trading and Securitisation: From an English Legal Comparative Perspective, op.cit, p1.

راجع: (٢٣٩)

Hedges of a Net Investment in a Foreign Operation, Hong Kong Institute of Certified Public Accountants, 2014, p4. Available at:[http://app1.hkicpa.org.hk/ebook/HKSA_Members_Handbook_Master/volumeII/hk\(iffic\)-int%2016.pdf](http://app1.hkicpa.org.hk/ebook/HKSA_Members_Handbook_Master/volumeII/hk(iffic)-int%2016.pdf)

(٢٤٠)

Security and futures commission, available at: <http://www.sfc.hk/web/EN/index.html>

راجع: (٢٤١)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ويري جانب من الفقه أن التشريعات القانونية التي أقرت مشروعية التعامل على عقود المشتقات، أشرت على أن يتم التعامل عليها في الأسواق الرسمية (بورصات الأوراق المالية)^(٢٤٢)، ومن ثم عقود المشتقات التي تتم على سلع غير الأوراق المالية، تعد غير مشروعة ولا تخضع لهذا القانون^(٢٤٣).

رابعاً/ مدى مشروعية عقود مشتقات الأسهم في القانون المصري:

٣٦- لم يكن المشرع التجاري المصري بعيداً عن جدلية الإعراف بمشروعية عقود مشتقات الأسهم بالمفهوم السابق، بل كان حاضراً في هذا المشهد منذ زمن بعيد. فقد كان التفتين التجاري القديم الصادر في عام ١٨٨٣ يقضي بعدم قبول أي دعوى أمام المحاكم بخصوص عمل يقتصر على مجرد دفع فروق الأسعار، لإعتباره من قبيل المراهنات غير المشروعة (٢٤٤). كما قررت المادة (٧٣٩) من أحكام القانون المدني صراحة بطلان عقود المقامرة والرهان، وأباحت لمن خسر

Prudential supervision in Hong Kong , Hong Kong Monetary Authority April 2002, p1.3 available at:

www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/.../pshk.pdf

(٢٤٢) وذلك لتضمن حضور هذه المعاملات المضوابط الخاصة بهذه العقود، والتي لا تتوفر في الأسواق غير الرسمية. حيث أن دله الأسواق لا تمتنع بمقتضى قانونية واضحة، حيث تبدو أحياناً أنها سوق للعقود المستقبلية، وقد تكون غير ذلك، وقد تكون سوق للأوراق المالية، وقد لا يحكمها قانون معين.

(٢٤٣) ففي أستراليا مثلاً يجري التعامل في الأسواق الرسمية على المشتقات المالية على النحو الآتي:

١/ بورصة سيدني للعقود المستقبلية (SFA) Sydney Future Exchange، ويتم فيها المعاملات الآتية: أ/ العقود المستقبلية. ب/ الخيارات. ج/ السندات الحكومية.

٢/ سوق الخيارات الأسترالية Australian Option Market:

أما في السوق غير الرسمية، فهي تضم المعاملات الآتية:

أ/ مبادلات العملة Currency Swap.

ب/ مبادلات أسعار الفائدة Interest Rate Swap.

ج/ عقود أسعار الصرف الأجل Forward Exchange Contracts.

د/ عقود أسعار الفائدة الأجل Forward Interest Rate Contracts.

راجع: د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ١٠٥

A. F. T. Payne, The exchange traded options market, The Exchange Traded Options Market 21, JASSA/1979, No. 1 (March), p21.

(٢٤٤) راجع: قانون التجارة، الصادر بالأمر العالي المورخ: ١٣ محرم سنة ١٣٠١هـ الموافق ١٣ نوفمبر لسنة ١٨٨٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

في مقامرة أو رهان وأدي ما عليه، أن يسترد ما دفعه خلال ثلاث سنوات من وقت الدفع، وحظرت الإتفاق على غير ذلك، وألزمت من قام بالأداء أن يثبته بكافة طرق الإثبات (٢٤٥).

وقد حرص القضاء المصري على السير في ذات الإتجاه، حيث كان يفرق بين أمرين (٢٤٦):

الأول/ البيع المؤجل الذي يسعى أطرافه إلى تنفيذه تنفيذًا كاملاً، حتى ولو أنتهى الأمر بدفع الفروق، حيث يعتبر هذا الاتفاق صحيح ومرتب لكافة آثاره.

الثاني/ البيع الأجل الذي لا ينوى أطرافه تنفيذه، وإنما مجرد دفع فروق الأسعار، حيث يعتبر هذا الإتفاق باطلاً، لأنه محض مراهنه غير مشروعة.

وعلى ما يبدو أن البحث في النوايا بالمفهوم الذي تبناه القضاء المصري كان أمر يتسم بالصعوبة، التي تسببت في مشاكل وتضاربت في أحكامه. الأمر الذي دفع المشرع المصري بموجب القانون رقم ٢٤/٢٣ لسنة ١٩٠٩ بتعديل أحكام القانون التجاري، وتقرير مشروعية كافة المعاملات الأجلة، حتى ولو كان القصد منها مجرد دفع فروق الأسعار.

وعلى الرغم من أن القانون السابق نص على جواز التعامل الأجل حتى ولو كان الأمر يتعلق بفروق الأسعار بخصوص التعامل في البورصة، إلا أن أحكام محكمة النقض قد جرت على تطبيق هذا الأمر في كافة المعاملات حتى ولو تمت خارج البورصة (٢٤٧). لكن على ما يبدو أن هذا الوضع لم يكن ليزوق للمشرع المصري، الذي حرص في قانون التجارة المصري الجديد رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ على وضع ضوابط للتعامل في العقود الأجلة، حيث جاء في المادة (٤٦) منه ما يفيد أن العمليات المضافة إلى أجل صحيحة ولو قصد المتعاقدون منها مجرد الالتزام بدفع الفروق، لكن بشروط معينة:

(٢٤٥) راجع القانون المدني المصري رقم ١٣١ لسنة ١٩٤٨، الوقائع للصرية، عدد رقم ١٠٨، مكرر (أ)، تاريخ ١٩٨٤/٧/٢٩.

(٢٤٦) استئناف غنطاط: ١٨٩٥/٢/٢٧ - ١٩٠١/٥/٩ - ١٩٠٨/٦/١٧.

(٢٤٧) نقض مدني، مجموعة للكاتب الفتي محكمة النقض، ص ١٠، الجزء الثاني، ١٩٥٩/١١/٢، ص ٦٤١.

الأول/ أن تعقد العملية في سوق الأوراق المالية.

الثاني/ أن تتعلق بصكوك مدرجة في جداول أسعار هذا السوق.

الثالث/ أن يصدر بتنظيم هذه العمليات قرار من الوزير المختص.

والملاحظ على هذه الشروط أنها تستبعد إجازة التعاملات الآجلة على فروق الأسعار إذا ما تمت خارج سوق أوراق المال. بمعنى أنها لا تجيز هذه العمليات إذا ما تمت في الأسواق غير الرسمية. من ناحية أخرى، ألزمت أن تتعلق هذه العقود بصكوك مدرجة في جدول أسعار سوق أوراق المال. وبهذا يكون القانون المصري قد أضفى صراحة المشروعية على عقود المشتقات، وإن كان قد فرض بعض القيود على ذلك؛ كإشترط إتمام هذه العمليات في البورصة، وتعلقها بصكوك مدرجة في جداول أسعار السوق.

وعلى أثر إقرار المشرع المصري بمشروعية عقود المشتقات بالمعنى السابق، حرصت العديد من البنوك المصرية على استخدام بعض أنواع عقود المشتقات بهدف التحوط ضد ارتفاع أسعار الصرف. وعلى أثر هذا، قام البنك المركزي منذ خمسة أعوام بإصدار ضوابط للبنوك بشأن إبرامها عقود الصرف الآجلة، كان أهمها إلزام البنوك بإرسال تلك العقود إلى البنك المركزي في كل مرة يتم فيها التعاقد كي يبت في إمكانية تنفيذها من عدمه في ضوء المخاطر المحيطة بتنفيذها (٢٤٨).

ويبدو لنا إنقاذ موقف المشرع المصري بخصوص تعامله مع عقود المشتقات بصورة عامة. لأنه أقر بمشروعية هذه العقود بشكل مطلق، ولم يضع لها الضوابط القانونية الكفيلة بتنظيم التعامل عليها والحد من مخاطرها. يأتي هذا في ظل فداحة الأضرار الاقتصادية الناجمة عن غياب الغطاء التشريعي الملزم لأحكامها، وهو ما ثبت بصورة واضحة في التاريخ الاقتصادي للدول. حيث وقف

(٢٤٨) وفي الآونة الأخيرة قامت البنوك المصرية بإبرام عقود التحوط بالعملة الأجنبية، خاصة لعملاء الاعتمادات المستدبة وخطابات الضمان، بغرض تخفيفهم على الاستفادة من الأسعار المنخفضة للدولار مع توقعات حدوث ارتفاعات. بالإضافة إلى تسهيل توفير العملات لهم. كما سعت البنوك إلى طمأنة الطرف الآخر، من خلال ضمان مصادر السداد وضمن توظيفات تحافظ العملات الأجنبية بالبنوك. وفي سبيل ذلك وضع البنك بعض الضوابط: مثل ربط سعر الدولار عند قيمة محددة في ضوء عدة أمور: مثل أجل السداد، وإجمالي قيمة العقد، وتوقعات السوق. مقالة منشورة في جريدة البورصة، الأربعاء ٢٧ يناير ٢٠١٦.

وراء معظم الأزمات المالية العالمية غياب التنظيم القانوني الملائم لهذه العقود. ففي الولايات المتحدة الأمريكية على الرغم من أن خضوع المشتقات المالية للعديد من النصوص والتنظيمات التشريعية التي تراعى نوع وطبيعة كل عقد^(٢٤٩)، إلا أن هذا لم يمنع وقوع الخسائر والأزمات.

وقد كان الأجدر بالمشرع المصري أن ينفي مشروعية التعامل في هذه العقود تمامًا، أو حتى يلتزم الصمت حيال مشروعيتها، ليترك المجال للقضاء بتقرير هذا الأمر من عدمه في ضوء كل حالة على حدى، خاصة وأن هذه العقود تتسم بتنوع أحكامها لتعدد أنواعها^(٢٥٠)، وإختلاف مصلحة كل طرف من الأطراف المتعاملة فيها^(٢٥١).

والأمر على هذا النحو يدعونا إلى توجيه النداء العاجل للمشرع المصري إلى ضرورة تدارك موقفه بخصوص مشروعية هذه العقود، وذلك بربط إجازة التعامل عليها بضوابط تضمن الإعتماد عليها فقط لأغراض التحوط ضد المخاطر، وليس المضاربة على فروق الأسعار، وذلك بإشترط التعامل عليها فقط من قبل التجار، وبخصوص تجارة قائمة، وأن تعقد العملية في سوق الأوراق المالية، وأن تتعلق بصكوك مدرجة في جداول أسعار هذا السوق. بالإضافة لغيرها من الشروط التي يراها المشرع لازمة لضمان إنصراف الغرض من وراء هذه العقود إلى التحوط وليس المضاربة.

(٢٤٩) راجع:

Daniel P, Cunningham et a., an introduction to OTCDerivatives, in swaps and other derivatives in1994, op.cit, p297-306.

(٢٥٠) راجع:

GAO, report to congressional requesters, Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System GGD-94-133: Published: May 18, 1994. Publicly Released: May 18, 1994.

(٢٥١) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1400.

المطلب الثاني

موقف التنظيمات الدولية من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

٣٧- أتمت التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم بالتصاعدية. بمعنى أن التشريعات الوطنية كانت أسبق في معالجة أحكامه، ثم تصاعد الأمر إلى التنظيم الدولي، الذي بدأ التصدي لإشكاليات هذه العقود بعد أن تفاقمت الأزمات المالية العالمية، وكانت أصابع الاتهام تشير جميعها إلى عقود المشتقات المالية بشكل عام.

وقد ظهرت غالبية التنظيمات القانونية في هذا الصدد في صورة توصيات وتوجيهات رقابية، وذلك على التفصيل التالي:

أولاً/ جهود دول مجموعة العشرين G20:

بعد أن أجتاحت الأزمة المالية التي وقعت ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨ الحدود الدولية، سعى صناع السياسة المالية على مستوى العالم إلى تنسيق جهودهم التشريعية بالإعتماد على مجموعة الـ ٢٠ دولة، والهيكل المؤسسي المؤلف من وزراء مالية أغنى دول العالم تارة أخرى للوقوف على الأسباب الحقيقية لوقوعها^(٢٥٢).

وقد توالى بعد هذه الأزمة إجتماعات القمة، وركزت بشكل أساس على الإصلاح المالي، بالإضافة إلى المقترحات التي خلصت إليها الإجتماعات التي تمت في واشنطن في عام ٢٠٠٨ ولندن وبيستبرج ٢٠٠٩^(٢٥٣).

(٢٥٢) راجع:

Alex M. Brill & James K. Glassman, Who Should the Twenty Be? A New Membership System to Boost the Legitimacy of the G20 at a Critical Time for the Global Economy, NATIONAL TAXPAYERS UNION (June 14, 2012), available at: <http://www.ntu.org/news-and-issues/economy/who-should-the-twenty-be.html>.

(٢٥٣) راجع:

G20, LONDON SUMMIT-LEADERS' STATEMENT (2009), available at: https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وقد خلصت هذه الإجتماعات إلى أن غياب التنظيم القانوني المناسب لإشكاليات أسواق المال كان السبب الرئيس في هذه الأزمة، وليس تدفقات رأس المال أو تبادل أسعار الفائدة^(٢٥٤). وأن الإجتماعات القادمة سوف تركز على تنظيم الأسواق المالية^(٢٥٥). الأمر الذي دعى إلى ضرورة إعادة النظر في مشروعية عقود المشتقات المالية، ليس بهدف إجازة التعامل بها بشكل مطلق، وإنما لوضع الضوابط الكفيلة بمنع الممارسات الخاطئة والضارة، خاصة التي تتم في الأسواق المالية غير الرسمية^(٢٥٦).

وفي عام ٢٠٠٩ تم الإجتماع الثاني في لندن، وفيه وافق المشاركون على ضرورة إتخاذ الإجراءات اللازمة لوضع إطار تنظيمي ورقابي على القطاع المالي المستقبلي. كما قرروا بأنه من الضروري إجراء تنسيق تعاوني فيما بين الدول والسلطات للحد من التحكيم النظامي regulatory arbitrage في منازعات المشتقات، وزيادة مضمون التنظيم التشريعي الوطني. وقد رسم وزراء المالية خطة عمل لذلك، كان على رأسها؛ توسيع نطاق الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية والأدوات المالية والأسواق العاملة في المشتقات المالية^(٢٥٧).

وفي قمة ال ٢٠ في بيسنبرغ، استهدف الأعضاء مزيداً من الإهتمام بسوق المشتقات، وتم التوصية بضرورة إنشاء هيئة للمقاصة لتسوية المدفوعات الناشئة

(٢٥٤) راجع:

Financial instruments and legal frameworks of derivatives markets in EU agriculture: current state of play and future perspectives, directorate-general for internal policies policy department B: structural and cohesion policies and agriculture and rural development, 2014, p15.

(٢٥٥) راجع:

Robert Fauver, The View from Washington, in analysis: the G20 leaders summit on financial markets and the world economy John Kirton ed., 2008, available at: <http://www.g20.utoronto.ca/g20leadersbook/fauver.html>

(٢٥٦) راجع:

Alex M. Brill & James K. Glassman, Who Should the Twenty Be? A New Membership System to Boost the Legitimacy of the G20 at a Critical Time for the Global Economy, op.cit.

(٢٥٧) راجع:

G20, LONDON SUMMIT-LEADERS' STATEMENT (2009), op. cit.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول - ٢٠١٤ - المجلد الثاني

عن عقود المشتقات. كما أوصت هذه القمة بأن يتم التعامل عليها بموجب العقود النموذجية. وعن طريق الأسواق الرسمية أو عبر منصات التداول الإلكترونية^(٢٥٨)، على أن تتم التسوية عن طريق المقاصة المركزية. وفي حالة اللجوء إلى التسوية غير المركزية، فيجب الخضوع لمتطلبات رأس المال^(٢٥٩).

وعلى صعيد متصل، تم تكليف لجنة الإستقرار المالي The Financial Stability Board بوضع القواعد والمعايير الخاصة لتعزيز إعتبارات الشفافية في أسواق المشتقات لتقليل المخاطر النظامية، لتجنب إساءة إستخدام الأسواق المالية والتلاعب بها^(٢٦٠).

ثانيًا/ جهود لجنة بازل ودليل IOSCO^(٢٦١) للمشتقات المالية:

وضعت لجنة بازل ودليل IOSCO العديد من المبادئ التوجيهية لتسهيل التنسيق بين الدول للتجارة الدولية في عقود المشتقات. وقد سعي كل منهما إلى معالجة المبادئ التوجيهية الهادفة إلى حل مشاكل السوق والمخاطر الإئتمانية والقانونية للتعامل في عقود المشتقات، وتطبيقها على المؤسسات المالية^(٢٦٢). كما

(٢٥٨) وقد تبنت العديد من أسواق عقود المشتقات نظم التداول الإلكتروني، والتي تسمح لراغبي التعامل الاشتراك فيها مهما كان موقعهم على مستوى العالم. حيث يقتصر دور المتعامل على مجرد ادخال الأمر في النظام، ليظل قائما إلى أن يتم تنفيذه أو أن يتم تعديله. وإذا ظل الأمر قائما حتى اليوم الأخير في التداول، فإنه ينفذ وفق أفضل الأسعار التي طرحت له. وعند تساوي الأسعار تكون الأولوية للأمر الأسبق في تاريخ الدخول. راجع: سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في نغذية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة منتوري/ قسنطينة، الجزائر، ٢٠٠٦، ص ٦٤.

(٢٥٩) راجع:

G20, G20 leaders statement: the Pittsburgh summit (2009), available at: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqué0925.html>

(٢٦٠) راجع:

Ibid.

(٢٦١) وفي عبارة عن منظمة للهيئات العاملة في مجال الأوراق المالية The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)، مثل لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة الأمريكية the Securities and Exchange Commission، وهيئة الخدمات المالية في المملكة المتحدة the Financial Services Authority in the United Kingdom.....، وحوالي ١٠٠ هيئة مماثلة. راجع:

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), available at: <http://www.iasplus.com/en/resources/global-organisations/iosco>

(٢٦٢) وتغطي مخاطر الإئتمان في عقود المشتقات بمفهوم مختلف عن مفهوم مخاطر الإئتمان في القروض، حيث أن الأول يحيط بما مجموعة من النتائج مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق بجامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

أنشئ الدليل سياسات مكتوبة وإجراءات لمجالس الإدارات. وأن الرقابة يجب أن تتم من قبل أفراد مستقلين من أفراد. ورغم ذلك، يلاحظ أن مبادئ الدليل اهتمت بالرقابة الداخلية على حساب الرقابة الدولية، كما أن لجنة بازل IOSCO لم يكن لديها السلطة لإلزام المتعاملين بمبادئ الدليل^(٢٦٣).

وتبقي المحاولات السابقة عاجزة عن تقديم الحلول الكافية للاشكاليات التي تعاني منها عقود مشتقات الأسهم؛ خاصة على صعيد التفاصيل الخاصة بآلية إبرام هذه العقود والمسئولية الناشئة عن الاخلال في تنفيذها، و ضمانات التنفيذ، وغيرها ...؛ الأمر الذي تبقي معه هذه العقود في حالة من الفراغ التشريعي.

ثالثاً/ لجنة المقاصة المركزية A clearinghouse^(٢٦٤):

حظى الحديث عن لجان وهيئات المقاصة باهتمام خاص من قبل صناعات السياسة والمنظمين حول العالم، وقد ظهر أثر ذلك واضحاً فيما صدر عن قمة العشرين G20 من توصيات استهدفت لجان وهيئات المقاصة لما لها من دور بالغ التأثير في إبرام عقود المشتقات وتنفيذها^(٢٦٥).

وجدير بالذكر، أن المقاصة في مجال عقود المشتقات يمكن أن تتم بين الطرفين دون حاجة إلى لجنة للمقاصة كما في حالة التسوية الثنائية. كما يمكن أن تتم بشكل

الإحتمالية التي يصعب التأكد منها، خاصة في ظل سرعة تقلبات سوق المشتقات، واعتماد الأمر على محض توقعات لعناصر مستقبلية. راجع:

Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities, Office of the Comptroller of the Currency Washington, D. C., First Quarter 2016, p6.

(٢٦٣) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1465.

(٢٦٤) وهي عبارة عن منظمة تعمل كطرف مركزي مقابل للشركات التجارية التي تتبادلات المعاملات التجارية فيما بينها بشكل منظم. والخاصة بالسلع أو الأوراق المالية أو عقود المشتقات، وغيرها من العقود المالية التي تستمد قيمتها من أسعار الأصول المالية أو عناصر السوق الأخرى. راجع:

Anupam Chander & Randall Costa, Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence, 10 CHI. J. INT'L L, 651-53 (2010). p639.

(٢٦٥) راجع:

Michael H. Moskow, Public Policy and Central Counterparty Clearing, 30 ECON. PERSPS, no. 4, 2006, p46.

مركزي بمعرفة أحد لجان المقاصة، من خلال التجديد العقدي بين المشاركين باتخاذ مواقف عكسية بين البائع والمشتري، من خلال جعل البائع مطروح للتعاقد مع أي مشتري، والمشتري مطروح للتعاقد مع كل بائع، إلى أن يتم التوفيق بين المتعاملين. وتزداد أهمية دور لجان المقاصة في هذا الشأن تحديداً في الرقابة على الجدارة الائتمانية للمتعاملين في هذه العقود، بسبب إتساع الوقت بين إبرام العقد والتسوية، وما قد ينشأ عن ذلك من مخاطر إنتمائية تحتاج الى نوع خاص من المراقبة المستمرة على جدارة المتعاقدين و ضمانات تنفيذ الاتفاق (٢٦٦).

وقد لعبت لجنة المقاصة المركزية الأمريكية A clearinghouse دوراً كبيراً في هذا الخصوص، والذي تجلي على محورين (٢٦٧):

الأول/ صدر عن هذه اللجنة العديد من التوصيات لتعزيز الشفافية والرقابة التنظيمية على الأسواق المالية من خلال إنشاء هيئة مركزية تعمل على مراقبة صفقات المشتقات ورصد المخالفات والإبلاغ عنها.

ثانياً/ حرصت هذه اللجنة على التخفيف من المخاطر الائتمانية، وهو ما ساهم في زيادة المبادلات والضمانات المرتبطة بتنفيذ الإلتزامات الناشئة عن عقود المشتقات.

وعلى صعيد متصل، وبتاريخ ٩ فبراير عام ٢٠١٢ توصل كل من البرلمان الأوروبي والمجلس الأوروبي إلى اتفاق هام حول وضع تشريعات تتعلق بالشفافية والكفاءة في أسواق المشتقات. وقد كان هذا الأمر يمثل الخطوة الأولى لإنشاء إطار أمن للأسواق المالية في أوروبا لمعاملات المشتقات. وبتاريخ ٤ يوليو عام ٢٠١٢ وضعت بعض التشريعات التي تنظم عمل لجنة المقاصة المقابلة في أوروبا والتي عرفت باسم "EMIR" (European Market Infrastructure

(٢٦٦) راجع:

Robert R. Bliss & Robert S. Steigerwald, Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counterparties and Alternative Structures, FED. RES. BANK CHI. ECON. PERSP, 2006, p23.

(٢٦٧) راجع:

Richard Squire, clearing houses and the Rapid resolution of bankrupt financial firms, Forthcoming, Cornell Law Review, March 19, 2013, p26.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧-المجلد الثاني

(Regulation)، والتي دخلت حيز النفاذ في ١٦ أكتوبر ٢٠١٢، وقد كان لهذه التشريعات أهمية كبرى في أوروبا، حيث أخضعت جميع المعلومات الخاصة بجميع صفقات المشتقات المالية للرقابة من قبل السلطة المختصة (سلطة الرقابة على الأسواق المال الأوروبية European Securities and Markets Authority (ESMA))، كي تزود السياسيين وجهات الرقابة برؤية واضحة حول طبيعة نشاط هذه الأسواق. وقد تطلبت هذه التشريعات أيضًا أن تكون معايير التعاقد الخاصة بالمشتقات واضحة وتخضع لرقابة لجنة المقاصة المركزية (CCPs) (٢٦٨).

ومما لا شك فيه أن لجان المقاصة المركزية تلعب دورًا هامًا في إعادة توزيع المخاطر في مجال عقود المشتقات، وهو ما يتطلب منها إلزام الحياد قدر الإمكان، ومحاولة القضاء على العشوائية المنتشرة في معاملات المشتقات على الصعيد الدولي في الوقت الراهن، وهو ما يقتضي الترتيب بين لجان المقاصة والمراكز العاملة في مجال المشتقات. والأمر على هذا النحو يحتاج إلى إنشاء بيت للمقاصة يتولى مهمة جمع المعلومات حول سوق المشتقات، ويعمل أيضًا على تسهيل جعل التجارة فيها وأسعارها متاحة للكافة (٢٦٩).

٣٨- رأينا الخاص:

يبدو لنا تعليقًا على موقف التنظيمات القانونية المختلفة سابقة الذكر، أنها حرصت على الإعراف بمشروعية التعامل في عقود المشتقات المالية، سواء بطريقة صريحة أم بطريقة ضمنية، مدفوعة بإدراك واقع هذه العقود، من كونها أضحت أهم الأدوات المالية في الوقت الراهن، بما توفره من مزايا التحوط ضد المخاطر التجارية غير المتوقعة، التي شهدت تنوعًا في مصادرها وأثارها. لكن رغم ذلك، لا تزال هذه العقود تشهد حالة من الفراغ التشريعي على الصعيد الوطني والدولي، يبرره حالة من التردد الشديد لدى هذه الدول في تشجيع الأفراد على التعامل فيها. فكما سبق لنا أن رأينا أقتصر المعالجة التشريعية لهذه العقود على

(٢٦٨) راجع:

Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR) – 04.07.2012.

(٢٦٩) راجع:

Mark J. Roe, Clearinghouse Overconfidence, 101 CALIF. L. REV. 1641, 2013, p1691.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

مجرد إجازة التعامل عليها (كما فعل القانون المصري)، أو معالجة ضوابط تعامل البنوك والمؤسسات المالية معها (كما فعل القانون الأمريكي)، أو إسناد الأمر إلى العقود النموذجية (كما فعل القانون الإنجليزي)، أو إصدار بعض التوصيات المتعلقة بالشفافية والإفصاح (كما فعلت الهيئات والمؤسسات الدولية). لتبقي التفصيلات غائبة عن المشهد، وهو ما تسبب في الكثير من إشكاليات هذه العقود.

والأمر على هذا النحو يدفعنا إلى القول بأن إقرار مشروعية التعامل بهذه العقود دون وضع تنظيم مفصل للتعامل فيها أمر محفوف بالمخاطر الشديدة، لأنه سوف يتسبب في زيادة الممارسات الخاطئة عند التعامل بهذه العقود خاصة في الأسواق غير الرسمية. لذلك القول عندنا أن الإعراف بمشروعية هذه العقود أمر لم يتم بعد من قبل التشريعات سابقة الذكر.

المبحث الثاني

موقف القضاء والفقهاء الاسلامي من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

٣٩- تمثل أحكام القضاء وآراء الفقهاء المصادر غير الرسمية للإستدلال على مدي مشروعية التعامل في عقود مشتقات الأسهم من عدمه، وذلك على التفصيل التالي:

المطلب الأول

موقف أحكام القضاء من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

٤٠- تتسم القضايا التي تعرضت لبحث مشروعية عقود المشتقات بصورة عامة بالقلّة الشديدة، بالنظر إلى رفض معظم التشريعات القانونية الإعراف بمشروعية هذه العقود، وعدم قبول أسواقها الرسمية التعامل فيها، ومن ثم الإبتعاد عن القضاء الرسمي لفض ما يثور عن هذه العقود من منازعات.

ومن أبرز القضايا التي عالجت مشروعية هذه العقود، قضية Irwin & Davis التي عرضت على القضاء الأمريكي، وقضية hereinafter التي عرضت على القضاء البرتغالي، وذلك على التفصيل التالي:

- قضية Irwin & Davis

عرضت قضية Irwin & Davis على القضاء الأمريكي في عام ١٨٨٤، وتتخلص وقائعها في أن Irwin كان يعمل كمدير لأحد الشركات العاملة في مجال الحبوب. وكان يقوم بشراء ما تحتاج إليه الشركة من قمح وذرة بغرض تصنيعه دقيق وطحين، وبيع ما زاد من هذه الحبوب عن حاجات التصنيع. وقد قام متجاوزاً حدود سلطاته بإبرام عقد بيع مستقبلي لتأمين إحتياجات الشركة من الحبوب اللازمة للتصنيع. وقد رفض الشركاء في الشركة الإلتزام بهذا العقد بدعوى أنه من قبيل القمار، ومن ثم يكون المدير قد تجاوز حدود سطاته المخولة له.

وقد قررت المحكمة أن التعامل في العقود الأجلة بالبيع والشراء بغرض المضاربة - أي كان طبيعة النشاط التجاري - أمر غير قانوني، خاصة إذا تم مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

تحت ستارة عقد لتسليم السلع في يوم مستقبلي، وكانت النية الحقيقية هي المضاربة على ارتفاع سعرها في المستقبل، وأن السلع لم يتم تسليمها بالفعل، لكن طرف واحد في العقد سيقوم بدفع الفروق بين ثمن العقد وثمان السوق في الموعد المحدد للتنفيذ، حيث أن هذه المعاملة لا تعدو أكثر من أن تكون رهان، وهي عقود لاغية وباطلة. بل وقررت أن الوسيط الذي يعلم بطبيعة هذا العقد (رهان)، ويسعى إلى جمع شمل الأطراف للدخول فيه، لا يحق له الحصول على أجر، ولا يجوز تعويضه عن الخسائر التي تكبدها نتيجة هذه المعاملة.

وبصورة عامة يمكن القول بأن عقود الرهان تعتبر عقود باطلة ولاغية طبقاً لأحكام القانون الأمريكي. كما أن العرف مستقر على أن التصرفات التي تقع من الوكيل بالمخالفة لما تم الإتفاق عليه في عقد الوكالة لا تكون ملزمة للموكل إلا بموافقة. وأن موافقة الموكل لا تكون مفترضة، إلا إذا كان العرف قد جرى على ذلك، وكان الموكل عالمًا بهذا العرف.

وقد سعى المدعون لنفي مسؤوليتهم عن تصرفات الوكيل بالإعتماد على سببين:

الأول/ أن العقود المستقبلية التي قام بها الوكيل بدون علم أو موافقة أو تفويض من المدعى، أمر يخرج عن نطاق الوكالة (عقد الشراكة التجارية المتفق عليه).

الثاني/ أن العقود المستقبلية تنطوي على مضاربات تجعلها من قبيل المراهنات الباطلة، لأنها فقط مجرد تسوية لفروق الأسعار.

وقد خلصت المحكمة إلى أن عدم الكشف عن اسم الشركة عند إبرام العقد، يجعل الوكيل مسؤول شخصيًا عن تبعاته، حتى ولو أعتبر هذا العقد من قبيل القمار^(٢٧٠).

ويبدو لنا أن المحكمة أيدت مطلب الشركاء في إعتبار العقد المستقبلي بالمفهوم الوارد في القضية من قبيل عقود القمار الباطلة والمنهى عنها. وأعتبرت أن المدير عند إبرامه لمثل هذه العقود يكون قد تجاوز حدود إختصاصاته، بما لا يجعل الشركة مسؤولة عن تصرفاته، ليسأل المدير وحده عن تبعات هذا التصرف في مواجهة الغير.

Irwin v. Williar, U.S. Supreme Court, 110 U.S. 499 (1884), Argued October 17-18, راجع: (٢٧٠) 1883.

ومن الواضح أن هذا القضاء جاء متأثراً بالموقف السائد في الولايات المتحدة الأمريكية في ذلك الوقت، والذي كان يرفض التعامل على عقود المشتقات بصورة مطلقة، وكان يعتبرها من قبيل القمار المنهي عنه.

ويبدو لنا أن هذا الحكم قد أخطأ بشكل واضح في الحكم على هذا العقد بعدم المشروعية لمجرد أنه عقد مستقبلي، دون أن يمعن النظر في الهدف الذي دفع مدير الشركة لإبرامه، وهو التحوط ضد ارتفاع الأسعار في المستقبل، لتأمين إحتياجات الشركة من الحبوب اللازمة للتصنيع. وأن الأمر بعيداً كل البعد عن المضاربة والتقامر.

- قضية شركة AMERICAN STOCK EXCHANGE, INC:

رفعت هذه الدعوى من قبل الشركة الأمريكية لتداول الأوراق المالية The American Stock Exchange Inc. والوحدة التابعة لها شركة المقاصة Amex Commodities Clearing Corporation للمطالبة بإلغاء اللوائح والتنظيمات التي تم إعدادها من قبل المدعى عليهم، وهم لجنة تداول السلع الآجلة وأعضائها بمجلس الشيوخ (المعروفة باسم اللجنة) والتي رخص لها ببرنامج تجريبي لتداول العقود المستقبلية وعقود الخيارات في مجال الأوراق المالية.

وقد طلب المدعى من المحكمة إصدار حكم قضائي أولى لتقييد ومنع اللجنة من تنفيذ وتطبيق اللوائح والتنظيمات سابقة الذكر لما سترتب على ذلك من أضرار سوف يصعب تعويضها في المستقبل، إلا إذا تم السماح بإبرام عقود المشتقات على البضائع والسلع المادية كما تم السماح بإبرام هذه العقود على الأوراق المالية. وأن عدم إقرار مشروعية التعامل بعقود المشتقات على السلع المادية — وطبقاً لوجهة نظر المدعى — سوف يؤدي إلى حدوث ضرر لن يعوض، بالنظر إلى أنه لن يمكنها من التنافس بشكل كامل في سوق الخيارات الدولية، خاصة وأن هناك العديد من الدول التي سمحت بالتعامل في عقود المشتقات على السلع، الأمر الذي يجعل الشركة في وضع تنافسي صعب.

وقد جاء في ديباجة الحكم الصادر عن المحكمة لنظر هذه الدعوى، أنها اضطرت مدفوعة برغبتها في الفهم الصحيح لطبيعة طلب المدعى، إلى قراءة تاريخ إقرار مشروعية العقود المستقبلية وعقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية. ففي عام ١٩٣٦ قام الكونجرس الأمريكي بخصوص الإضطرابات الشديدة التي شهدتها الأسعار في الاسواق الآجلة بفعل المضاربة في عقود الخيارات، بمنع التجارة في عقود الخيارات الخاصة ببعض السلع الزراعية بموجب قانون تداول السلع الصادر عام ١٩٣٦، وعلى الرغم من ذلك تم التعامل بعقود الخيار في الاعوام التالية لصدور هذا القانون للتجارة في سلع أخرى غير التي حددها قانون ١٩٦٣ وبدون أى ضمانات تنظيمية إضافية. وخلال هذه الفترة، حدثت الكثير من الاحتمالات من قبل الشركات عديمة الضمير. وقد ترتب على ذلك شراء العديد من العقود التي وصلت قيمتها ملايين الدولارات. وفي عام ١٩٧٤، بذل جهداً واسع النطاق لمعالجة هذه الانتهاكات بإصدار قانون لجنة التجارة في السلع المستقبلية *the Commodity Futures Trading Commission Act* ("1974 Act") الذي أدخل تعديلات جوهرية على قانون ١٩٦٣. والمدعى عليه هنا كان هيئة تنظيمية مستقلة، تملك القدرة على وضع القواعد التنظيمية وتفويض السلطة غير المقيدة للجنة لتنظيم أو حظر التعامل في عقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد أستمّر قانون ١٩٤٧ على حظره المطلق في التجارة في عقود الخيار التي حددها قانون ١٩٧٣. لكن منح اللجنة الجديدة سلطة منع التعامل على هذه العقود لم يمنع التحايلات في هذا الصدد، مما دفع الكونجرس الأمريكي إلى إصدار قانون التجارة في العقود المستقبلية عام ١٩٧٨ ليوسع من نطاق الحظر في التعامل في عقود الخيارات. وقد أستمّر هذا الحظر إلى أن قامت أحد اللجان بمجلس النواب بتقديم وثائق تثبت قدرتها على تنظيم هذه العقود بما يمنع أضرار الغش والمضاربة غير المشروعة. وقد استفاضت اللجنة في بحث هذا الموضوع لفترة طويلة. وفي عام ١٩٧٧ أقرحت اللجنة قواعد لبرنامج محدود يسمح بتبادل العقود المستقبلية وعقود الخيارات على السلع المادية، ولم تتم الموافقة عليه رغم ذلك. وأحيل الموضوع لدراسة مستقبلية من قبل اللجنة. وفي يونيو عام ١٩٨١ أقرحت اللجنة السماح وبشكل محدود التعامل في عقود الخيارات والعقود

المستقبلية في الأسواق المالية. وقد سعت شركة The American Stock Exchange (المدعى) للتدخل بهدف حث اللجنة على عدم استبعاد التعامل على السلع المادية للعديد من الأسباب التي أوردتها في ١٦ صفحة، تتلخص في أن يتم معاملة السلع المادية ذات المعاملة المقررة للأوراق المالية. والذي حدث هو أن اللجنة لم تقتنع بما ساقته شركة The American Stock Exchange من أسباب. وبتاريخ ٨ سبتمبر ١٩٨١ أعتمدت المقترح التشريعي في هذا الصدد، وبتاريخ ٣ نوفمبر تم إقرار هذا المقترح ليصبح نافذاً في ٣ ديسمبر ١٩٨١.

وقد دفع هذا الأمر شركة The American Stock Exchange إلى رفع دعاواها لإقرار التعامل على عقود خيارات السلع المادية. وقد أوردت في دعاواها المقدمة ثلاثة أسباب:

١/ أن القانون الذي قصر مشروعية التعامل على عقود مشتقات الأوراق المالية دون السلع المادية أمر يشكل تعسفاً وإساءة في استعمال السلطة.

٢/ أن مثل هذا القانون من شأنه أن يضر بالمنافسة بما يتعارض مع قانون المنافسة الأمريكي رقم ١٥ لسنة ١٩٣٦ والذي يفرض على اللجنة أن تتبنى قواعد جديدة من شأنها حماية المنافسة.

الإستثمار المالي، ووفق ضوابط معينة، لمواجهة ظروف تقلب الأسعار. التي أضحت من السمات السائدة على مجريات الإقتصاد العالمي في الوقت الراهن، وإجراء المضاربات المشروعة بخصوص التعامل على الأسهم المالية (٢٧١).

- قضية شركة Thales training et simulation:

(٢٧١) راجع:

American stock exchange, inc. and Amex Commodities Clearing Corporation, Plaintiffs, v. The commodity futures trading commission, and others, No. 81 Civ. 5665. United States District Court, S. D. New York. January 5, 1982.

وعن موقف القضاء الفرنسي من مشروعية عقود مشتقات الأسهم، فيبدو وكأنه أقر مشروعية هذه العقود بتصور خاص، كشف عنه في حكم يتسم بالحدائثة نسبياً، وهو الحكم الصادر من محكمة النقض في قضية SA Thales. وتتلخص وقائعها في أن شركة Thales للتدريب والمحاكاة قامت في عام ١٩٩٠ وطبقاً للقانون رقم ١٣٢٢-٧٠ الصادر في ٣١ ديسمبر ١٩٧٠ بمنح موظفيها عقود خيارات على أسهمها. وقد حدث أن تغيرت تشريعات الضمان الإجتماعي والتشريعات الضريبية خلال الفترة الفاصلة بين منح حق الخيار من قبل الشركة، وقيام الموظفين (المستفيدين) بممارسة حق الخيار بالفعل. وقد قامت التشريعات الحديثة بتخفيض الحد الأدنى لقيمة الخيار من ١٠% إلى ٥%. وقد قام الموظفون على أثر ذلك بالظعن أمام المحكمة لاستبعاد تطبيق هذه التغيرات التشريعية على الخيارات الممنوحة لهم. وقد رفضت محكمة الاستئناف طعنهم، معتبرة أن منح الخيار لا يعتبر عقد مكتمل، وبالتالي فإنه يخضع للقانون الجديد بإعتباره قد أكتمل في ظله، وليس تطبيقاً للقانون بأثر رجعي.

من ناحيتها رفضت محكمة النقض الفرنسية الطعن المقدم ضد حكم محكمة الاستئناف سالف الذكر، وذلك تأسيساً على أنه " إذا كان الخيار أنشئ في ظل القانون ١٣٢٢-٧٠ الصادر في ٣١ ديسمبر ١٩٧٠ استناداً على وعد من جانب واحد وهو شركة المساهمة لعدد محدد من الموظفين لبيعهم عدد محدد من الأسهم خلال فترة وبثمن محددة، فإن الآثار المترتبة على ممارسة الخيار لن تخضع للقانون سالف الذكر بخصوص تكوين العقد إلا في حالة عدم وجود حكم في القانون الجديد. وهكذا وللمرة الأولى اعتبرت الدائرة الثانية لمحكمة الاستئناف أن منح الخيار هو إلتزام من جانب واحد، وترفض وصفه بأنه عقد نهائي، وتؤكد أن الآثار المترتبة على ممارسة حق الخيار تخضع للقانون الجديد الخاص بتكوين العقد. وبناء عليه فإن الأحكام الضريبية والإجتماعية الجديدة سوف تطبق على هذا الخيار.

ويتضح من هذا الحكم، أن القضاء الفرنسي لم ينفي المشروعية من عقد خيار الأسهم بشكل مطلق، ولكنه لم يعتبره عقد مكتملة الأركان، إنما هو من قبيل الوعد بالتعاقد، ليؤكد الطبيعة الاحتمالية لهذا العقد أو الطبيعة غير المؤكدة له.

ولعل هذا الحكم يكشف عن توجه حديث للقضاء الفرنسي، يتمثل في عدم الإقتناع الكامل بمشروعية هذه العقود، أو الإعراف بمشروعيتها في حدود الوعد بالتعاقد (٢٧٢).

- حكم المحكمة العليا البرتغالية القضية رقم ١١/٣٠٩ :

كان من أبرز وأحدث الأحكام التي عالجتها مشروعية عقود المشتقات ما صدر عن القضاء البرتغالي مؤخرًا في أحد الدعاوى المتعلقة بالمضاربة على أسعار الفائدة في عقود المبادلات، والتي تم الحكم بإعتبار هذه المعاملة مشروعة ولا تعد من قبيل القمار (٢٧٣).

وتتلخص وقائع هذه القضية، أنه في عام ٢٠٠٨ أبرم إتفاق بين أحد البنوك في البرتغال وأحد شركات المسؤولية المحدودة العاملة في مجال البناء والتطوير العقاري، والذي بمقتضاه تم الإتفاق على تبادل سعر فائدة متغير لقرض مدته ثلاثة أشهر بمعدل فائدة ثابت لقرض قيمته الاسمية (٥,٥ مليون يورو لمدة خمس سنوات). وبسبب هذا الإتفاق تكبدت الشركة خسائر قدرت بحوالي ٣٢٠٠٠٠٠ يورو. وقد جادلت الشركة في بادئ الأمر بأن عقد مبادلة أسعار الفائدة باطل، بسبب أن البنك لم يخبر الشركة بشكل صحيح بمحتواه، وضللتها في طريقة تنفيذه.

(٢٧٢) راجع:

Cour de Cassation, Chambrecivile 2, du 20 septembre 2005, 03-30.709, Publié au bulletin.

(٢٧٣) راجع:

The judgment of the Portuguese Supreme Court of 11 February 2015 (Case no. 309/11)

ولعل هذا الحكم يكشف عن توجه حديث للقضاء الفرنسي، يتمثل في عدم الإقتناع الكامل بمشروعية هذه العقود، أو الإعراف بمشروعيتها في حدود الوعد بالتعاقد(٢٧٤).

قضية A portuguese limited liability company:

كان من أبرز وأحدث الأحكام التي عالجت مشروعية عقود المشتقات ما صدر عن القضاء البرتغالي مؤخرًا في أحد الدعاوى المتعلقة بالمضاربة على أسعار الفائدة في عقود المبادلات، والتي تم الحكم بإعتبار هذه المعاملة مشروعة ولا تعد من قبيل القمار(٢٧٥).

وتتلخص وقائع هذه القضية، أنه في عام ٢٠٠٨ أبرم إتفاق بين أحد البنوك في البرتغال وأحد شركات المسؤولية المحدودة العاملة في مجال البناء والتطوير العقاري المعروفة بأسم (A portuguese limited liability company)، والذي بمقتضاه تم الإتفاق على تبادل سعر فائدة متغير لقرض مدته ثلاثة أشهر بمعدل فائدة ثابت لقرض قيمته الأسمية (٥,٥ مليون يورو لمدة خمس سنوات). وبسبب هذا الإتفاق تكبدت الشركة خسائر قدرت بحوالي ٣٢٠٠٠٠ يورو. وقد جادلت الشركة في بادىء الأمر بأن عقد مبادلة أسعار الفائدة باطل، بسبب أن البنك لم يخبر الشركة بشكل صحيح بمحتواه، وضللته في طريقة تنفيذه.

وقد رفضت محكمة الدرجة الأولى هذا الإيداع، وأيضًا رفضته محكمة إستئناف لشبونة. وقد تم الطعن على هذا الحكم أمام المحكمة العليا لمخالفته للقانون، حيث شككت الشركة في صحة نوايا البنك من وراء هذا العقد، وأستبعدت أن تكون المضاربة على مبادلة أسعار الفائدة طبقًا للقانون البرتغالي، وإنما النية هي القمار، ومن ثم الإتفاق المتنازع عليه باطل ولاغي. وقد أستندت الشركة في دعواها؛ على وجود علاقة بين دين الشركة (وغالبًا ما يكون دين قصير الأجل بفائدة ثابتة)

(٢٧٤) راجع:

Cour de Cassation, Chambre civile 2, du 20 septembre 2005, 03-30.709, Publié au bulletin.

(٢٧٥) راجع:

The judgment of the Portuguese Supreme Court of 11 February 2015 (Case no. 309/11)

وشروط عقد مبادلة الفائدة مع البنك (ومدته طويلة على أساس معدل فائدة متغير لمدة ٣ أشهر)، وهو ما يؤكد أن الغرض من الإتفاق لم يكن التحوط، ولكن الرهان على تغيرات أسعار الفائدة، والتي يتوقف فيها نجاح الإتفاق على الحظ وليس على المهارة والخبرة. ومن ثم طالبت بتطبيق قواعد القمار الواردة في القانون المدني.

وقد رفضت المحكمة العليا ما ساقته الشركة من تبريرات، وقالت بأن عقود مبادلة سعر الفائدة عادة ما يقف ورائها واحد من أهداف ثلاثة، وكلها أسباب يقبلها القانون، وهي: تقليل مخاطر تقلبات سعر الفائدة، أو الحصول على أفضل معدل فائدة، أو المضاربة على تقلبات سعر الفائدة. وقد أضاف الحكم أن المضاربة عمل مشروع، ولا يختلط مع دافع المقامرة. وأن المضاربة تجلب السيولة للأسواق وتسمح بالتحوط ضد المخاطر. وقد أستشهدت المحكمة على موقفها بما يلي:

أ/ ما جاء في العقد النموذجي (ISDA) البند رقم (٢/٢٠١٠)، الذي جاء فيه "أنه بدون المضاربة في السوق سيكون أقل إكتمالاً، لأن ذلك من شأنه أن يقلل من فرص المستثمرين، خاصة المتحوظين، والراغبين في إدارة المخاطر التي يوجهونها في التعامل في الأدوات المالية.

ب/ أن التشريع الأوروبي رقم (٢٠١٣/٥٤٩) والمقرر في جلسة البرلمان الأوروبي بتاريخ ٢١ مايو ٢٠١٣ في النظام الأوروبي، قرر أن المشتقات المالية تستخدم للعديد من الأغراض، من بينها المضاربة.

ج/ أن التشريع رقم (٢٠٠٢/٢) الخاص بسوق الأوراق المالية البرتغالي، والمرسوم بقانون رقم ٣٥٧-2007/A الصادر بتاريخ ٣١ أكتوبر ٢٠٠٧ والذي صاغ ما جاء في التوجيه الأوروبي ٢٠٠٤/٣٩/CE من الإعراف بإمكانية التعامل بعقود مبادلة الفائدة، لأنها تتم بهدف تثبيت تكاليف الإنتاج (أو إدارة المخاطر المالية).

ويضيف الحكم إلى ذلك، أنه لا شك في مشروعية عقود مبادلة أسعار الفائدة، بصرف النظر عما إذا كان الأصل المشتق منه حقيقي أم حتمي. وأنه يجب تفسير نصوص التشريعات الوطنية الخاصة بالقمار في ضوء ما تقرره التوجيهات الأوروبية ذات الصلة. ومن ثم يجب تنحية ما جاء في القانون المدني البرتغالي من نصوص خاصة بالقمار، لأنها تقوم على مفاهيم بالية وفق فهم المحكمة. وقد أنتهت المحكمة بالقول بأن عدم المساواة بين الطرفين ليست سببا في حد ذاته للمطالبة مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

بإبطال العقد. ولكن يمكن بدلاً من ذلك المطالبة بإنهاء المبكر للعقد، بشرط استيفاء الشروط المطلوبة من الطرف المضرور (٢٧٦).

ويبدو لنا بصورة جلية، أن القضاء البرتغالي قد حرص على تبرئة عقود المبادلات كأحد صور عقود المشتقات من تهمة القمار، وظهر ذلك في محاولته تقليص نطاق مفهوم التقامر لصالح مفهوم المضاربة والاستثمار. من ناحية أخرى، حرص هذا الحكم على الاعتماد على النوايا بشكل ملحوظ، لإستبعاد شبهة المقامرة، وإثبات أن البنك كان يسعى من وراء هذا العقد إلى المضاربة وتحقيق الربح. ويبدو لنا أن هذا الحكم أتمم بالغلو والمبالغة الشديدة، ولم يراعى أن هذه العقود لا تنطوي على مبادلات حقيقية، وإنما هي مجرد مراهنات على تغير الظروف الاقتصادية، ومحاولة الإستفادة من أثر هذا التغير على أسعار الفائدة. كما أنه تجاهل بشدة الفارق بين مدة تنفيذ كل عقد (أحدهما طويل المدة والآخر قصير)، وأن هذا من شأنه أن يخل بالتوازن الإقتصادي للعقد، بما يؤثر سلبيًا على قيمة الأداءات المتقابلة لأطراف العقد، ليظهر أحدهما وقد كسب كل شيء، والطرف الآخر وقد خسر كل شيء.

المطلب الثاني

موقف الفقه الإسلامي من مشروعية عقود مشتقات الأسهم

٤١- اختلفت آراء الفقه الإسلامي حول حكم مشروعية التعامل في عقود مشتقات الأسهم قديمًا وحديثًا بشكل لافت للإنتباه، وذلك على النحو الذي بدى معه للباحث

(٢٧٦) راجع:

Portuguese Supreme Court rules against the characterisation of speculative interest rate swap agreements as illegal gambling Judgment of the Supreme Court of 11 February 2015 (case no. 309/11). Available at: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=8fd0b5d8-1aaf-45c6-a8d9-6610a285dc9f>

See also: Portugal Supreme Court rules termination Of InterestRate Swap Agreement based on change in circumstances due to the drop in interest rates in the financial crisis, the ruling of the Supreme Court of Justice, dated 10 October 2013. See: **Luisa Carrilho da Graça**, Portuguese Supreme Court rules against the characterisation of speculative interest rate swap agreements as illegal gambling, Analysis GA&P, March 2015, p2.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الثاني

ضرورة عرض هذه الآراء بشكل مفرز ومحدد، من خلال إستعراض آراء المذاهب الفقهية الشهيرة (الحنفية والمالكية والشافعية والحنابلة)، ثم عرض آراء الفقه الإسلامي المعاصر، ثم محاولة الباحث أن يسدد ويقارب برأى في هذا المضمار، وذلك على التفصيل التالي:

أولاً/ آراء المذاهب الفقهية (الحنفية والمالكية والشافعية والحنابلة-الظاهرية):

يقضى التعرف على حقيقة آراء الفقهاء في هذا الصدد بإستعراض أحكام عقود خيارات الأسهم والعقود المستقبلية وعقود المبادلات، وذلك على التفصيل التالي:

١/ حكم التعامل على عقود خيارات الأسهم إذا أربط الخيار بعوض:

حرص المالكية على تحديد التكيف الشرعي للأسهم قبل تحديد مدى مشروعية التعامل على عقود مشتقاتها. فذهبوا^(٢٧٧) إلى القول بأن الأسهم تعد من الأعيان؛ ولا يمكن أن تثبت في الذمة^(٢٧٨)، وذلك للأسباب الآتية:

أ/ أن السهم عبارة عن حصة شائعة في موجودات الشركة، والتصرف في السهم يعد من قبيل التصرف في الحصة، وكونها غائبة عن مجلس العقد وقت التعاقد، فهذا لا ينفى أنها معينة، لأنها قائمة ومحددة.

ب/ أن بيع الأسهم يستلزم تعيين الشركة التي يتبعها هذه الأسهم، وبالتالي فهي تعد معينة. فالسهم جزء من الشركة، وجزء المعين معين.

ويضيف هذا الرأي، أن كون السهم يمثل حصة شائعة في رأس مال الشركة لا ينفى عنها التعيين، لأن مالك السهم يملك جزء شائع في ممتلكات الشركة وليس

(٢٧٧) راجع: أبو محمد بن عبد الوهاب بن علي بن نصر العلوي البغدادي المالكي، للعلوة على مذهب عالم المدينة الإمام مالك بن أنس، تحقيق (حميش

عبد الحق)، المكتبة التجارية - مكة المكرمة، المجلد ٢، (بدون تاريخ نشر)، ص ٢٤.

(٢٧٨) ولهم الفارق بين الشيء للمعين والشيء الثابت في الذمة نسوق للمثال التالي: إذا أجهت الإرادة إلى بيع سيارة معينة وموجودة وقت التعاقد، فهذا تعاقد على شيء معين. أما إذا أجهت الإرادة إلى مجرد الرعد ببيع أو شراء سيارة بمواصفات معينة دون أن تكون موجودة وقت التعاقد، فهذا تعاقد على شيء معلق في الذمة.

جزءًا معينًا في الشركة فمن يشتري سهمًا في أرض، لا يعد اشترى شيء في الذمة، ولكن اشترى شيء معينًا.

وعن حكم التعامل على عقود خيارات الأسهم إذا ارتبط الخيار بعوض، فقد فرق الفقهاء بين حالتين، وذلك على التفصيل التالي:

- أحقية إشتراط فسخ عقد خيار الأسهم لأحد الطرفين:

أختلفت الآراء في هذه المسألة:

الرأى الأول: ذهب جمهور الفقهاء إلى جواز إشتراط فسخ العقد من قبل أحد طرفى العقد، سواء تعلق الأمر بخيار البائع أم بخيار المشتري (٢٧٩).

الرأى الثانى ذهب الثورى وابن شبرمة، إلى جواز ثبوت الخيار للمشتري لكنهم أفتوا بعدم جواز ثبوت الخيار للبائع (٢٨٠).

الرأى الثالث: وذهب ابن حزم إلى عدم جواز إشتراط الخيار بشكل مطلق، سواء للبائع أم للمشتري (٢٨١).

ذهب الإمام النووى إلى أن الإجماع قائم على جواز شرط الخيار ثلاثة أيام (٢٨٢).

وقد ثار الخلاف بين الفقهاء على مدة الخيار على التفصيل التالي:

(٢٧٩) راجع: أبو زكريا عبيد الدين يحيى بن شرف النووي، المجموع شرح المهذب، دار الفكر، المجلد ٩، (بدون تاريخ نشر)، ص ٢٢٥.

(٢٨٠) راجع: أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد بن عبد البر بن عاصم السري القرطبي، الاستدكار، تحقيق (سالم محمد عطا، محمد علي معوض)، دار الكتب العلمية - بيروت، المجلد ٦٤، ١٤٢١-٦٤، ٢٠٠٠، ص ٤٨٤.

(٢٨١) راجع: علي بن أحمد بن سعيد بن حزم الأندلسي أبو محمد، المحلى بالآثار (ط. العلمية)، دار الكتب العلمية - بيروت، المجلد ٨، (بدون تاريخ نشر)، ص ٢٦٠.

(٢٨٢) راجع: أبو زكريا عبيد الدين يحيى بن شرف النووي، المجموع شرح المهذب، مرجع سابق، ص ٢٢٥.

الرأى الأول: ذهب الحنابلة(٢٨٣) وبعض الأحناف (أبو يوسف) (٢٨٤) إلى أن الخيار ليس له مدة معينة، ويجوز الإتفاق على أى مدة بين المتعاقدين وفق ما يحقق مصالحهم.

وقد أستدلوا على صحة ما قالوا بالأدلة الآتية:

١/ القرآن: قوله تبارك وتعالى (يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود) (٢٨٥).

٢/ السنة: قول النبي صل الله عليه وسلم " المسلمون على شروطهم"(٢٨٦).

٣/ المعقول:

أ/ أن الخيار تقتضيه الحاجة إلى التروى لدفع الغبن، وهو أمر قد يحتاج إلى مزيد من الوقت.

ب/ أنه حق للمشتري، فيرجع إليه فى تقديره.

الرأى الثانى: ذهب المالكية إلى أن مدة الخيار تتحدد بما يمكن إختبار المبيع خلاله، وهى تتحدد بحسب طبيعة الشيء المبيع (فمثلاً: مدة شهر فى الأرض والدار وثلاثة أيام فى الثياب والدواب) (٢٨٧).

وقد أستدلوا على ذلك بما يلى:

(٢٨٣) راجع: أبو محمد موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة الجساعيني المقدسي، المغني لابن قدامة، المجلد ٦، ١٣٨٨هـ - ١٩٦٨م، ص ٣٨.

(٢٨٤) راجع: أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد بن عبد الر بن عاصم النمري القرطبي، الإستذكار، المجلد (٦)، مرجع سابق، ص ٤٨٤.

(٢٨٥) الآية رقم (١) من سورة المائدة.

(٢٨٦) سنن الترمذى، الأحكام (١٣٥٢).

(٢٨٧) راجع: الشيخ صالح عبد السميع الآبي الأزهرى، جواهر الإكليل، المكتبة الثقافية - بيروت، المجلد ٢، بدون تاريخ نشر، ص ٥١.

١/ القرآن: أن العبرة هي بتراضي الأطراف وتوافقهم، بدليل قول الحق تبارك وتعالى " يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم".

٢/ السنة: قول النبي صل الله عليه وسلم " المتبايعان كل واحد منهما بالخيار على صاحبه، ما لم يتفرقا، إلا بيع الخيار " (٢٨٨). وقد أستدلوا بأن الحديث أستثنى "بيع الخيار" ولم يربط الحديث الخيار بمدة معينة، فوجب حمله على عمومه.

٣/ المعقول:

أ/ أن المدة تقدر بما يحتاجه المبيع لإختباره. فلا يجوز تحديدها بعدد معين لإختلاف المبيعات في ذلك.

٢/ أنها مدة تلحق بالعقد، فيمكن أن تزيد على ثلاثة أيام.

الرأى الثالث: ذهب الشافعية(٢٨٩) والأحناف(٢٩٠) إلى أن مدة الخيار ثلاثة أيام كحد أقصى.

وقد أستدلوا على ذلك:

١/ السنة: حدثنا أبو بكر بن أبي شيبة حدثنا عبد الأعلى عن محمد بن إسحق عن محمد بن يحيى بن حبان قال هو جدي منقذ بن عمرو وكان رجلا قد أصابته أمة في رأسه فكسرت لسانه وكان لا يدع على ذلك التجارة وكان لا يزال يغبن فأتى النبي صلى الله عليه وسلم فذكر ذلك له فقال له إذا أنت بايعت فقل لا خلافة ثم أنت

(٢٨٨) راجع: الامام الحافظ أحمد بن علي بن بن حمر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، كتاب البيوع "باب: البيعان بالخيار ما لم يتفرقا"، ص ٤٠٩.

(٢٨٩) راجع: أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمري البجلي، البيان في منعب الإمام الشافعي، دار للنهاج - جدة، الأولى، المجلد ٥، ١٤٢١ هـ - ٢٠٠٠ م، ص ٤٥١.

(٢٩٠) راجع: علي بن أبي بكر بن عبد الجليل الفرغاني المرغيناني، أبو الحسن برهان الدين، دار احياء التراث العربي - بيروت - لبنان، المجلد ٣، بدون تاريخ نشر، ص ٣١.

في كل سلعة ابتعتها بالخيار ثلاث ليال فإن رضيت فأمسك وإن سخطت فاردها على صاحبها (٢٩١).

٢/ المعقول: أن الأصل منع شرط الخيار لما فيه من الغرر ولأنه يناقض مقتضى العقد لأنه يمنع الملك واللزوم، وإنما تمت إجازته للحاجة، فيقتصر على ما تدعو إليه الحاجة، وهي غالباً مدة ثلاثة أيام، لقول الحق تبارك وتعالى "فقال تمتعوا في دراكم ثلاثة أيام" (٢٩٢) بعد قوله "فياخذكم عذاب قريب" (٢٩٣).

- مدى جواز العوض (المكافأة) نظير خيار الفسخ في عقد خيار الأسهم:

أختلف الفقهاء في مدى جواز الإتفاق على عوض أو مكافأة يحصل عليها مانح الخيار نظير تمكين الطرف الآخر من إستعمال حقه في الفسخ، وذلك لأكثر من رأى على التفصيل التالي:

الرأى الأول/ ذهب أصحاب هذا الرأى إلى عدم جواز دفع العوض نظير تمكين أحد الأطراف من فسخ العقد أو إقالاته. وبهذا قال الأحناف (٢٩٤) والشافعية (٢٩٥) والحنابلة (٢٩٦). وقد استدلوا على ذلك بالعديد من الأدلة تنوعت فيما بينهم على النحو التالي:

(٢٩١) راجع: سنن بن ماجه، كتاب الاحكام، باب الحجر على من يفسد ماله، الجزء الثان، ص ٧٨٩.

(٢٩٢) الآية (٦٥) سورة هود

(٢٩٣) الآية (٦٤) سورة هود

(٢٩٤) راجع: الشيخ عبد الغنى الغنيمي المشفى، للباب في شرح الكتاب، المكتبة العلمية بيروت - لبنان، (بدون تاريخ نشر)، ص ٣٣.

(٢٩٥) راجع: أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني البغدادي، البيان في مذهب الإمام الشافعي، دار المنهاج - جدة، المجلد ٥، ١٤٢١ هـ - ٢٠٠٠ م، ص ٤٥١.

(٢٩٦) راجع: أبو محمد موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة الجماعيلي المقدسي، المغني لابن قدامة، المجلد ٦، مرجع سابق، ص ٢٠٠.

١/ أن الفسخ إلغاء للعقد بما فى ذلك الثمن الذى دفع لهذا العقد، ومن ثم لا مقابل لدفع العوض.

٢/ أن تحديد مقابل للفسخ فى صلب العقد شرط فاسد، لأنه يصعب الفسخ على الزيادة.

٣/ أن فسخ العقد يقتضى رد ما دفعه كل طرف للآخر، ومن ثم إلزام أى طرف بدفع زائد، يجعل العقد باطل، لأنه أخرجه عن مقصوده وغرضه.

الرأى الثانى: وهو مذهب المالكية (٢٩٧)، حيث ذهبوا إلى جواز الإتفاق على عوض أو مكافأة يحصل عليها مانح الخيار نظير تمكين الطرف الآخر من استعمال حقه فى الفسخ، مادام أن ذلك لن يودى إلى شىء غير جائز أو التهمة بما لا يجوز. وقد بنى المالكية رأيهم هذا على التفرقة بين ما إذا كان العوض عن الفسخ بمثل الثمن الأول (ثمن العقد الأصلى) أم أنه بغير مثل الثمن الأول، حيث يعد فى الحالة الأولى فسخ، بينما فى الحالة الثانية يعد بيع. بمعنى آخر، يرى المالكية أنه إذا كان العوض أو المكافأة المقررة نظير الفسخ تختلف عن قيمة العقد الأصلى فهذا يدل على أنه اتفاق مستقل (بمثابة عقد بيع مستقل عن العقد الأول)، وبالتالي تقرير مقابل له أمر لا حرج فيه.

٢/ حكم عقود الأسهم المستقبلية (حكم تأجيل تسليم الأسهم والثمن):

وتقوم هذه الصورة على تأخير تسليم الأسهم المتفق على بيعها وكذلك ثمنها إلى المستقبل، وتدخل هذه المعاملة فى حكم بيع الدين بالدين.

وقد اختلف الفقهاء فى حكم هذه المسألة إلى رأيين، وذلك على التفصيل التالى:

(٢٩٧) راجع: أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد بن عبد البر بن عاصم الشري القرطبي، الكافي فى فقه أهل المدينة، مكة الرياض الحديثة، الرياض -

المملكة العربية السعودية، الطبعة: الثانية، ١٤٠٠/١٩٨٠م، الجزء الثانى، ص ٧٣٣.

الرأى الأول: ذهب جمهور الفقهاء (الشافعية(٢٩٨) والحنابلة(٢٩٩) وابن المنذر(٣٠٠)) على منع بيع الدين بالدين(٣٠١)، مثل أن يبيع شخص سيارة موصوفة فى ذمته بثمن معلوم، على أن يتأجل تسليم المبيع ودفع الثمن إلى وقت معلوم.

وقد استدلوا على ذلك بالأدلة الآتية:

١/ السنة: أستدلوا بما رواه عبد الله بن عمر رضى الله عنهما، أن النبي صل الله عليه وسلم نهى عن بيع الكالئىء بالكالئىء(٣٠٢). كما أستدلوا أيضا بما أخرجه البخارى ومسلم فى صحيحيهما عن ابن عباس رضى الله عنهما أن النبي صل الله عليه وسلم عندما قدم المدينة وقد كان يسلفون بالثمر السنئين والثلاث، فقال " من أسلف فى شئ ففى كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم"(٣٠٣).

٢/ المعقول:

أ/ أن فى تأجيل المبيع والثمن خروج على الأصل؛ وهو قبض العوضين أو أحدهما عند التعاقد.

ب/ أن فيه شغل لذم المتعاقدين دون جدوى.

(٢٩٨) راجع: محمد بن إدريس الشافعى القرشى المطبى أبو عبد الله، الأم (ط. الوفاء)، حققه رفعت فوزى عبد المطلب، دار الوفاء، المجلد ١٤٢٢، ٤ - ٢٠٠١، ص ٣٠.

(٢٩٩) راجع: أبو محمد موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة الجماعلى المقدسى، المغنى لابن قدامة، مرجع سابق، ص ٥١.

(٣٠٠) راجع: أبو بكر محمد بن إبراهيم بن المنذر النيسابورى، الإجماع لابن المنذر، تحقيق نؤاد عبد المنعم أحمد، دار المسلم للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ١٤٢٥ هـ - ٢٠٠٤ م، ٩٢.

(٣٠١) راجع: محمد بن محمد المختار الشنقيطى، شرح زاد المستنقع، محاضرة رقم ٤١٧، محاضرات متاحة على الموقع الالكترونى التالي:

<http://shamela.ws/index.php/book/7696>

(٣٠٢) رواه إسحاق واليزار بإسناد ضعيف.

(٣٠٣) راجع: أبو بكر أحمد بن الحسين بن على البيهقى، كتاب السنن الكبرى - كتاب البيوع - جماع ابواب السلم، (ط. العلمية)، تحقيق:

محمد عبدالقادر عطا، دارالكتاب العلمية، ١٤٢٤-٢٠٠٣، رقم ١٠٧٨٧.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثانى

ج/ أن تأجيل الثمن والمبيع فيه من الفساد والظلم، بما قد يفضى إلى الخصومة، وهو أمر محظور شرعاً.

الرأى الثانى: وإليه ذهب المالكية (٣٠٤)، حيث رآو جواز بيع بعض صور الدين بالدين. وأستدلوا على ذلك بأن النبي صل الله عليه وسلم أشتري الجمل عن جابر بن عبد الله رضى الله عنهما وبقاء الجمل فى ذمته، والثمن فى ذمة النبي.

الرأى الثالث: وإليه ذهب فريق من الحنفية، حيث رآو أن المنع ينصرف إلى مبادلة دين بدين إذا تعلق الأمر بالأصناف الربوية فقط، لحديث النبي صل الله عليه وسلم " الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد".

ويتضح وفقاً للرأى الثالث، أن بيع الأسهم دينا بدين لا يدخل فى عموم لفظ الحديث السابق.

- حكم بيع الأسهم قبل إستلامها:

اختلف فقهاء الشريعة الإسلامية فى بيان حكم هذه المسألة لآراء عدة، نذكر أشهرها على التفصيل التالى:

الرأى الأول: وقال به بعض الأحناف والشافعية ورواية عن الإمام أحمد بن حنبل، إلى عدم جواز بيع أى شىء قبل قبضه مطلقاً.

وقد استدلوا على صحة ما قالوا، بحديث بن عمر رضى الله عنهما أنه قال (ابتعت زيتاً فى السوق، فلما استوجبتة لقينى رجل فأعطانى به ربحاً حسناً، فأردت أن أضرب على يديه، فأخذ رجل من خلفى بذراعى، فألثقت إليه، فإذا زيد بن ثابت

(٣٠٤) راجع: أبو الوليد محمد بن أحمد بن محمد بن رشد القرطبي، بداية الجهد ونهاية للمتصد، دار الحديث - القاهرة، المجلد الثاني، ١٤٢٥ هـ -

فقال: لا تبعه حيث ابتعته حتى تحوزه إلى رحلك، فإن رسول الله صل الله عليه وسلم نهى أن تباع السلع حيث تبتاع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم) (٣٠٥).

الرأى الثانى: وقال به بعض الاحناف (٣٠٦)، حيث ذهبوا إلى أنه لا يجوز بيع شىء قبل قبضه باستثناء العقار.

وقد دللوا على صحة رأيهم بالوقوف على الحكمة من بيع الشىء قبل قبضه، وهى انفساخ العقد بسبب هلاك الشىء المبيع قبل التسليم، الأمر الذى يمثل غرر فى كل الأشياء فيما عدا العقار؛ مثل الأرض لأنها لا تهلك من وجهة نظرهم.

الرأى الثالث: وإليه ذهب المالكية (٣٠٧) والظاهرية، أنه لا يجوز بيع الطعام قبل قبضه، إذا أشتري بكيل أو وزن أو عدد، أما ما عدا الطعام فيجوز بيعه قبل قبضه (٣٠٨).

وقد أستدلوا على صحة قولهم بحديث عبد الله بن عمر رضئ الله عنهما، أن رسول الله صل الله عليه وسلم قال (من ابتاع طعامًا فلا يبيعه حتى يستوفيه): فظاهر الحديث لم يخص بالمنع إلا الطعام فقط، فيدل على أن غيره بخلافه (٣٠٩).

(٣٠٥) راجع: سليمان بن الأشعث الحسنان الأزدى، سنن ابن داود - كتاب الاجارة - باب فى بيع الطعام قبل ان يستوفى، تحقيق: محمد عبد الحميد، المكتبة العصرية، صيدا - بيروت، بدون تاريخ نشر، رقم ٣٤٩٩.

(٣٠٦) راجع: علي بن أبي بكر بن عبد الجليل الفرغانى المرغينانى، الهداية فى شرح بداية المبتدى، حققه: طلال يوسف، دار احياء التراث العربى - بيروت - لبنان، المجلد ٣، (بدون تاريخ نشر)، ص ٦٥.

(٣٠٧) راجع: شمس الدين أبو عبد الله محمد بن محمد بن عبد الرحمن الطرابلسى المغربى، مواهب الجليل فى شرح مختصر خليل، دار الفكر، الطبعة الثالثة، المجلد ٦، ١٤١٢ هـ - ١٩٩٢ م، ص ٤٤٢.

(٣٠٨) راجع: علي بن أحمد بن سعيد بن حزم الأندلسى أبو محمد، المحلى بالآثار (ط. العلمية)، المجلد ٨، مرجع سابق، ص ١٨٠.

(٣٠٩) راجع: أبو بكر أحمد بن الحسين بن علي البيهقى، كتاب السنن الكبرى - كتاب البيوع - باب جماع المزانية، رقم: ١٠٤١٠.

٣/ حكم التعامل بعقود مبادلات عوائد الأسهم:

يظهر التعامل بعقود المبادلات في مجال الأسهم في صورة الإتفاق بين طرفين على مبادلة كل منها الآخر بمعدل العائد من الأسهم بعد قبضه. أى أن المبادلة والمقايضة فيما بينهما لا تتم على أصل السهم، وإنما على ما يدره من عوائد وفقاً لأداء أو مؤشر كل سهم.

ويأخذ حكم التعامل بعقود مبادلات عوائد الأسهم ذات الحكم المقرر لعقود مبادلة الدين بالدين^(٣١٠) التي سبق الحديث عنها.

ثانياً/ موقفاً للفقهاء الإسلاميين المعاصرين من مشروعية عقود مشتقات الأسهم:

٤٢- بنى الفقه المعاصر رأيه بخصوص مشروعية عقود مشتقات الأسهم على مبررات وأسانيد مختلفة عما كان عليه حال فقهاء المذاهب الفقهية الشهيرة. كما أنهم اختلفوا فيما بينهم أيضاً حول مشروعية عقود مشتقات الأسهم، وذلك على التفصيل التالي:

الرأى الأول/ إعتبار التعامل في عقود مشتقات الأسهم من قبيل القمار المحرم شرعاً:

ذهب أصحاب هذا الرأى إلى عدم جواز التعامل بعقود مشتقات الأسهم جميعاً، لأنهم أوجبوا الإلتزام بالعقود المقررة في القرآن والسنة والإجماع فقط، وأن ما عدا ذلك من عقود لا يجوز التعامل بها. وأستدلوا على ذلك بمجموعة من الأدلة منها القرآن والسنة والمعقول، وذلك على التفصيل التالي:

١/ القرآن الكريم:

قوله تعالى " تلك حدود الله فلا تعتدوها ومن يتعد حدود الله فأولئك هم الظالمون" (٣١١).

(٣١٠) مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص ١١٢٦.

(٣١١) سورة البقرة، الآية رقم (٢٢٩).

فقد رأى أنصار هذا الإتجاه أن العقود تعد من الحدود التي بينها الله تعالى، والتي لا يجوز أن تزيد عليها أو أن تنقص، لأن ذلك يعد تجاوزاً لحدود الله.

وقد تم الرد على هذا الرأي، بأن إستدلالة في غير موضعه، حيث أن الآية السابقة جاءت في نهاية الحديث عن أحكام الطلاق، وليست في مجال العقود والمعاملات.

كما قيل بأن هذه العقود تعد من قبيل أكل أموال الناس بالباطل^(٣١٢)، لقول الحق تبارك وتعالى " ولا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل" (٣١٣).

ويرد على ذلك بأن عقود مشتقات الأسهم تقوم على التراضي بين أطراف العقد حول كافة شروطه وأحكامه، وهو ما يجعل الإستدلال السابق في غير موضعه.

٢/ السنة المطهرة:

أستدل القائلون بعدم مشروعية التعامل بعقود مشتقات الأسهم بالعديد من الأحاديث النبوية الشريفة، وهي:

أ/ أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الغرر، بقوله " لا تبع ما ليس عندك" (٣١٤)، وذلك لعدم وجود المبيع لدى البائع وقت التعاقد.

ب/ أن من الشروط التي منعتها الشريعة الإسلامية، الجمع بين البيع والقرض في عقد واحد، لأن هذا الجمع يثير شبهة الربا، فقد جاء عن النبي محمد صلى الله عليه وسلم " لا يحل سلف وبيع" (٣١٥).

ج/ قوله صلى الله عليه وسلم " من أحدث في أمرنا هذا ما ليس فيه فهو رد" (٣١٦). وقد أستشهد أنصار هذا الإتجاه بهذا الحديث، أن كل عمل لم يقره

(٣١٢) د. عبد الحميد محمود البلي، للمشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، مرجع سابق، ص ٣٨.

(٣١٣) سورة البقرة (الآية ١٨٨).

(٣١٤) راجع سنن أبو داود (٢/٢٤٧).

(٣١٥) رواه الإمام أحمد في (مسند المكرين من الصحابة)، (مسند عبد الله بن عمرو بن العاص)، برقم: ١٦٦٣٣، والترمذي في (اليوغ)، باب (ما جاء في كراهية بيع ما ليس عندك)، برقم: ١٢٣٤، والنسائي في (اليوغ)، باب (بيع ما ليس عند البائع)، برقم: ٤٦١١.

(٣١٦) أخرجه الدرناطني (الأفضية والأحكام وغير ذلك)، وابن ماجه (سنن ابن ماجه - الملقمة)، وأبي داود في سننه، وصحيح مسلم (الأفضية). مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني.

الشرع فهو باطل ومردود، وأن هذا النص يتسم بالعموم على النحو الذي يجعل عقود مشتقات الأسهم داخلة فيه.

د/ تم الاستدلال أيضًا بما روى عن الليث أنه قال: حدثني يونس عن ابن شهاب، قال عروة، قالت عائشة رضي الله تعالى عنها أن بريرة دخلت عليها تستعينها في كتابتها وعليها خمسة أواق نجمت عليها في خمس سنين. فقالت لها عائشة ونفست فيها رأيت إن عدت لهم عدة واحدة أبييعك أهلك فأعتقك فيكون ولاؤك لي. فذهبت بريرة إلى أهلها فعرضت ذلك عليهم فقالوا لا إلا أن يكون لنا الولاء. قالت عائشة فدخلت على رسول الله صلى الله عليه وسلم فذكرت ذلك له، فقال لها رسول الله صلى الله عليه وسلم أشتريها فأعتقها فإنما الولاء لمن أعتق ثم قام رسول الله صلى الله عليه وسلم، فقال: ما بال رجال يشترطون شروطا ليست في كتاب الله، من أشتراط شرطاً ليس في كتاب الله فهو باطل، شرط الله أحق وأوثق" (٣١٧).

٣/ المعقول:

أستدل أصحاب هذا الإتجاه بمجموعة من الأدلة الشرعية والإقتصادية، وذلك على التفصيل التالي:

أ/ ذهب مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته السابعة إلى أن عقود خيارات الأسهم من العقود المستحدثة التي لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة. وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الإعتياض عنه، فإنه عقد غير جائز شرعاً. وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداءً، فلا يجوز تداولها (٣١٨).

ب/ إن عقود خيارات الأسهم لا تتعقد من الناحية الشرعية، لعدم تحقق تسليم الثمن والشئ المثمن وقت العقد، بل يتم تأخير الأمرين. وأن سبب عدم الجواز من وجهة نظرهم لا يعود إلى خيار الشرط (لأنه أمر جائز من وجهة نظرهم)، وإنما يعود إلى عدم تحقق أركان العقد، بالإضافة إلى أن إشتراط التنازل عن جزء من المال

(٣١٧) راجع صحيح البخاري، كتاب المظالم، رقم (٢٤٢١).

(٣١٨) مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي للمقعد في دورة مؤتمره السابع، حدة المملكة العربية السعودية، مجلة المجمع، قرار رقم ٦٢ (١/٧) بشأن الأسواق المالية، ٧-١٢ ذي القعدة ١٤١٢ الموافق ٩-١٤ مايو ١٩٩٢م.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

(المكافأة التي تدفع في حالة عدم تنفيذ الخيار) دون أن يرتبط ذلك بتحقق ضرر فعلي، أمر لا يجوز^(٣١٩).

ج/ كل عقد لم يرد عليه دليل من الشرع فهو مخالف أو متجاوز لحدود الشريعة، ومن ثم لا يجوز التعامل به (٣٢٠).

د/ عدم تعلق هذه العقود بعمليات تتصل بحاجة المؤسسات والإنتاج، فهي محض مراهنات على فروق الأسعار^(٣٢١).

ذ/ أن بيع مشتقات الأسهم هو من قبيل بيع المعين، وبيع المعين لا يجوز أن يؤجل. وبما أن تسليم الأسهم في العقود المستقبلية مؤجل، فإنه لا يجوز التعامل عليها.

ر/ إذا كان البائع لا يملك الأسهم التي قام ببيعها وقت البيع، فإنه يبيع ما لا يملك، وهو الأمر المنهي عنه شرعاً.

س/ أن تأجيل الثمن والمثمن في عقود مشتقات الأسهم المستقبلية أمر لا يجوز، لأنه من قبيل بيع الدين بالدين.

ش/ إنتهاء عقود مشتقات الأسهم المستقبلية بالتسوية النقدية بين المتعاقدين، هو من قبيل القمار الظاهر^(٣٢٢).

ص/ أن هذه العقود صوربة، لأنها لا تنطوي على بيع حقيقي بقصد التمليك والتملك. والصوربية تبطل العقد في أحكام الفقه الإسلامي، لأنها من الحيل الممنوعة شرعاً.

ض/ أن هذه العقود محض مراهنات، تهدف إلى التعاقد على نقل المخاطر، وليس نقل الأصول المالية^(٣٢٣).

(٣١٩) راجع: د. علي عي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة، العدد السابع، (بدون تاريخ نشر) ص ١٧٧.

(٣٢٠) د. هشام السعدي خليفة بلوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٣١.

(٣٢١) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إثارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٥٥.

(٣٢٢) د. أحمد عبد خليل الاسلامي، العقود للمستقبلية والشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٠٥.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ع/ أن عقود مشتقات الأسهم تتضمن شروط مخالفة لمقصود العقد، مثل البيع الذي يسقط حق المشتري في تملك المبيع، حيث أن مثل هذا الشروط تجعل العقد صورياً (٣٢٤).

غ/ أن الشريعة الإسلامية وضعت بدائل للمعاملات المحرمة. فقد حرم الله الربا وفي المقابل أحل البيع الآجل، وحرم القمار وأحل المسابقات المشروعة.

ر/ أن التعامل في عقود مشتقات الأسهم ينطوي على العديد من الأضرار الاقتصادية التي تتسبب في ظلم العباد؛ أهمها (٣٢٥): حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الأصول المالية بشكل غير مسوغ بأسباب اقتصادية تدعمه، وهو ما تسبب بدوره في حدوث إنهيارات شديدة في السوق. كما أنها أدت إلى حدوث تقلبات في السيولة الناتج عن كثرة المضاربات^(٣٢٦)، وهو ما نجم عنه سوء توزيع الموارد المالية^(٣٢٧).

(٣٢٣) د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعدي، المضاربة والقمار في الأسواق المعاصرة - تحليل اقتصادي وشرعي، مرجع سابق، ص ٢٥.

(٣٢٤) د. يوسف الشيلي، مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات للمعاصرة، دورة أقيمت في حفر الباطن لعام ١٤٢٦ هـ، ص ١٤. بحث متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.shubily.com/books/tatbiqat.pdf>

(٣٢٥) د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعدي، المضاربة والقمار في الأسواق المعاصرة - تحليل اقتصادي وشرعي، مرجع سابق، ص ٢٨.

(٣٢٦) وفي بيان لأهم صور الخسائر التي تعرضت لها الشركات الكبرى على أثر المضاربة في عقود المشتقات، ما يلي:

١/ بلغت خسائر شركة Procter & Gamble الأمريكية المتخصصة في السلع الاستهلاكية نحو ١٠٢ مليون دولار في أبريل عام ١٩٩٤ بسبب دخولها مرهنة كبيرة على أسعار الفائدة.

٢/ وصلت خسائر شركة كاشيما أوپل اليابانية نحو ١,٥ مليار دولار بسبب للتجارة في عقود سعر الصرف.

٣/ وصلت نسبة خسائر الشركة الألمانية Metallgesellschaft ما يزيد على ١,٤ مليار دولار بسبب المضاربة.

٤/ بلغت الخسائر التي منيت بها شركة paine Webber المتخصصة في إدارة الأوراق المالية نحو ٢٦٨ مليون دولار بين شهري يونيو وسبتمبر ١٩٩٤.

٥/ تجاوزت خسائر أحد بنوك الإستثمار الأمريكية Kidder Peabody ما يقرب من ٤ مليون دولار بسبب للتجارة في المشتقات خلال أغسطس ١٩٩٤.

وقد صدر بشأن المشتقات المعيار الشرعي لأيووفي^(٣٢٨) رقم (٢٠) تحت عنوان "بيوع السلع في الأسواق المنظمة"، حيث نظم هذا المعيار حكم التعامل على عقود المشتقات بشكل عام وبدائلها الشرعية في البند (٥)(٣٢٩):

١/ عقود المستقبلية وبدائلها الشرعية:

وقد جاء في هذا المعيار أن عقود المستقبلية لا يجوز شرعاً التعامل بها سواء بإثباتها أم بتداولها. وأوصى ببدائلها الشرعية كالبيع الآجل وهو الذي يعجل فيه تسليم المبيع، ويؤجل الثمن إلى موعد محدد. وقرر أنه لا مانع من زيادة الثمن ضمناً فيه عن الثمن في البيع الحال، بشرط عدم زيادته بعد العقد، أو بيع السلم وهو الذي يعجل فيه تسليم الثمن ويؤجل فيه تسليم المبيع الموصوف بدقة إلى موعد محدد.

٦/ تعرض بنك بارينجز الإنجليزي الشهير إلى الإفلاس بسبب تعامله بالمشتقات، وهو ما تسبب في إحداث هزة عنيفة لأسواق المال البريطانية والأسبوية. ولم تتمكن البنوك البريطانية من إنقاذه بسبب صعوبة الوقوف على حجم الخسائر الخاصة بالعقود الآجلة المعلقة. كما قدرت قيمة الخسائر على أثر هبوط أسعار الأسهم والسندات في طوكيو ما يزيد عن ٨٠٠ جنية استرليني.

٧/ أصيبت شركة Air products and Chemicals بخسائر بلغت ٦٠ مليون دولار بسبب المضاربة على أسعار الفائدة.

٨/ تعرض بنك هانغ لانج للإفلاس وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماته بسبب للضاريات. وقامت الحكومة بالتدخل لإنقاذه. راجع: د. صميم عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٤٧.

(٣٢٧) ويستدل البعض على ذلك بما أحدثته المشتقات المالية من انخفاض مؤشر داو جونز "Dow Jones" عام ١٩٢٩، حيث هبط بمقدار ٢٨ نقطة بنسبة ١٣%، وقد استمر هذا الانخفاض في اليوم التالي بمقدار ٣٠ نقطة بنسبة ١٢%، وفي ١٩ أكتوبر ١٩٢٧ تسببت المشتقات في حدوث آثار أكثر تدميراً، حيث انخفض مؤشر "Dow Jones" بمقدار ٥٠٨ نقطة، لتصل نسبة الخسائر إلى ٢٢%، وعلى أثر هذه الأحداث تم إغلاق معظم البورصات العالمية في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية وفتح كونج. د. صميم عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٦٥.

(٣٢٨) وتشير كلمة أيوفي AAOIFI إلى الهيئة المحاسبية وللإحاطة للمؤسسات المالية الإسلامية، والتي كانت مسبقاً الهيئة المحاسبية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، (الهيئة). وقد تأسسها في الكويت عام ١٩٩٠م الموافق ٢٦ فبراير ١٩٩٠م في الكويت. وقد تم تسجيلها في قيد دولة البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسمى بالربح، وذلك بتاريخ ١١ رمضان ١٤١١م الموافق ٢٧ مارس ١٩٩١م.

(٣٢٩) راجع المعايير الشرعية لأيووفي على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://aaoifi.com/standard/sha>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٢/ عقود الخيارات وبدائلها الشرعية:

وقد قرر هذا المعيار أيضًا عدم جواز إنشاء عقود الخيارات أو تداولها. وطرح بعض بدائلها الشرعية، مثل إبرام العقد على موجودات معينة يجوز بيعها شرعاً، مع دفع جزء من الثمن عربوناً، على أن يكون للمشتري حق الفسخ خلال مدة معينة، نظير استحقاق البائع مبلغاً لعربون في حال استخدام المشتري حق الفسخ ويجوز نقله مرة واحدة.

وإبرام العقد على السلع نفسها مع اشتراط الخيار لإثبات حق الفسخ لأحد العاقدين أو لكليهما خلال مدة معلومة، وخيار الشرط هذا غير قابل للتداول. إصدار وعد ملزم من مالك الموجودات بالبيع، أو وعد ملزم من الراغب في التملك بالشراء، دون مقابل للوعد، وهذا الوعد غير قابل للتداول.

٣/ عقود المبادلات المؤقتة وبدائلها الشرعية:

قرر أيضًا هذا المعيار أن عمليات المبادلات المؤقتة لا تجوز على النحو الذي يتم عليه العمل في أسواق السلع.

وأن من بدائلها الشرعية لعمليات المبادلة المؤقتة، والتي تتمثل في إصدار وعد ينمن طرفي المعاملة، أحدهما يعد بشراء بضاعة بعملة معينة، والوعد الآخر لشراء بضاعة بعملة أخرى. أو يعد أحدهما بشراء بضاعة بالتكلفة وهامش ربح ثابت، والآخر بشراء بضاعة بالتكلفة وربح متغير.

الإتجاه الثاني/ إعتبار التعامل في عقود مشتقات الأسهم من قبيل المضاربة الجائزة شرعاً:

٤٣- وعلى صعيد مقابل تبني جانب من الفقه الإسلامي وبعض خبراء المال والاقتصاد المهتمين ببحث مشروعية هذه العقود إلى القول بجواز التعامل بعقود مشتقات الأسهم، تأسيساً على أن الأصل في العقود الإباحة. ومن ثم يجوز للأفراد إستحداث العقود التي يرونها محققة لمصالحهم (بما في ذلك عقود مشتقات الأسهم) مادامت لا تخالف أحكام الشرع. وقد أستعان هذا الرأي بالعديد من الأدلة لإثبات صحته، كان أهمها:

١/ القرآن الكريم:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

أ/ قال تعالى " يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود". وقد رأوا أن هذه الآية أرست مبدأ القوة الملزمة للعقد، حيث يجب لمن ألتزم أن يوفي، حفاظاً على إستقرار المعاملات.

ب/ الأصل والقاعدة فى العقود عدم التحريم، لأنها من باب الأفعال العادية. وأستدلوا على ذلك بقول الحق تبارك وتعالى " وقد فصل لكم ما حرم عليكم". فهذه الآية جاءت عامة فى العبادات والمعاملات، وليس هناك فى الشرع ما يقطع الدلالة فى تحريم جنس العقود. فإنتفاء دليل التحريم يشير بالضرورة إلى الجواز والإباحة، فثبت بالإستصحاب جواز إستحداث العقود.

ج/ أن أساس العقود الشرعية التراضي بين الأطراف، لقول الحق تبارك وتعالى " يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم". وقد تم الإستدلال بهذه الآية على أن التراضي هو أساس العقود المستحدثة، ومن ثم يجب الإلتزام به، ما دام لم يخالف قواعد الشريعة الإسلامية.

٢/ السنة المطهرة:

أستدل هذا الإتجاه ببعض الأحاديث النبوية الشريفة، أهمها:

أ/ قوله صلى الله عليه وسلم " أربع من كن فيه كان منافقاً خالصاً ومن كانت فيه خلة منهن كانت فيه خلة من نفاق حتى يدعها، إذا حدث كذب، وإذا عاهد غدر، وإذا وعد أخلف، وإذا خاصم فجر". والملاحظ أن هذا الحديث قد تم الغادر الذي لا يفي بما وعد أو عاهد، ومن ثم يجب على كل شخص ألتزم أن يفي بما ألتزم به (بما فى ذلك عقود المشتقات).

ب/ أنه على الرغم من أن النبي صلى الله عليه وسلم قد نهى عن بيع الغرر، إلا أن الأحناف قد حاولوا التخفيف من غلواء هذا الأمر، بإشتراط أن يكون البائع قادر على التسليم وقت التعاقد كشرط لصحة العقد. كما يجب أن يكون المبيع معين تعين ناقي للجهالة، لأن بيع المجهول جهالة تثير النزاع أمر منهى عنه^(٣٣٠).

(٣٣٠) د. عبد الحميد محمود البعلبي، للشتقات المالية فى الممارسة العملية وفى الرؤية الشرعية، مرجع سابق، ص ٢٨.

٣/ المعقول:

تم الإستشهاد على صحة الرأي السابق بمجموعة من الأدلة الشرعية والإقتصادية، وذلك على التفصيل التالي^(٣٣١):

١/ أن الحنابلة خلافاً للجمهور أجازوا عقود خيار البيع بالعربون خاصة إذا تعلق الأمر بعقد خيار للمشتري^(٣٣٢).

٢/ عدم وجود دليل واضح وقاطع على حرمة التعامل في عقود مشتقات الأسهم.

٣/ أن مشكلة التملك والتملك لا تنطبق على كل عقود خيارات الأسهم.

٤/ أن هذه العقود يمكن أن تحقق مصلحة أكبر من المفسدة أو الضرر الذي يقع.

٥/ من اللازم وجود سوق مالية إسلامية فاعلة تمتلك أدوات لإدارة المخاطر المالية.

٦/ يري بعض خبراء الإقتصاد^(٣٣٣) أن أدوات المشتقات المالية لا تعد من قبيل أدوات القمار، ولكن التجارة في المشتقات تعطي فرصة للتقمار أو شيء من المضاربية، وهو ما يؤدي إلى خلق قيمة حقيقية للسوق. ويؤكدون على هذا الرأي بأن أدوات المشتقات المالية تلعب دوراً بالغ الأهمية في التحوط وإدارة المخاطر، وأنه بدون المشتقات لن تتمكن المشروعات الإقتصادية من تعهد المشروعات

(٣٣١) د. إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، مرجع سابق، ص ٦.

(٣٣٢) راجع: د. محمد عبد الغفار الشريف، بحوث فقهية معاصرة، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، ١٤٢٠-١٩٩٩، ص ٩٧.

-وقد أعترض بعض الفقه على تشبيه عقد الخيار بالبيع بالعربون، وذلك لأن الأخير بيع يقع في الحال، وذلك على خلاف خيار الشراء الذي يعد عقد موحد فيه تسليم العوضين. يضاف لذلك، أن الباعث على البيع بالعربون هو إشارة أو علامة على الرغبة في البيع، كما أن البائع يقبل العربون لحمل المشتري على المضي في العقد، وهذه أمور مغايرة للباعث في عقد خيار الأسهم، حيث يكون التحوط ضد تغير الأسعار. أما فيما يتعلق بالقول أن عقد خيار الأسهم يشبه إشتراط المنة في عقد البيع، فهو معترض عليه، وذلك لأن للمشتري لم يعلق شراء الأسهم على هبة البائع مطلقاً من المال، ودليل ذلك، أن البائع قد ينفذ ما تم الإتفاق عليه، فلا يدفع شيء. أنظر: المرجع السابق، ذات الموضوع.

(٣٣٣) راجع:

Robert W. Kolb James A. Overdahl, Financial derivatives, Third edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003, pp336, p20.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والإقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الكبرى. فلو أن شركة لصناعة السيارات سعت لإنشاء كيان لها على مستوى أوروبا، فإنها لن تتمكن من إقامة هذا المشروع بنجاح إلا إذا كان لديها أدوات لإدارة المخاطر وتوفير المعلومات، كما تفعل المشتقات المالية^(٣٣٤). وبالتالي فإن تداول المشتقات سوف يساعد الوكلاء الإقتصاديين على إكتشاف الأسعار. يضاف لكل ذلك، أن سوق المشتقات المالية تسمح بعمليات البيع على المكشوف Short sale^(٣٣٥)، مما يكسب هذه السوق مرونة في التعامل.

٧/ أن الأزمة المالية العالمية التي وقعت في أكتوبر ١٩٨٧ دفعت العديد من المساهمين إلى طلب الحماية لأسهمهم بالإعتماد على مشتقات الأسهم Equity Derivatives. فرغم كل ما لها من مخاطر^(٣٣٦)، إلا أنهم وجدوا فيها الوسيلة المناسبة لحماية أسهمهم من التقلبات التي تطرأ على أسعارها^(٣٣٧). وأن أحداث الإنهيار التي وقعت في الأسواق المالية لا تعود الى المشتقات المالية، وأن تحميلها المسئولية هو من قبيل البحث عن كبش فداء. وأنه في الحالات التي وقعت فيها بعض الأزمات والكوارث لم يكن بسبب المشتقات، ولكن بسبب سوء إدارتها^(٣٣٨).

(٣٣٤) وتساعد عقود مشتقات الأسهم المتعاقدين في الحصول على المعلومات حول توقعات التجار عن الأسعار المستقبلية، وذلك بالنظر إلى أنهم لا يرمون هذه العقود إلا بعد دراسة كافة المعلومات الغمضة بهذه العقود، ودراسة مختلف التوقعات المستقبلية للسعر الحاضر. د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٦٥.

(٣٣٥) وقد حرصت اللجنة الفنية التابعة للمنظمة الدولية لتنظيم الأوراق المالية على وضع مجموعة من الشروط والقواعد لحاكمة لعمليات البيع المكشوف، بما يوفر لها الضمانات الكافية والناجزة في هذا الخصوص.

Regulation of short selling, International organization of securities commissions, Final Report, June 2009, p6, available at:<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>

Don M. Chance - Robert Brooks, an Introduction to Derivatives and Risk Management, op.cit, p1.

(٣٣٦) راجع:

Paul H. Kupiec, Margin Requirements, Volatility, and Market Integrity: What have we learned since the Crash?, op.cit, p5.

د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٦٥.

(٣٣٨) راجع:

Don M. Chance - Robert Brooks, an Introduction to Derivatives and Risk Management, op.cit, p1.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الأول - ٢٠١٠ - المجلد الثاني.

٨/ يري جانب من المؤيدين لدور مشتقات الأسهم أنها وسيلة ناجعة لتمكين المستثمر من إدارة مخاطر الإستثمار. فكثير من المستثمرين يتجنبون الدخول في مشاريع معينة بسبب مخاطرهما، ويجدون في سوق المشتقات ضالتهن المنشودة، في نقل المخاطر من شخص لآخر دون حاجة إلى بيع الأصول محل التعاقد^(٣٣٩). ومثال على ذلك؛ لو أن أحد المستثمرين في الأسهم قام بشراء ١٠ أسهم في السوق الحالي بسعر ١٠٠٠ جنيه ليقوم ببيعه في المستقبل (بعد ٦ أشهر) بـ ١٢٠٠، تجنباً لإنخفاض الأسعار في هذا التاريخ. وقد أكد صندوق النقد الدولي على هذه المسألة، بالقول بأن المشتقات تلعب دوراً كبيراً في نقل إدارة المخاطر^(٣٤٠).

٩/ يري البعض أن أغلب العقود وجدت للحاجة والمصلحة، وليس للعبادة. فقد تم إقرار هذه العقود قبل إقرار الشرع لها، لتحقيق مصالح الأفراد. ثم جاء الشرع ليضع لها الضوابط الكفيلة بضمان منع الغش والإضرار. الأمر الذي يرى معه البعض بجواز قيام الأفراد بإنشاء العقود التي تدعوهم الحاجة لإنشائها متى كانت لا تتعارض مع أسس الدين وقواعده^(٣٤١).

١٠/ إذا جاء العمل مخالفاً لأمر الشرع فهو غير مقبول بالإجماع. أما إستحداث العقود فلا يمثل من حيث الأصل خروجاً عن قواعد الشرع؛ مادام العقد الجديد لا يخالف مقتضيات الشريعة الإسلامية الغراء.

١١/ أن أصحاب الإتجاه الأول أخطأوا في فهم الحديث، فليس من المعقول أن الشروط الواردة في العقود وليست موجودة في كتاب الله أنها باطلة، وإنما معناه أن يبطل إذا كان مخالفاً لما في كتاب الله. كما لو كان شرطاً يحل حرماً أو يحرم حلالاً.

(٣٣٩) راجع:

Ibid.

(٣٤٠) راجع:

Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics Washington,

op. cit, p2.

(٣٤١) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهاء اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٤٤- رأينا الخاص:

لا مراءى فى أن الحديث عن مشروعية عقود مشتقات الأسهم هى من أكثر الإشكاليات التى تعترض التعامل فى هذه العقود، وهو ما بدى واضحا جليا فى ضوء كم الآراء والإختلافات الفقهية والتشريعية التى تناولت هذا الأمر، والتى على الرغم من وجهة التبريرات التى بنيت عليها، إلا أنها لم ترقى إلى الحد الذى يدفعنا إلى الإنتصار المطلق لأحدهما.

ولعل الإختلاف بين الآراء السابقة حول مشروعية عقود مشتقات الأسهم مرده إلى تغيير نظرة التعامل على القمار، وإنحسار مفهومه لحساب مفهوم المضاربة. فإذا كانت الديانات السماوية قد تواترت على تحريم كل أشكال القمار، لأنه يعد من قبيل أكل أموال الناس بالباطل، إلا أن هيمنة النظريات الرأسمالية بعد الحرب العالمية الثانية أدى إلى تغيير النظرة تجاه التعامل مع(القمار)، خاصة بعد أن تغيرت تماما نظرة وفلسفة المتعامل معه، وأصبح ينظر إلى فوائده الإقتصادية ويغض الطرف عن الجوانب اللاأخلاقية له^(٣٤٢). حيث رأى الإقتصاديون أن المقامر شخص يسعى إلى زيادة ثروته وتحسين وضعه الإجتماعى، كما أنه شخص شجاع يسعى إلى تحمل المخاطر والتعامل معها. وقد وصل الأمر إلى حد أن أعترفت التشريعات القانونية بمشروعية التعامل فى القمار؛ خاصة فى كندا والولايات المتحدة الأمريكية (٣٤٣). والملاحظ أن المؤسسات المصرح لها التعامل فى القمار استطاعت أن تعيد تشكيل العديد من قيم المجتمع الأمريكى المعاصر، خاصة على صعيد العلاقة العكسية بين التعامل فى القمار، والتمسك بالقيم الأخلاقية والسلوكية. وقد تبين أن القمار المعاصر فى الولايات المتحدة

(٣٤٢) وقد أعلن جويج سوروس فى لجنة البنوك الامريكية عام ١٩٩٤ أن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها فى الأساس بغرض تمكين بعض المؤسسات من القامرة، وإن لم يكن يسمح لهذه المؤسسات ان تمارس مثل هذا العمل من قبل. راجع:

Thomas C. Singher, Regulating Derivatives: Does Transnational Regulatory Cooperation Offer a Viable Alternative to Congressional Action, op.cit, p1434.

(٣٤٣) راجع:

Garry J. Smith, Pools, Parlays, and Point Spreads: A Sociological Consideration of the Legalization of Sports Gambling, Sociology of Sport Journal, Volume: 7 Issue: 3, 1990, Pages: 271-286, ; Jerry Brito, and others, Bitcoin financial regulation: securities, derivatives, prediction markets, and gambling, the Columbia science & Technology law review, vol. xvi str. Org, FALL 2014, p150.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الثاني

الأمريكية أصبح نشاطاً قانونياً مريحاً، يحظى بقبول المجتمع الأمريكي، وقد تم هذا على أثر نجاح الرأسمالية في الزحف على العديد من القيم الأخلاقية. حيث تغيرت قيم الإدخار وزيادة تراكم رأس المال إلى متعة الإستهلاك وإستعراض المهارات والإنفاق على موائد القمار (٣٤٤).

والملاحظ في ضوء إستقراء الآراء السابقة أن العقبة الشرعية التي تعترض التعامل في عقود مشتقات الأسهم والتي دعت إلى وصفها بالقمار، تتمثل في حالة عدم التأكد التي تسيطر على إبرام العقد وتنفيذه، وما يترتب عليها من غرر فاحش.

لكن من خلال إستعراض مفهوم عدم التأكد، يلاحظ أنه عبارة عن الإحتمال أو الشك في النتائج المستقبلية. وهو بهذا المعنى يتشابه مع مفهوم الغرر (وهو عدم التأكد في المحل أو الصيغة في العقود الحالة والأجلة).

وتتطوي العقود الإحتمالية بشكل عام (ومنها عقود مشتقات الأسهم) على حالة من عدم التأكد، لما فيها من جهالة كبيرة، وغرر فاحش في المعاملة. فهي عقود لا يستطيع فيها المتعاقدون تحديد وقت التنفيذ أو تحديد المقابل. وقد يكون عدم التأكد يتسم بالعمومية ويتعلق بالعقد وشروطه؛ مثل بيعتين في بيعة، وبيع العربون وبيع الحضارة. كما قد يتعلق عدم التأكد بمحل العقد؛ كما في الجهل بجنس المحل في البيع والجهل بصفة المحل والجهل بالأجل (٣٤٥). لكن يجب ملاحظة أنه ليس كل مخطن يعد غرر، لكن كل غرر يعد خطراً. والخطر التجاري هو عبارة عن التهديدات المحيطة بممارسة التجارة لإحتمالات تحقق الخسارة. وهي جائزة شرعاً لغلبة إحتمالات تحقق الربح (٣٤٦). وقد أجاز الفقه الإسلامي التعامل في العقود والمعاملات التي تنطوي على عدم التأكد، حيث ذهب إلى "أما المخاطرة فليس في الأدلة الشرعية ما يوجب تحريم كل مخاطرة، بل قد علم أن الله ورسوله لم يحرم كل مخاطرة، وكل ما كان متردداً بين أن يغم أو يخرم. وكذلك كل متبايعين لسلعة يرجو أن يربح فيها ويخاف أن يخسر. فمثل هذه المخاطرة جائزة بالكتاب والسنة والإجماع، والتاجر مخاطر" (٣٤٧). وفي موضع آخر، ذهب ابن تيمية إلى أن "

(٣٤٤) د. عبد الرحمن عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والتمار في الأسواق للماصرة - تحليل اقتصادي وشرعي، مرجع سابق، ص ١٤.

(٣٤٥) المرجع السابق، ص ١٩.

(٣٤٦) المرجع السابق، ص ٦٨.

(٣٤٧) البصية، أحمد، مختصر الفتاوى لمصرية، ط ٢، دار البحوث والدراسات، القاهرة، ١٤٠٦ هـ، ص ٥٣٢.

العلة في تحريم الميسر نيس لأجل ما فيه من المخاطرة، وإنما لكونه يوقع العداوة والبيغضاء ويصد عن ذكر الله وعن الصلاة، وأكل المال فيه عون وذريعة إلى الإقبال عليه" (٣٤٨).

ويستثنى من ذلك، العقود التي تنطوي على مخاطرة جسيمة، مثل الميسر والرهان والقمار والغرر الفاحش. ودليل ذلك، قول الحق تبارك وتعالى " يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون، إنما يريد الشيطان أن يوقع بينكم العداوة والبيغضاء في الخمر والميسر ويصدكم عن ذكر الله وعن الصلاة فهل أنتم منتهون" (٣٤٩).

وبناء عليه لا يمكن وصف عقد مشتقات الأسهم دائماً بالقمار. فإحاطته بعدم التأكد، لا تعني دائماً أنه ينطوي على غرر فاحش يستدعي وصفه بالقمار. ودليل ذلك، أن جانب من الفقه الإسلامي ذهب إلى أن عدم التأكد في العقود أمر ليس محظور لذاته، ولكن إذا توافرت فيه شروط معينة، وذلك على التفصيل التالي (٣٥٠):

١/ أن يتعلق الأمر بعقد من العقود المالية. فالإحتمال أو عدم التأكد في العقود الأخرى أمر مقبول، لعدم وجود مخاطرة مجحفة. وخاصة في عقد البيع، لأنه يقوم على المناقسة، لسعي كل طرف إلى تحقيق أقصى ربح وتجنب كل خسارة، ومن ثم قد يكون باباً لأكل أموال الناس بالباطل. فعقود التبرعات لا تنطوي على غرر.

٢/ أن يكون الغرر كبير، فالفقهاء أجمعوا على تحريم الغرر المؤثر في سلامة الأداءات المالية، ومن ثم الغرر اليسير لا يبطل العقد، لأن تكلفة عدم التأكد في هذه الحالات تكون يسيرة، مقارنة بالعائد الكلي للعقد. والأمر متروك للقاضي يقدره بحسب كل حالة على حدة.

(٣٤٨) مشار إليه لدى: د. يوسف الشيبلي، مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة، دورة أقيمت في حفر الباطن لعام ١٤٢٦ هـ، ص ٢٠.

(٣٤٩) سورة المائدة (الآيات ٩٠-٩١).

(٣٥٠) د. عبد الرحمن عبد الحميد الساعني، المضاربة والتجارة في الأسواق المعاصرة - تحليل اقتصادي وشرعي، مرجع سابق، ص ٢٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٢ المجلد الثاني

٣/ أن يكون عدم التأكد متصل إتصلاً وثيقاً بموضوع العقد. أي لا يكون عدم التأكد أمر عارض أو فرعي في العقد، كما في عقود القمار، وبيع السمك في الماء، والطير في الهواء.

٤/ أن يكون من الممكن تجنب هذا الغرر أو الإحتراز منه، وهو أن يكون أمر ظاهر يمكن التعرف عليه وتقديره. ومن ثم الغرر الذي يصعب التعرف عليه وتجنبه. مثل شراء المنزل دون التأكد من أساسه، لأن التأكد من هذا الأمر من شأنه نقض البيت، وهذا أمر يصعب القيام به عملاً.

من ناحيتها، حرصت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بدبي (دولة الإمارات العربية المتحدة)، على وضع المعيار رقم (٣) الخاص بالتحوط من مخاطر الإستثمار والتمويل، وقد جاء فيه مجموعة من الآليات والضوابط للتعامل مع عقود التحوط بطريقة مشروعة، كان أهمها:

١/ أن يتحقق فيها توزيع المخاطر بين الشركاء، بحسب حصتهم في رأس مال.

٢/ ألا يكون الغرر ضمنها جعل مدير الإستثمار ضامناً في غير حالتها أو تقصيرها أو مخالفتها

هالشروط

٣/ ألا تكون الوسيلة بعقد غير مشروع وألا تكون ذريعة لمخالفة الأحكام الشرعية.

٤/ أن يكون بيع السلع وشراؤها حقيقياً، لتفادي الصورية.

٥/ إذا اشتملت المعاملة على عدة عقود فيجب ألا تكون تلك العقود مرتبطة ببعضها البعض عقدياً أو متداخلة أو مشروطاً ببعضها في بعض وذلك تحوطاً من بطلان جميعها ببطلان أحدها.

٦/ أن يكون بانعا لسلع قد ملكها قبل البيع وقبضها فعلياً أو حكماً حتى يتحقق شرط القدرة على تسليم المبيع فلا يبيع ما لا يملك وما لم يقبض.

٧/ أن يتولى البنك (المشتري) لسلعة المرابحة والراغب في بيعها (بيع السلعة بنفسه أو يوكل جهة غير البائع الأصلي ببيعها).

٨/ أن يتم التحقق من أن مشتري السلعة ليس هو بائعها أو جهة مملوكة له بأكثر من النصف تجنباً للعينة.

٩/ في حال اخفاق المتعهد (الواعد) بعد أن قام المتعهد له بترتيب صفقة السلع، فإن المتعهد مسؤول عند فجميع النفقات الفعلية والخسائر التي تكبدها المتعهد له، ويلتزم المتعهد بتعويض المتعهد له ضد أي خسارة فعلية ناتجة عن البيع للغير بأقل من التكلفة، معاً يرسوم فعلية، قد تكبدها المتعهد له وفقاً للتعهد.

١٠/ ينصح البنك باتباع سياسة من شأنها عدم الدخول في معاملات يترتب عليها التزامات بعملة معينة في تاريخ لاحق غير عملة (الاستثمار) وذلك للتخفيف من مخاطر تقلب أسعار العملات.

وبناء عليه، الرأي عندنا أنه لا يمكن وصف عقود مشتقات الأسهم بالقمار بشكل مطلق، وإنما تقدر كل حالة بقدرها. فالوضع الراهن الذي يحي العالم في كنفه، يستوجب علينا إستيعاب مستجدات الهندسة المالية ومعطياتها المختلفة وتزويد أسواقنا المالية بما يمكنها من المنافسة، بغية الإحتفاظ بمكان لنا على الخريطة الإقتصادية العالمية، دون التفريط في إعتبرات المشروعية التي قررتها شريعتنا الخراء في هذا الصدد. فلم يعد من المقبول لبلادنا العربية أن تنظر لهذا المشهد من بعيد، بعد أن هيمنت سياسات الإفتتاح الإقتصادي على معظم دول العالم، وسهلت إنتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المختلفة للدول بفعل إتفاقيات تحرير التجارة العالمية تارة^(٣٥١)، والتقدم الهائل لنظم الإتصالات والمعلومات تارة أخرى، وعظمت من إعتبرات المنافسة بشكل مخيف. حيث تتسابق الأسواق الآن في إبتكار الأشكال والنظم المالية المختلفة لجذب المستثمرين، خاصة على صعيد تمكينهم من نقل وتوزيع المخاطر، وتمكين أصحابها من إجراء المضاربات^(٣٥٢).

(٣٥١) يضاف لذلك ما شهدته الأسواق المالية من عولة في نشاطها بفعل النشاط الدولي للبنوك ورغبات المقترضين الباحثين عن أفضل طرق التمويل وبأقل تكلفة، وذلك بعد أن ظهر انشاس واضحاً فيما بين الدول في معايير التقييم المحاسبي، وتباين معدلات الفائدة، واختلاف آجال وشروط التعامل على الأوراق المالية. فمثلاً، زادت مجموع العمليات على السندات الأمريكية في الخارج من أقل من ٥٠ مليار دولار في عام ١٩٨٣ إلى أكثر من ٥٠٠ مليار دولار في ١٩٩٩، واشتهرت السندات الأمريكية وتماظم الطلب عليها مقارنةً بمثيلاتها. د. بوكساني رشيد، موقفات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص ١٣٣.

(٣٥٢) وعلى الرغم من الإيجابيات التي عطاها كثير من خبراء الاقتصاد في عولة الأسواق المالية، إلا أن هذه الإيجابيات لم يتمكن من الاستفادة منها سوى الدول المتقدمة فقط، في حين أنها تسببت في كثير من الأزمات بالنسبة للدول النامية، وهذا ما اعترف به وأقره خبراء صندوق النقد الدولي وهو ما حدث بالفعل في المكسيك ١٩٩٤، ودول جنوب شرق آسيا ١٩٩٧، والبرازيل وروسيا ١٩٩٩. وتعمد الآمال في الوقت الراهن على تهمير حساب رأس المال مجلة الحقوق للبحوث القانونية والإقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الأمر الذي فرض على الأسواق العربية ضرورة تعزيز قدراتها في الاستفادة من الابتكارات المالية الجديدة (بما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية^(٣٥٣)))، والتي لم تعد مجرد ترف إقتصادي يقتصر وجوده على الدول المتقدمة فقط بل أصبح ضرورة لا غنى عنها لأي دولة أن تعزز من قدراتها على تبني المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية الرشيدة، حتى لا تتجأها رياح المنافسة العاتية^(٣٥٤).

فالطرح السابق أثبت بما لا يدع مجالاً للشك أن عقود مشتقات الأسهم ليست شراً محضاً، وأنها في كثير من الأحيان تلعب دوراً بالغ الأهمية كأداة للتحوط ضد المخاطر، ومواجهة التقلبات الشديدة والعشوائية في الأسعار، والتي من شأنها إن تمكنت من أي تجارة، أن تأخذ بناصيتها إلى الهاوية. يضاف لذلك، حقيقة مفادها أن جزء كبير من إضعاف فاعلية المشتقات المالية في أداء دورها والاستفادة من مزاياها مرجعه في الأساس إلى مجموعة من الأسباب تتعلق بسوء الاستخدام — وليس لعيب ذاتي في هذه المعاملات —؛ أهمها: زيادة العقود الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية، والتصرفات غير القانونية، والهروب المفاجئ لرؤوس الأموال، وضعف معايير الإفصاح والشفافية في التعامل على هذه المشتقات^(٣٥٥).

والأمر على هذا النحو يفرض علينا توجيه النداء إلى المشرع المصري بعد أن أقر مشروعية التعامل في عقود مشتقات الأسهم بشكل عام بموجب المادة (٤٦) من قانون التجارة المصري الجديد رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩، بضرورة تبني الضوابط الشرعية المقررة في الفقه الإسلامي والتي تضمن خلو هذه العقود من الغرر

تسكين الدول النامية من الاستفادة من مزايا العولمة المالية، خاصة بعد أزمة دول جنوب شرق آسيا (النور الآسيوية) عام ١٩٩٧. المرجع السابق، ص ١٣٣.

(٣٥٣) مجموع فتاوى ابن تيمية ٢٨ / ٣٨٦ القواعد النورانية ص ٢١٠ إعلام الموقعين ١ / ٣٤٤ شرح الكوكب المنير ١ / ٣٢٢ - ٣٢٥ كشف القناع للبهقي ٣ / ٥٣ الفروع لابن مفلح ٣ / ٦٠ للفتي لابن قدامة مع الشرح ٤ / ٤٢٩.

(٣٥٤) فقد سمي كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير إلى فرض أيدولوجيات تسمي إلى إعادة صياغة القرار الاقتصادي، بغية احتراق الأسواق المالية للدول، وفرض سياسات التحرير الاقتصادي Deregulation of Capital markets، وتحرير سعر الفائدة، وسعر الصرف، وإلغاء الحواجز الجمركية، والقيود الحماية، تحت مزايع زيادة التعاون والتبادل المالي والتجاري. ٥. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٥.

(٣٥٥) ٥. والد نصري أبو مؤنس — أ. حديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ١.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق — جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الفاحش (والتي سبق عرضها). كما يجب على القاضي وهو يصدد التعامل مع مثل هذه العقود أن يقيمها في ضوء هذه الضوابط.

الفصل الثاني

ضمانات تنفيذ عقود مشتقات الأسهم وأحكام تسويتها

٤٥- المخاطر القانونية للعجز الإئتماني في عقود مشتقات الأسهم:

تتميز مشتقات الأسهم بأنها من العقود الملزمة للجانبين، حيث يلتزم أطرافها بأداء واحد أو أكثر من المدفوعات المستقبلية في وقت معين. وأن قيمة هذه المدفوعات سوف تتوقف على قيمة الأصل في ذلك الوقت. وتبادل المدفوعات بهذا الشكل من شأنه أن يسمح للأطراف أن يعيدوا توزيع المخاطر، من خلال بيع المشتق قبل ميعاد إستحقاقه، بما يسمح بتخفيف المخاطر والمضاربة^(٣٥٦). وعلى الرغم من ذلك، كانت هذه المشتقات مصدرًا للعديد من صور المخاطر^(٣٥٧) كان أهمها على الإطلاق؛ مخاطر العجز الإئتماني التي تظهر في صورة عدم الوفاء بالدين. وقد سعت اللجان والهيئات المعنية بعقود المشتقات (مثل لجنة شيكاغو للتجارة وسوق لندن لتجارة العقود المستقبلية المالية) إلى توحيد شروط التعامل بها. فوضعت صورًا للعقود النموذجية، خاصة عقود مشتقات الأسهم المستقبلية والعديد من عقود خيارات الأسهم، لتوفير حد أدنى من الضمانات الكفيلة بالتقليل من مخاطر هذه العقود^(٣٥٨). وفي ذات الوقت ترك مساحة للمتعاقدون للتوافق حول عدد الأسهم

(٣٥٦) راجع:

Robert W. Kolb & James A. Overdahl, financial derivatives: pricing and risk management, op.cit,p 16.

(٣٥٧) وتحمل للمخاطر التشريعية أهمية خاصة ضمن المخاطر المحيطة بالتعامل في عقود مشتقات الأسهم، لأنها ترجمة حقيقية لمشاكل الفراغ التشريعي لتنظيم الصلات والعلاقات بين المتعاملين في السوق المالية، وضررها يبدأ في نطاق ضيق ثم يمتد للاقتصاد القومي في مجموعه. وتحتاج هذه المخاطر إلى إهتمام تشريعي خاص من قبل السلطات المختصة، بالنظر إلى أن الجهات والمؤسسات الخاصة تنتقل إلى الحوافز الكافية للسيطرة عليها.

Robert O. Keohane, after hegemony: Cooperation and discord in the worlded politica! economy, 1984, p 67.

(٣٥٨) راجع:

Ibid, p 67.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المتعاقد عليها، ومبالغ التسوية وتواريخ الإستحقاق وأسعار المضاربة وغيرها من المزايا المختلفة والمتغيرة^(٣٥٩).

وقد جرى العمل في هذه العقود على تسمية بائع المشتقات بـ "dealers" (وهي عادة المؤسسات المالية الكبيرة)، وتسمية المشتريين بـ المستخدمين النهائيين "end users" (وهي عادة الأطراف التجارية، وصناديق التحوط). ويغيب عن هذه العقود عادة وسيط الصرف an exchange intermediary، الأمر الذي لا يجعل تداول المشتقات يتم بصورة سائلة (نقدية). كما أن بعض هذه العقود لا تلزم أطرافها بتقديم دعم إئتماني، أو وجود طرف ثالث لمراقبة معاملاتهم^(٣٦٠). الأمر الذي يشكل في مجموعه قصور في ضمان الجدارة الإئتمانية لأطراف هذه العقود.

وعلى الرغم من تعدد أشكال عقود المشتقات (عقود مستقبلية وعقود خيارات وعقود مبادلات)، إلا أن الإهتمام التشريعي ركز فقط على معالجة العجز التأميني في عقود المبادلات. ففي هذه العقود يتفق الأطراف على تبادل المدفوعات على أساس قيمة الأصول طوال مدة العقد. فمثلا يدفع أحد الأطراف للأخر إذا زادت أسعار الفائدة، ويتلقى منه إذا أنخفضت هذه الأسعار. وبهذه الطريقة يستطيع الطرف التجاري المستفيد من سعر الفائدة أما من خلال الإقتراض، أو من خلال الإقراض أن يتغلب على هذه المخاطر من خلال إتخاذ موقف عكسي بخصوص المبادلات. أو قد يكون لديه رؤية أو توقع حول تغيرات أسعار الفائدة المستقبلية، فيقوم بالرهان على ذلك^(٣٦١).

ويعرفمبادلة العجز الإئتماني بأنه عبارة عن إتفاق لنقل المخاطر الإئتمانية من شخص يسمى بائع الحماية إلى شخص يسمى مشتري الحماية^(٣٦٢)، مقابل التزام

راجع: (٣٥٩)

Dan Awrey, The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Public-Private Divide, 11 EUR. BUS. ORG. L. REV. 2010, p 155.

راجع: (٣٦٠)

Dan Awrey, The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Public-Private Divide, op.cit, p 162.

راجع: (٣٦١)

Robert W. Kolb & James A. over dahl, financial derivatives: pricing and risk management, op.cit, p 16.

راجع: (٣٦٢)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني -

الأخير يدفع رسوماً مقابل ذلك لبائع الحماية، وتعويضه عن أي خسائر حقيقية أو افتراضية قد تصيبه في حالة الخطأ أو غيرها من أحداث الإختلال الإئتماني^(٣٦٣).
وتسمح هذه الطريقة بإمكانية مقايضة العجز للتحوط ضد مخاطر عدم السداد^(٣٦٤).

وتعد مبادلة العجز الإئتماني بهذا المعنى منأحد أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الإزمة المالية العالمية الأخيرة^(٣٦٥)، لما سببته من مخاطر، كان أهمها:

١/ التقلبات الكبيرة والسريعة في قيمة الأصول المرجعية، وهو ما ترتب عليه إلزام أحد أطراف العقد أو كلاهما بدفع مبالغ كبيرة^(٣٦٦).

٢/ مخاطر عدم الوفاء، وهي مخاطر ليس لها علاقة بموضوع عقد المشتقات، ولكنها تنشأ بسببه^(٣٦٧).

وهذه المخاطر ستجعل الطرف المعسر غير قادر على سداد المدفوعات الناشئة عن العقد، ومن ثم ترك الطرف الآخر لتحمل نفقات نقل الحق إليه^(٣٦٨). وقد تزداد

Robert E. Whaley, *Derivatives: Markets, Valuation, Risk Management*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2006, p679.

راجع: (٣٦٣)

Ibid, p684.

راجع: (٣٦٤)

James C. DuPont, Comment, A Second Chance at Legal Certainty: AIG Collapse Provides Impetus to Regulate Credit Default Swaps, 61 ADMIN. L. REV., (2009), p846.

راجع: (٣٦٥)

Jessica Holzer, SEC Proposes New Swaps Rules, WALL ST. J., June 30, 2011, p30.

راجع أيضاً: د. شروق حنين الماحي، سوق للمشتقات المالية المفهوم والآليات والتحديات (مع التطبيق على السوق المصرية)، دار النهضة العربية - القاهرة، ٢٠١٦، ص ١٦١.

(٣٦٦) وعده المحاضر هي سبب إبرام عقد للمشتقات، أي هي المخاطر التي يسمى أطراف العقد لتفاديها بالتحوط وللضارة.

Timothy E. Lynch, *Derivatives: A Twenty-First Century Understanding*, 43 Loy. U. Chi. L. J. 1 (2011), p9. Available at: <http://lawecommons.luc.edu/luc/lj/vol43/iss1/3>

راجع: (٣٦٧)

Schuyler K. Henderson, Unintended Consequences of Misconceived Reforms, Part II, 28 *butterworths J. Int'lbank& Fin. L.* 439, (2013), p 441.

راجع: (٣٦٨)

Ibid.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني
٥٩٤

هذه المخاطر بالنظر إلى إتساع فارق الوقت بين تنفيذ العقد وتسويته، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى خلق مخاطر إنتمانية كبيرة.

وتمثل هذه المخاطر تهديدًا حقيقيًا للمتعاملين في هذه العقود، خاصة البائع الذي سيظل معرضًا لمخاطر عدم السداد بالنسبة للمعاملة الأساسية (وليس عقد المشتقات). وإذا كانت المعاملة الأساسية والمرجعية ليس بها خلل، وكان الخطر في عقد المشتقات فقط فإن حماية البائع تتم من خلال إستبدال شخص المشتري، عن طريق بيع الصفقة لشخص آخر، مع إضافة تكاليف إضافية للصفقة (٣٦٩). لكن إذا حدث خلل في كل من العلاقة المرجعية وعقد المشتقات في ذات الوقت (كما لو حدث تراجع أو انخفاض في نوعية الإئتمان الخاص بالمعاملة المرجعية الأساسية بالتزامن مع عقد الإئتمان الخاص بعقد المشتقات، كما حدث في الأزمة المالية العالمية الأخيرة)، فإن هذا من شأنه أن يجعل الحماية المتوفرة لهذا البائع وهمية.

وعدم توفير الحماية للبائع من شأنها إهدار قيمة عقد المشتقات وأيضًا الإستثمارات في العقد الأساسي أو المرجعي. وهذا ما يؤكد على أهمية التسوية والتصفية في عقود مشتقات الأسهم كوسائل يمكن من خلالها حماية المتعاملين في عقود مشتقات الأسهم من مخاطر العجز الإنتماني.

ويلاحظ تعدد الضمانات المحيطة بتنفيذ عقود مشتقات الأسهم، ما بين ضمانات مباشرة وأخرى غير مباشرة، وذلك على التفصيل التالي:

(٣٦٩) راجع:

Antulion Bomfim, Understanding credit derivatives and related instruments, academic press advanced finance series, 2005, p 268.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المبحث الأول

الضمانات غير المباشرة لتنفيذ عقود مشتقات الأسهم

٤٦- تتعدد صور الضمانات غير المباشرة لتنفيذ عقود مشتقات الأسهم، وذلك على التفصيل التالي:

المطلب الأول

أحكام تسوية عقود مشتقات الأسهم

٤٧- يقتضى الحديث عن أحكام تسوية عقود مشتقات الأسهم، التعرض لمفهومها ولأهم صورها، وذلك على التفصيل التالي:

أولاً/ مفهوم التسوية في بيوع مشتقات الأسهم:

٤٨- تشير فكرة التسوية إجمالاً إلى العملية التي يتم من خلالها إتخاذ موقف إيجابي لمواجهة موقف سلبي^(٣٧٠).

وتعرف في مجال عقود مشتقات الأسهم بأنها عبارة عن التنفيذ الفعلي لما تم الإتفاق عليه أما بالإستلام أو بالتسليم (شراء أو بيع)، أو خسارة ثمن الخيار (في عقود الخيار)^(٣٧١). كما قد تتم التسوية من خلال دفع الفروقات المالية بين سعر التنفيذ المتفق عليه سلفاً والسعر الحالي للسهم (في وقت الممارسة)^(٣٧٢). وعرفت أيضاً بأنها عبارة عن قيام البائع بدفع الفرق بين سعر السهم المنصوص عليه في العقد وسعرها وقت التنفيذ إذا كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ، أما إذا حصل

(٣٧٠) راجع:

John B. caouette et al, managing credit risk: the great challenge for global financial markets, 2d ed. 2008, p75.

(٣٧١) راجع:

Schuyler K. Henderson, Unintended Consequences of Misconceived Reforms, op.cit, p 441.

(٣٧٢) د. خالد عبد الرحمن بن ناصر مهنا، المشتقات المالية - دراسة فقهية، مرجع سابق، ص ٧٨.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

العكس فإنه المشتري هو الذي يقوم بدفع الفارق (٢٧٢). عرفت كذلك بأنها عبارة عن مجموعة الترتيبات والإجراءات التي تتخذها غرفة المقاصة بهدف تسليم عقد مشتقات الأسهم إلى المشتري، وتسليم الثمن إلى البائع، دون لقاء مباشر بين طرفي العقد (٢٧٤).

ثانياً/ صور تسوية عقود مشتقات الأسهم:

٤٩- ويتضح من التعريفات السابقة أن تسوية عقود مشتقات الأسهم تتم بأحد الوسائل الآتية (٢٧٥):

١/ التسوية بالتسليم والتسلم:

وتعرف التسوية بالتسليم والتسلم بأنها عبارة عن العملية التي يتم بموجبها إتمام تداول عقد مشتقات الأسهم من البائع إلى المشتري وتسدّد المستحقات المالية الناشئة عن هذا العقد بصورة غير مشروطة (٢٧٦).

وتعتبر التسوية بالتسليم والتسلم هي أساس إتفاق عقد مشتقات الأسهم، والنتيجة الأغلب ضمن خيارات التسوية المتعددة. ويلاحظ أن العادة قد جرت في الأسواق الأمريكية على أن صاحب الخيار إذا ما حقق ربحاً، فعليه إبلاغ الوسيط قبل إنتهاء ساعة التداول في السوق برغبته في التسوية عن طريق التسليم والتسلم (٢٧٧).

٢/ التسوية النقدية:

وهذه النتيجة هي الأكثر إتباعاً في الواقع العملي، وهي تتم بدفع الفروقات النقدية بين سعر التعاقد وسعر التنفيذ (وقت الممارسة). حيث أن مشتري الخيار لا يهدف

(٢٧٢) د. مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المستقبلية، مرجع سابق، ص ٩٦٨.

(٢٧٤) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٧٢.

(٢٧٥) د. خالد عبد الرحمن بن ناصر مهنا، للمشتقات المالية - دراسة فقهية، مرجع سابق، ص ٨٠.

(٢٧٦) راجع: تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها لدولة الإمارات العربية المتحدة لسنة ٢٠٠٤، الصادرة بالاستناد لأحكام المادة (٨٣) من

قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢. متاح على العنوان الإلكتروني

التالي: <https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/regulations.pdf>

(٢٧٧) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٧٢.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

في الغالب الحصول على السهم، وإنما فقط شراء الخيار للتحوط ضد التقلبات التي وفق توقعه سوف تحدث وقت التسوية^(٢٧٨).

وتنطوي التسوية النقدية على ثلاثة حلول:

١/ إعادة بيع حق الخيار بعقد جديد لشخص مختلف.

٢/ أن يبيع ما اشتراه إلى البائع ذاته قبل إستلامه.

٣/ دفع الفروقات بين سعر التعاقد وسعر التنفيذ.

وأهم ما يلاحظ بخصوص عمليات التسوية المختلفة أن بيت التسوية يظهر كضامن في المعاملة، سواء في حالة تقصير البائع أم في حالة تقصير المشتري. فلو أن البائع رفض تسليم المبيع في الميعاد المتفق عليه لإرتفاع سعره عن سعر التنفيذ المتفق عليه. فإن بيت التسوية يقوم بشراء أسهم مماثلة وتسليمها للمشتري بالسعر المتفق عليه، على أن يخصم الفارق من الهامش المبدئي. أيضاً إذا أخل المشتري بالتزامه بإستلام الأسهم وفق المتفق عليه لأسباب تعود إلى إنخفاض سعرها عن سعر التنفيذ، فإنه يجب على بيت التسوية أن يقوم ببيع الأسهم لحساب المشتري بالسعر الجاري، على أن يقوم بيت التسوية بدفع الفرق من رصيد المشتري من الهامش المبدئي^(٢٧٩).

ويلعب بيت التسوية دوراً بالغ الأهمية فتنفيذ عملية التسوية كما تم الإتفاق عليها، وذلك من خلال متابعة خطوات التعاقد، وضمان سداد الإلتزامات التي يتخلف أي متعامل عن أدائها من المبالغ الموجودة في صندوق الضمان، الذي يتم تمويله بجزء من الرسوم التي يتم تحصيلها من أطراف التعاقد^(٢٨٠).

(٢٧٨) راجع:

John B. caouette et al, managing credit risk: the great challenge for global financial markets, op.cit, p75.

(٢٧٩) د. مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المستقبلية، مرجع سابق، ص ٩٧٠.

(٢٨٠) د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، مرجع سابق، ص ٧.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وتظهر أهمية دور بيت التسوية في مواجهة مخاطر عدم الوفاء، حيث أن المتعامل قد لا يكون مالكا لثمن السهم وقت التعاقد، ولكنه يدفع المكافأة ليضارب على فارق السعر. فإذا ارتفع السعر فإنه يتوجه للمسمار للمطالبة بالتسوية النقدية. وكان محرر الإختيار يقوم بشراء ما سبق أن باعه بسعر أقل من السعر الذي دفعه عند التسوية النقدية. الأمر الذي يجعل - كما يري البعض^(٢٨١) - رائحة القمار تتطاير من حولها لإحتمالات عدم إنتهاء الأمر بوجود عقود حقيقية تنظم مبادلات فعلية بين الأطراف المتعاملة. وهذا لا يمنع من أن هناك بعض هذه المعاملات تسفر عن عقود فعلية.

والتسوية المستقبلية هي نتيجة منطقية لإستخدام مشتقات الأسهم للمتاجرة في المخاطر بشكل مستقل عن ملكية الأصل (الأسهم). وذلك على الرغم من أن بعض عقود المشتقات المالية - خاصة المتعلقة بالعملات الأجنبية وثيقة الإرتباط بالتعامل مع أصل المال الأساسي، لذلك لا يتوقع أن يكون لهذه العقود(المتعلقة بالعملات الأجنبية) سوق ثانوي، بالنظر إلى العلاقة المباشرة بين المتعاقدين. لذلك بمجرد إبرام العقد لا يستطيع الأطراف عدم تنفيذ التزاماتهم، حتى في حالات عدم القدرة على التنفيذ لحدوث تغيير في الأسعار. ومن ثم تقل فرصة المضاربة لغياب فرصة إختلاف الأسعار وتضاربها في مثل هذه العقود. أما في عقود مشتقات الأسهم المستقبلية فإن عمليات التسوية فيها تتم بطريقة غير مباشرة عن طريق بيوت التسوية^(٢٨٢).

ويقوم الوسيط عادة بالتسوية بصورة يومية تعكس التقلبات السعرية التي تحدث لسعر العقد. ويستحق بيت التسوية نظير الخدمات التي يقدمها عمولة وساطة، وهي عبارة عن مبلغ يفرضه الوسيط على المستثمر نتيجة تنفيذ الصفقات أو الخدمات التسوية، وغيرها من الخدمات الأخرى ذات الصلة^(٢٨٣).

(٢٨١) د. عبد الحميد محمود العلي، للشركات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، مرجع سابق، ص ٤٠.

(٢٨٢) وتعرف بيت التسوية بأنه عبارة جهاز في البورصة يتكون من أعضاء السوق، وتقع عليه مسؤولية ضمان تنفيذ الصفقات، حيث يتم إنشاء صندوق ضمان يتم قوله بجزء من الرسوم التي يحصل عليها من أطراف التعاقد، ويتابع حركة التعاقد خطوة بخطوة وبدفع أي التزامات يتخلف أي متعامل عن أدائها. د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، مرجع سابق، ص ٧.

(٢٨٣) فهرس نصلطحات مالية، سوق البحرين المالي، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول. ٢٠١٧. المجلد الثاني

وتحتسب العمولة المستحقة في عقود مشتقات الأسهم المستقبلية مرة واحدة عن كل المعاملة، التي تتضمن عمليتين (بيع وشراء)، وهذا لا يحدث في سوق الأوراق المالية التقليدية، حيث يدفع عمولة عن كل عملية على حدة (٣٨٤).

وعن الآلية التي يتم من خلالها تنفيذ عملية التسوية، يلاحظ أن كتابة الصالة في البورصة يقومون بتجميع أوراق الصفقات لتسليمها إلى مندوب بيت التسوية، ليقوم الأخير بوضع كل عقد بيع أمام عقد شراء لعقود الأسهم التي لها ذات تاريخ التنفيذ. ثم يعلن مندوب بيت التسوية عن ميلاد عقد جديد لهذه الأسهم في لوحة الإعلانات. ويخطر المندوب مركز الخدمة الإعلامية ليثبت ميلاد هذا العقد محلياً ودولياً. ويحول بيت التسوية هذا العقد الشخصي إلى عقدين، حيث يقف كبايع أمام المشتري، ويقف كمشتري أمام البائع. ويمكن لأي من الطرفين أن يقلل مركزه دون أن يتأثر الطرف الآخر (٣٨٥).

المطلب الثاني

أحكام تصفية عقود مشتقات الأسهم

٥٠٠. يقصد بتصفية عقد مشتقات الأسهم قيام المتعاقد بإنهاء التزامه الناشئ عن هذا العقد، أما بإنهاء العقد نهاية مبسّرة أو بالفوفاء بقيمته (٣٨٦).

وتتم تصفية هذه العقود بأحد الأمور الآتية (٣٨٧):

١/ التقابض: أي قبض المشتري للسهم وحصول البائع على الثمن.

٢/ إبرام عقد عكسي: ويتم ذلك من خلال أن يتحلل المشتري من التزامه بتسليم الأسهم محل العقد ودفع الثمن، من خلال إبرام عقد بيع مستقبلي مماثل للعقد السابق من حيث الكمية والنوع والصف، بحيث يحل المشتري الجديد محله في إستلام

(٣٨٤) د. هشام السعدي خليفة بدوي، عقود للمشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٥٠.

(٣٨٥) د. أحمد محمد خليل الاسلامبولي، العقود للمستقبلية والشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٠٢.

(٣٨٦) د. مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية للمستقبلية، مرجع سابق، ص ٩٦٨.

(٣٨٧) د. هشام السعدي خليفة بدوي، عقود للمشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٧١.

المبيع وقبض الثمن. وفي حالة البائع، يبرم عقدًا مستقبليًا ليحل فيه البائع الجديد محله.

والتصفية بأحد الوسائل السابقة من المتصور حدوثها في عقود المشتقات المستقبلية، أما في العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم فلا مجال فيها للتسليم والاستلام^(٣٨٨).

٥١- وتتم التصفية بأكثر من صورة، وذلك على التفصيل التالي:

الصورة الأولى/ التسليم الفعلي للأسهم:

وتتحقق هذه الصورة بقيام البائع بتسليم المشتري الأسهم المتعاقد عليها بصورة فعلية. ويرى البعض أن هذه الصورة لا تحدث من الناحية العملية^(٣٨٩).

الصورة الثانية/ إبرام عقد آخر على عكس العقد الأول:

وتتحقق هذه الصورة في أكثر من فرض^(٣٩٠):

أولاً/ بالنسبة للبائع:

١/ أن يقوم شخص ببيع أسهم في تاريخ مستقبلي، وعند حلول هذا التاريخ يقوم بشراء أسهم من ذات جنس الأسهم التي قام ببيعها بشكل فوري وبذات سعر التصفية. وفي هذا الفرض، لا يبقى البائع ملتزمًا بتسليم الأسهم التي سبق أن باعها، حيث يكفي أن يحل البائع الثاني محله في مواجهة المشتري الأول.

٢/ إذا كان الغرض هو الاستفادة من فروق الأسعار بعد إنخفاضها، وذلك إذا لم يكن لدى البائع نيّة من البداية في تسليم الأسهم إلى المشتري. حيث يقبض السمسار الفارق بين السعر المنخفض الذي اشترى به يوم التصفية وبين السعر المرتفع الذي باع به (السعر المتفق عليه). ويتطلب تحقق هذا الفرض، أن يكون سعر هذه الأسهم

(٣٨٨) د. مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المستقبلية، مرجع سابق، ص ٩٧٠.

(٣٨٩) د. هشام السعدي خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٣٧.

(٣٩٠) المرجع السابق، ذات الموضوع.

يوم التصفية أقل من السعر الذي تم به الإتفاق على بيعها به عند تحرير العقد. أما إذا كان السعر يوم التصفية أعلى فيجب على البائع أن يدفع الفارق للسمسار.

ثانياً/ بالنسبة للمشتري:

ويتمثل هذا الغرض في أن شخصاً قام بشراء أسهم على أن يتسلمها في تاريخ مؤجل، بغرض أن يبيعها في يوم التصفية، بحيث لا يتسلمها وإنما يحل المشتري الجديد محله في تسلمها من البائع الأول. فالغرض من هذه العملية ليس الشراء والبيع، وإنما الاستفادة من فارق السعر بين الثمن المنخفض الذي اشترى به، والثمن المرتفع الذي باع به، إذا ارتفع السعر في يوم التصفية. لكن إذا تبين أن السعر أقل، فعليه أن يدفع الفارق للسمسار.

الصورة الثالثة/ التصفية بإبرام عقد آخر:

وتتحقق هذه الصورة من خلال حلول ميعاد التصفية دون تنفيذ فعلى لما تم الإتفاق عليه، وإنما إبرام اتفاق آخر على تأجيل التصفية لموعد آخر. ويتم هذا في حالة تغير الأسعار بشكل مفاجئ، وذلك على النحو الذي من شأنها أن يضر بمصالح أحد الطرفين أو كلاهما، فيتفقا على إبرام عقد جديد يتم على أثره تأجيل التصفية في موعد آخر.

المبحث الثاني

الضمانات المباشرة لتنفيذ عقود مشتقات الأسهم

٥٢- تلعب الضمانات المباشرة الدور الأكبر في كفالة تنفيذ أطراف عقد مشتقات الأسهم لما ألتزموا به، لدورها القوي والمباشر في مواجهة حالات إمتناع أحد الأطراف عن التنفيذ. ويقصد بهذه الضمانات، كافة الوسائل القانونية والإتفاقية التي يعتمد عليها الأطراف لتأمين تنفيذها ألتزموا به بموجب إتفاق المشتقات الأساسي^(٣٩١).

ويري جانب من الفقه^(٣٩٢) أن هذه الضمانات تقل أهميتها في عقود مشتقات الأسهم المستقبلية، بالنظر إلى أن الوسيط في هذه العقود دورًا كبيرًا في التثبيت من قدرة الأطراف على تنفيذ ما ألتزموا به، كما يحتفظ لنفسه ببعض السلطات (بموجب العقد) التي تمكنه من استيفاء مبلغ الضمان من الطرف الملتزم؛ كالتعامل المباشر على حسابه الإستثماري. من ناحية أخرى، هذه الضمانات من قبيل ضمان شيء مجهول وغير محدد، وذلك بالنظر إلى أن المبلغ المضمون متغير مع كل عملية تسوية، ولا يعرف المبلغ الذي سوف يؤول إليه العقد بشكل مؤكد. يضاف لكل ذلك، أن توالي الضمانات مع كل مرة يتم فيها تداول العقد، من شأنه أن يفاقم الغرر، ليصل لحد الغرر الفاحش.

ويبدو لنا رغم ذلك أهمية هذه الضمانات، للتقليل قدر الإمكان من مخاطر عدم التنفيذ، وهو ما تبدو معه أهمية التعرض لها بمزيد من التفصيل. لكن يجب ملاحظة قلة الضمانات القانونية مقارنة بالضمانات الإتفاقية، وذلك على النحو التالي:

(٣٩١) راجع:

Master Agreement for Foreign Exchange and Derivative Transactions, National Australia Bank Limited, 3 FXDMA, 22 Aug 2011, (7-1), p8.

(٣٩٢) د. خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا، المشتقات المالية - دراسة فقهية، مرجع سابق، ص ٨٤-١١٧.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المطلب الأول

الضمانات القانونية (الدفع بعدم التنفيذ في عقود مشتقات الأسهم)

٥٣- تنطلق ضمانات الدفع بعدم التنفيذ من الطبيعة التبادلية لعقود مشتقات الأسهم، من كونها عقود ملزمة للجانبين، يستطيع كل طرف أن يتصل من إلتزاماته إذا أخل الطرف المقابل في أداء ما عليه. فتنفيذ كل طرف من أطراف عقد المشتقات لإلتزامه مرتبط بإلتزام الطرف الآخر، بمعنى أنه يملك الدفع بعدم التنفيذ إذا ما أخل الطرف الآخر بما عليه. ويقترّب مفهوم الدفع بعدم التنفيذ من الحق في الحبس عندما يكون محل الإلتزام المترتب في ذمة المتمسك بالدفع بعدم التنفيذ يرد على حق مادي^(٣٩٣).

ويرى البعض أن تطبيق الدفع بعدم التنفيذ في مجال عقود المشتقات يثير بعض الصعوبات، وذلك في الحالات الآتية:

أ/ إختلاف التوقيت بين دول مقر أطراف عقد مشتقات الأسهم:

يقصد بالتوقيت في مجال عقود مشتقات الأسهم، وضع مدة معينة لتنفيذ العقد. وهناك ثلاثة طرق لتحديد التوقيت في الأسواق المالية^(٣٩٤):

الأولى/ في عقود الخيار الأوروبية (Europe option): يلتزم فيه مالك الخيار بتنفيذ العقد في تاريخ التنفيذ المحدد "ممارسة حق الخيار".

الثانية/ في عقود الخيار الأمريكية (American option): يستطيع فيه مالك الخيار أن ينفذ العقد خلال الفترة ما بين إبرام العقد وحتى الميعاد المحدد للتنفيذ.

الثالثة/ في عقود الخيار الآسيوية (Asian option): وهي التي يتم بها احتساب متوسط قيمة الساعة ما بين تاريخ التعاقد وحتى تاريخ التنفيذ.

(٣٩٣) د. فوز صالح، الطبيعة القانونية للحق في الحبس، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٢٩، العدد الأول، ٢٠١٣، ص ٥٠.

(٣٩٤) د. خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا، لشتقات المالية - دراسة فقهية، مرجع سابق، ص ٨٥.

وتظهر صعوبة الدفع بعدم التنفيذ في عقود مشتقات الأسهم بسبب إختلاف التوقيت، عندما يكون أطراف العقد منتمين إلى دول مختلفة، ومن ثم يتسبب إختلاف التوقيت بين هذه الدول في صعوبة التمسك بالدفع بعدم التنفيذ، لتفاوت القدرة على أداء كل طرف ما ألتزم به في ذات الوقت. ولم يظهر لنا من الوقائع التي جسدت هذا الأمر بخصوص عقود مشتقات الأسهم بشكل مباشر، ولكن ظهرت خطورة هذا الأمر في واقعة عقد تبادل العملات بين البنك الصناعي الياباني Industrial bank of Japan (IBJ) وبين بنك الإعتقاد والتجارة الدولية Bank of credit & Commerce International (BCCI). وقد تم الإتفاق على قيام البنك الياباني بشراء أجل لمبلغ ٣٢ مليون دولار أمريكي من بنك الإعتقاد والتجارة بنيويورك، على أن يتم السداد بالين الياباني. وقد تم الإتفاق بين الطرفين على تبادل المدفوعات في ساعة محددة دون مراعاة فرق التوقيت بين الدولتين. وقد قام البنك الياباني بتنفيذ إلتزامه وتحويل المبلغ بالين الياباني في الموعد المتفق عليه. لكن بنك الإعتقاد لم يقم بتنفيذ إلتزامه في ذات الساعة لفرق التوقيت، الأمر الذي ترتب عليه تأجيل التنفيذ لليوم التالي. لكن في هذا اليوم وقبل بدء العمل، صدر قرار الحكومة الأمريكية بالحجز على كافة أموال بنك الإعتقاد والتجارة (بما فيهم مبلغ ٣٢ مليون دولار التي كان من المزمع تحويلهم إلى البنك الياباني. ولم يتمكن الأخير من تحصيل حقه، ولم تنفعه فكرة الدفع بعدم التنفيذ في مثل هذه الحالة^(٢٩٥).

ويفرض هذا الوضع ضرورة مراعاة فروق التوقيت من قبل الأطراف المتعاقدة لمواجهة مثل هذه الحالات. كما يجب بصورة عامة على أطراف العقد مراعاة الظروف القاهرة التي قد تعيق الطرف الآخر قبل التمسك بالدفع بعدم التنفيذ، مع منح الطرف المتعثر مهلة إضافية للسداد.

ب/ عند تسوية مدفوعات عقود مشتقات الأسهم عن طريق المقاصة:

(٢٩٥) راجع:

MATTER OF NY AGENCY, 223 A.D.2d 184 (1996), 645 N.Y.S.2d 779, Appellate Division of the Supreme Court of the State of New York, First Department. July 18, 1996, available at: http://www.leagle.com/decision/1996407223AD2d184_1374/MATTER%20OF%20NY%20AGENCY

تتميز عقود مشتقات الأسهم بأن تسويتها تتم في الغالب عن طريق المقاصة. أي أن التنفيذ يتم من خلال إبراء كل طرف لنظيره، لينقضي الالتزام كل منهما في مواجهة الآخر.

وتعرف المقاصة في مجال الأوراق المالية بصورة عامة، بأنها عبارة عن " العملية التي يتم بموجبها احتساب صافي حقوق والتزامات أطراف التداول الناشئة عن أي عقد تداول، وذلك لتسليم الأوراق المالية أو لتسديد أثمانها في التاريخ المحددة للتسوية"^(٣٩٦).

وتهدف عملية المقاصة في عقود مشتقات الأسهم إلى تحديد صافي حقوق والتزامات الأطراف وإتمام إجراء التسوية للمراكز المالية الناشئة عنها، ونقل الملكية.

وتعتمد الأسواق الرسمية لمشتقات الأسهم على المقاصة بشكل كبير، لما تنفرد به من مزايا، أهمها: أنها وسيلة ناجعة للحد من المخاطر المتصلة بعملية الوفاء، التي تعود في الأساس إلى سرعة تقلبات الأسعار، مما قد يؤدي إلى إفلاس أحد الأطراف قبل أن يقوم بتنفيذ التزاماته. أيضاً تساهم المقاصة في حماية السيولة المالية لأطراف العقد، بقصر المديونية على الطرف الذي يلتزم بأداء الفارق بين ما له وما عليه. يضاف لذلك، أنها تساهم بشكل كبير في الحد من الضرائب، قلّة المبالغ واجبة الدفع بعد إتمام المقاصة^(٣٩٧).

ورغم التسليم بكل مزايا المقاصة، إلا أنها لا تقبل تمسك أحد أطراف عقد المشتقات بعدم التنفيذ كضمانة^(٣٩٨). ويخفف من غلواء هذا الأمر:

١/ صعوبة إجراء المقاصة بين بعض الأداءات المالية الناشئة عن الأسهم في بعض الوقت، ومن ثم إمكانية التمسك بعدم التنفيذ.

٢/ صعوبة إجراء المقاصة في حالة إفلاس أحد الطرفين، ومن ثم يحق للطرف غير المفلس أن يتمسك بعدم التنفيذ.

(٣٩٦) راجع: تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها لدولة الإمارات العربية المتحدة لسنة ٢٠٠٤، مرجع سابق.

(٣٩٧) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ٥٣.

(٣٩٨) للرجع السابق، ذات المرجع.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٢ المجلد الثاني

وعلى ما يبدو أن التشريعات التجارية في الآونة الأخيرة قد حرصت على تجنب إخلال أحد أطراف العقود التجارية بتنفيذ التزامه، حتى لا يدفع الطرف المقابل للتمسك بعدم التنفيذ، وذلك بإقرار فكرة "التصحيح من المدين"، والتي تقضي بأنه يجوز للمدين أن يقوم على نفقته الخاصة بكل تدبير ضروري بهدف تصحيح عدم التنفيذ بالشروط التالية^(٣٩٩):

أ/ أن يوجه - دون تأخير غير مبرر - إخطارًا يشير فيه إلى الأسلوب المقترح للتصحيح

وتوقيته.

ب/ أن يكون التصحيح مناسبًا للظروف.

ج/ أن لا تكون للدائن مصلحة مشروعة في رفض التصحيح.

د/ أن يتم التصحيح دون تأخير.

ولا يؤدي الإخطار بالفسخ الموجه من الدائن إلى المساس بحق المدين في التصحيح. ويجوز للدائن أن يمتنع عن تنفيذ التزامه إلى حين إتمام التصحيح، كما يحتفظ بحق المطالبة بتعويضات عن التأخير المترتب.

ويبدو لنا أن أهمية فكرة التصحيح في عقود مشتقات الأسهم، لفائدتها في إستمرار العقد وتجنب إفلاس المدين، خاصة وأن عدم التنفيذ قد يعود لأسباب مؤقتة، يمكن أن يتغلب عليها المدين، ويواصل تنفيذ العقد.

(٣٩٩) راجع: المادة (7-1-4)، للمبادئ المتعلقة بالتجارة الدولية، ٢٠١٤، متاحة على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.unidroit.org/english/principles/contracts/principles2010/translations/blackletter2010-arabic.pdf>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المطلب الثاني

الضمانات الإنفاقية للوفاء بعقد مشتقات الأسهم

٥٤- لم تكن الضمانات القانونية لتقدم الحل الكاف لتغطية مخاطر عدم الوفاء في عقود مشتقات الأسهم، الأمر الذي أظهر الحاجة قوية إلى مزيد من الضمانات الإنفاقية. وتلعب هذه الضمانات دورًا بالغ الأهمية في تأكيد جدوى تنفيذ هذه العقود، لما لها من دور كبير في ضمان تأكيد نية الأطراف في الوفاء بما ألتزموا به. وكان من أهمها:

أولاً/ هوامش الضمان:

٥٥- تنقسم هوامش الضمان المعتمد عليها في عقود مشتقات الأسهم إلى هامش مبدئي وهامش صيانة، وذلك على التفصيل التالي:

١/ الهامش المبدئي Initial Margin:

٥٦- وهو المبلغ الذي يقدمه كل من المشتري والبائع في عقد مشتقات الأسهم، لتغطية الخسائر التي قد تحدث بسبب تغيرات الأسعار. ويعتمد على هذا الهامش كمؤشر على قدرة المتعاقد على تحمل الخسائر التي قد تحدث، ولا يعتبر جزء من ثمن الصفقة بل يدفع للتأمين ضد الخسائر، ويستطيع من دفعه (سواء البائع أم المشتري) أن يسترده إذا انتهى العقد دون خسائر. لكن إذا لم يتمكن البائع من الوفاء بما تعهد به، فإن الوسيط يقوم بشراء ما تم الإتفاق عليه وتسليمه إلى المشتري. أما في حالة تعذر تسليم الثمن من قبل المشتري، فإن الوسيط يقوم باستلام السلعة وبيعها في السوق، وإن كان الثمن وقت البيع أقل من ثمنها وقت التعاقد، يتم استكمال الباقي من الهامش المبدئي^(٤٠٠).

ويتم احتساب هذا الهامش في ضوء أقصى نسبة تقلبات متوقعة يومية للبورصة (حدود التحركات اليومية X قيمة العقود المبرمة).

(٤٠٠) ٥: خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا، المشتقات المالية - دراسة فقهية، مرجع سابق، ص ١١٧.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق = جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٢/ هامش الصيانة Maintenance Margin:

٥٧- ويعرف بأنه عبارة عن المبلغ الذي يجب على المتعاقد أن يقدمه لإستكمال الحد الأدنى من مبلغ الضمان. ويجب زيادة نسبة هامش الصيانة عند كل فترة تسوية. وهامش الصيانة بهذا المعنى أقل بنسبة بسيطة من الهامش المبدئي. فهو يمثل ٧٥% من قيمة الهامش المبدئي. ويلاحظ أنه في حالة إنخفاض الهامش المبدئي لأقل من هامش الصيانة، فإنه يطلب من المتعاقدين رفع المبلغ المقرر كهامش مبدئي، من خلال سداد الفرق نقدًا^(٤٠١).

ويبدو لنا تأييد بعض الفقه بخصوص إبداء مجموعة من التوصيات بخصوص الضمانات الإتفاقية لعقود مشتقات الأسهم، أهمها^(٤٠٢):

أ/ تتميط عقود مشتقات الأسهم لتسهيل تداولها.

ب/ فرض هامش مبدئي على كل من البائع والمشتري، لضمان تنفيذ كل طرف بما التزم به.

ج/ وضع حدود للتقلبات السعرية، تتناسب مع الهامش المبدئي.

د/ فرض هامش صيانة لمواجهة تآكل الهامش المبدئي المقدم من أطراف التعامل.

ذ/ إجراء تسوية يومية لمراكز المتعاملين لتمكين أي طرف من أطراف العقد من إقفال مركزه في أي وقت، إذا ما رأى ذلك محققاً لمصلحته (بتحقيق الربح أو بتجنب الخسارة).

ر/ تسوية المعاملات في عقود مشتقات الأسهم بتسوية الفروق، لأن أسواقها لا تسمح بالتسليم المادي الحقيقي.

ز/ تسمح أسواق عقود مشتقات الأسهم بإجراء صفقات عكسية^(٤٠٣)، يمكن من خلالها لكل طرف تصفية مركزه.

(٤٠١) ٥. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، مرجع سابق، ص ٦.

(٤٠٢) ٥. أحمد محمد خليل الاملامولي، العقود للتسوية والشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٠٧.

(٤٠٣) يقصد بالتصفية العكسية: التنفيذ العاجل للصفقة قبل الميعاد المتفق عليه للتنفيذ، بأن يبدى أحد العاقدين رغبته في اقفال مركزه. المرجع السابق، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ثانياً/الضمانات العينية للوفاء بعقد مشتقات الأسهم (رهن الأصول المالية):

٥٨- تتصرف فكرة رهن الأصول المالية كضمان للوفاء بعقد مشتقات الأسهم، إلى قيام أحد أطراف هذا العقد بتخصيص أحد الأموال العينية كضمان لتنفيذ التزاماته. بحيث يحق للدائن المرتهن أن يستوفي حقه من الأصول المرهونة في حالة عدم قيام المدين بتنفيذ التزاماته.

وقد أخذت أثنين من الوكالات الأمريكية على عاتقها مسئولية تعزيز الإعتماد على الرهون في مجال المشتقات المالية. الأولى: هي الجمعية الفيدرالية الأمريكية التابعة لوزارة الإسكان والتنمية، والتي تهدف إلى توفير السيولة اللازمة لتقديم الرهون الخاصة بعقود المشتقات التي تبرمها الإدارة الفيدرالية للإسكان وإدارة المزارعون الرئيسية، عن طريق جعل التزامات الشراء أو البيع الناشئة عن عقود المشتقات مشمولة بالرهون. والثانية: جمعية الرهون العقارية الإتحادية (FHLMC) وهي تمتلك أسهم رأس مال لدى ١٢ بنك من البنوك الإتحادية، ومرخص لها بالتعامل في الرهون العقارية^(٤٠٤).

وجدير بالذكر، أن نظام الرهن في مجال عقود مشتقات الأسهم يعاني من مشاكل عدة، أهمها: عدم وجود هيئة لتوحيد آلية الإستفادة من الرهن في عقود مشتقات الأسهم، الأمر الذي يظهر القواعد التي تحكمه في صورة إجتهادات فردية من قبل المؤسسات والهيئات المهتمة بهذه العقود. من ناحية أخرى، لا يوجد وثائق موحدة مقبولة توفر حد أدنى من التعامل، خاصة وأن أسواق الرهن التقليدية كانت تتسم بأنها أسواق محلية، الأمر الذي ترتب عليه إختلاف وتباين الشروط والأحكام الخاصة بهذه العقود بشكل ملحوظ^(٤٠٥).

وجدير بالذكر أن تفعيل قدرة المشتقات المالية المضمونة برهن على التداول في الأسواق المالية، يجب أن تحظى بالقبول لدى المستثمرين، وذلك من خلال قدرتها

ص ١١١.

(٤٠٤) راجع:

NEIL A. STEVENS, A Mortgage Futures Market: Its Development, Uses, op.cit, p12.

The Federal Home Loan Bank (405) فعلى سبيل المثال، طبياً للدراسة قامت بها اللجنة الإتحادية للقروض في الولايات المتحدة الأمريكية

أن معدل الفائدة في عقود الرهن الخاصة بعقود مشتقات الأسهم في ديسمبر ١٩٧٥ بلغت نسبة الفائدة فيها ٨,٦١ % في مدينة نيويورك في

Ibid-ين وصلت إلى ٩,٤٧% في سان فرانسيسكو.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني، ص ٦١٠.

على الإحتفاظ بقيمتها المادية، وهو ما يتطلب أن تكون الأداة المالية المشتقة وكذلك الضمان المقرر لها تم تصنيفه من قبل شركة متخصصة في التصنيف والتقييم، ويفضل أن يقدم الرهن شخص مستقل، وأن تكون الأصول المرهونة ذات طبيعة متجانسة^(٤٠٦).

وتنقسم الأموال المقدمة على سبيل الرهن في عقود مشتقات الأسهم إلى نوعين^(٤٠٧):

الأول/ الأموال العقارية، وهي تظهر في صورة عقارات أو قروض عقارية ويتم تجميع هذه القروض من قبل شركات الإيداع والقروض، والبنوك التجارية، وشركات الرهن العقاري) تقدم على سبيل الضمان للوفاء بقيمة عقد المشتقات.

الثاني/ الأصول الأخرى، وهي مثل التزامات السندات المضمونة والتزامات القروض المضمونة (Collateralized Bond/Lone obligations)، وممتلكات مصادرة من قبل مصلحة الضرائب (Tax liens)، وديون المشروعات الصغيرة (Small business loans)، وأوراق تجارية مضمونة بأصول (Asset Backed commercial paper)، وغيرها من الأوراق المالية الأخرى.

وتعد الأوراق المالية من أكثر الأصول التي يتم الإعتماد عليها كرهن لضمان تنفيذ عقود المشتقات الأسهم. ويمر رهنها بالعديد من الإجراءات، أهمها^(٤٠٨):

١/ يجب على البنك الراهن إرسال مجموعة من الأوراق والمستندات إلى بيت المقاصة والتسوية المسئول عن عقود المشتقات، أهمها:

(٤٠٦) راجع: نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول Asset-Backed-Securities، تقرير صادر عن بورصتي القاهرة والإسكندرية. متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

http://www.efham.net/Uploads/EfhamElborsa/ABS_arabic.pdf

(٤٠٧) المرجع السابق، ذات الموضوع.

(٤٠٨) راجع على سبيل الإسترشاد: إجراءات رهن الأوراق المالية في سوق دبي المالي، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.dfn.ae/docs/default-source/Clearing-Settlements/lien-on-securities---arabic-1-.pdf?sfvrsn=0>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

أ/ اسم صاحب الأوراق المالية المرهونة، ورقمه في سوق الأوراق المالية، واسم شركة المساهمة.

ب/ عدد الأوراق المالية المطلوب رهنها.

ج/ تاريخ بدء الرهن.

د/ مدة الرهن.

ج/ تحديد حصة الأرباح المقررة للأوراق المالية المرهونة.

٢/ يجب على صاحب الأوراق المالية أن يقدم تفويض يخول بموجبه البنك برهن أوراقه المالية.

٣/ تحديد الرسوم المستحقة لإتمام الرهن، وهي غالباً (0.002) بالنسبة للأسهم، (0.0002) بالنسبة للسندات.

٤/ قائمة بأسماء المفوضين بالتوقيع على معاملات الرهن لدى البنك مع نماذج توقيعاتهم.

ويقدم البنك خدمات الرهن لصالح أحد المستثمرين (بنك وطني أو أجنبي، أو لصالح أحد شركات التمويل)، مع ملاحظة أنه في حالة إستحقاق أرباح للأسهم المرهونة فإنها ستكون للمستفيد المحدد في إتفاق الرهن. فإذا كان المستفيد هو البنك؛ فسيتم تجميد المبلغ لصالح البنك في حساب الرهن. أما إذا كان المستفيد هو المستثمر؛ فسيتم إيداعها في حساب المستثمر في المقاصة. ويتم توزيع الأرباح النقدية بناء على التقرير المرسل من الشركة المالكة للأسهم المرهونة إلى سوق المال^(٤٠٩).

وليس هناك ما يمنع المستثمر أو البنك الراهن خلال فترة الرهن من التصرف في الأوراق المالية المرهونة، من خلال قيم البنك الراهن بإرسال رسالة رسمية إلى مدير هيئة المقاصة والتداول، بما يفيد رغبة البنك والمستثمر بتحويل الأوراق

(٤٠٩) راجع على سبيل الإسترشاد:

National securities clearing corporation, rules & procedures, effective October 27, 2016, p26.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المالية المرهونة لحساب المستثمر لدى وسيط مرخص له في سوق المال. ويجب على الوسيط أن يقوم بفتح حساب جديد خاص ببيع الأوراق المالية المرهونة. ويجب على الوسيط أن يقوم ببيع الأوراق المالية وتحويل حصيلة البيع لحساب المستثمر لدى البنك الراهن. وفي حالة عدم بيع الأوراق المالية، يجب على البنك الراهن أن يرسل رسالة رسمية لهيئة المقاصة والتسوية تفيد إعادة رهن أو فك الرهن عن الأوراق المالية. وفي حالة تخلف العميل عن سداد قيمة الرهن للبنك الراهن، فإن الأخير عليه أن يطلب من المحكمة إصدار أمر بيع موجه لسوق الأوراق المالية، موضحاً فيه أسم المستثمر ورقمه وأسم الشركة وعدد الأوراق المالية المرهونة لصالح البنك^(٤١٠).

ويملك المستثمر أن يقوم بفك الرهن، وذلك بقيامه بسداد كافة المستحقات للبنك، ليقوم الأخير بإرسال رسالة لمدير هيئة المقاصة وإلى الشركة المصدرة للأوراق المالية، تفيد فك الرهن عن الأوراق المالية المرهونة^(٤١١).

وقد لوحظ من واقع عمل الهيئات والمؤسسات العاملة في مجال عقود مشتقات الأسهم أنها أصبحت تعتمد على نظام بديل عن الرهن، وهو نظام الضمان والذي يضمن بصورة مباشرة أو غير مباشرة دفع المدين ما التزم به بصورة فورية أو مستقبلية بموجب إتفاق خاص أو غيره من الوثائق التأمينية^(٤١٢).

من ناحية أخرى، حرصت الجمعية الدولية لمبادلة المشتقات (ISDA) على النص الصريح في إتفاقات الأساس Master agreement على تنظيم علاقة الضمان لتغطية مخاطر عدم التنفيذ في عقود المشتقات^(٤١٣).

(٤١٠)

Op.cit, p27.

(٤١١) راجع على سبيل الاسترشاد: إجراءات رهن الأوراق المالية في سوق دبي المالي، مرجع سابق.

(٤١٢) راجع:

ISDA, International Swap Dealers Association, Inc., MASTER AGREEMENT, dated as of September 26, 2007, op.cit.

(٤١٣) راجع نموذج لهذا العقد:

Collateral Agreement and Receipt, RII Insurance Company, available at: <https://www.rlicorp.com/sites/default/files/pdf/psg/collateral-agreement.pdf>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ويعد نظام الضمان أحد الوسائل الأساسية لإدارة مخاطر الإلتزام بين المشاركين في الأسواق المالية في عقود المشتقات التي يتم تقديمها لبيت المقاصة المركزي بشكل عام^(٤١٤). ويدعم نظام الضمان تداول هذه العقود. وقد شهدت الأسواق المالية نمواً ملحوظاً في استخدام عقد الضمان في مجال المشتقات المالية في الآونة الأخيرة. ويعكس هذا الأمر بوضوح الاتجاه نحو زيادة تغطية هذه العقود للمشتقات. فوفقاً للمسح الإحصائي الذي تم في عام ٢٠٠٩ تبين أن ٦٥% من عقود المشتقات يتم ضمانها بعقود الضمان مقارنة بعام ٢٠٠٣، الذي كانت النسبة فيه ٦٠%^(٤١٥). كما أثبتت أحدث الإحصائيات التي تمت من قبل جمعية المشتقات والمبادلات الدولية ("ISDA") أن ١٦ من أكثر الهيئات المتعاملة في مجال المشتقات تعتمد على عقود الضمان لمواجهة المخاطر الائتمانية لعقود المشتقات^(٤١٦).

(٤١٤) ويحدث بالذکر، أن هناك بعض عقود المشتقات لا تجديها عقد الضمان، مثل عقود المبادلات على اللواد البترولية من أجل تثبيت سعر النفط الخام، والتي يعتمد عليها راغبی تأمين احتياجاتهم للمستقبلية. مثال على ذلك: لو أن سعر اقبال للمنتج كان ٥٠ دولار، فالناشر سيكون مدين إذا قل السعر عن ٥٠ دولار، بينما للمنتج سيكون هو المدين إذا زاد سعر البرميل عن ٥٠ دولار. فلتفترض أن السعر ارتفع إلى ٨٠ دولار فإن للمنتج سيكون مدين للناشر ب ٣٠ دولار، وذلك على الرغم من أن الناشر سيتعرض لمخاطر الائتمان، لذلك لا يكون هناك حاجة لضمان الائتزام بعقد الضمان. والسبب في ذلك أن الناشر يعلم أن للمنتج سوف يقوم بالوفاء بما عليه في ميعاد الوفاء من خلال بيع النفط. بعبارة أخرى، الناشر سيقوم بعمل حكم ائتماني على قدرة المنتج والاستعداد للدفع. ومثل هذا الحكم ليس مختلف عن ما قام به المصرفين الذين أقرضوا أموال إلى للمنتج، الذي سيكون قادر على سداد القرض عندما سيتم بيع النفط. فكل من عقد للمبادلة والقرض بضمان الوفاء بالائتزام. راجع:

Collateral Use for OTC Derivatives, International Swaps and Derivatives Association October 2009, available at:http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Collateral-Use-for-OTC-Derivs.pdf.

(٤١٥) راجع:

ISDA Margin Survey 2009, available at:http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2009.pdf.

(٤١٦) راجع:

OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities - Second Quarter 2009, available at:<http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq115.pdf>.

-وثاني الأوراق المالية الحكومية Government securities في المرتبة الثانية في ترتيب ضمانات التعامل بالمشتقات، بنسبة ٩% من ضمانات الاستلام collateral received وبنسبة ١٥% من ضمانات التسليم collateral delivered. ويتم التعامل في المشتقات من قبل حوالي ٥٠% صناديق التحوط واللواسات الاستثمارية، وحوالي ١٥% للشركات التجارية، و ١٣% للبنوك التجارية.

Collateral Use for OTC Derivatives, International Swaps and Derivatives Association October مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وتتسم علاقة الضمان في عقد مشتقات الأسهم بأنها علاقة ثلاثية الأطراف، تجمع بين مقدم الضمان (pledger) والمستفيد من الضمان (Secured party)، بالإضافة إلى حائز الضمان (Custodian). وبموجب الإتفاق، يلتزم مقدم الضمان بتسليم الأصول المالية المطلوب رهنها إلى الحائز، الذي يحرص على الإحتفاظ بها حتى تاريخ حلول ميعاد التنفيذ، أو الإنتظار للنظر فيما ستسفر عنه تقلبات أسعار الأصول المالية المرهونة. ويجب ملاحظة أن تقدير قيمة هذه الأصول يكون وقت إبرام العقد، بصرف النظر عن قيمتها قبل أو بعد ذلك^(٤١٧). وتظل أموال الضمان تحت يد حائز الضمان إلى أن تحدث الواقعة الموجبة لتسليمه. ويمتد حقه بالحصول على الثمار الناتجة عن المال المرهون، حتى يستوفي كامل حقه^(٤١٨).

وعن نطاق الديون والمستحقات التي يغطيها الرهن في عقود مشتقات الأسهم، يلاحظ أنها تشمل ما يلي^(٤١٩):

١/ كافة المسؤوليات والخسائر والتكاليف والأضرار والنفقات التي توجب مسئولية المدين في مواجهة الدائن المرتهن.

٢/ جميع أقساط التأمين المستحقة على المدين.

٣/ أي ملحقات متعلقة بالدين المضمون.

٤/ أي تكاليف مستحقة من أعمال المحاماة أو أي مطالبات إضافية.

وجدير بالذكر، أن الرهن ينفذ إذا ما تحقق السبب المنفق عليه في العقد، وهو عدم أداء الدين المضمون. ويمكن أن يكتفى فقط بثبوت سوء نية مقدم الرهن، إذا تبين أن هناك تفاوت بين المنفعة المتحققة من تنفيذ التعهد المتوقع، والخسارة

2009, op.cit.

(٤١٧) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول لذالية المنقولة، مرجع سابق، ص ١١٣.

(٤١٨) للمرجع السابق، ص ١١٤.

(٤١٩) راجع نموذج لهذا العقد:

Collateral Agreement and Receipt, RLI Insurance Company, op.cit.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

والإجحاف الذي لحق بالدائن المرتهن من عدم سداد الإلتزام الأصلي. أو إذا ثبت أن إنفاذ الرهن لا يفيد في تغطية المدفوعات الخاصة بالدين المضمون^(٤٢٠).

٥٩- مدى أحقية الحائز في استثمار المال المرهون أثناء مدة الرهن:

يكتسب الحديث عن هذا الأمر أهمية خاصة في عقود مشتقات الأسهم، بالنظر إلى طول الفترة الزمنية التي من المتوقع بقاء المال المرهون فيها تحت يد الحائز. وقد ذهب جانب من الفقه^(٤٢١) إلى أن حائز الضمان له أن يستثمر المال المرهون تحت يده حتى حلول ميعاد إستحقاق الدين، بشرط أن يكون هناك إتفاق يسمح له بذلك في عقد الضمان: على أن يلتزم برد المال كاملاً في حالة إستحقاقه، بالإضافة إلى عائد الإستثمار، بعد خصم أجره الحيازة.

وقد استطرد الرأي السابق تأكيداً على موقفه إلى التمييز بين أمرين^(٤٢٢):

الأول: إذا تم الإتفاق على أن يستوفي صاحب الضمان حقه من عائدات المال المرهون، فإنه يحق له إستيفاء كل أو جزء من مستحقاته من هذا العائد.

الثاني: إذا لم يتم الإتفاق الصريح على تخصيص عائد الإستثمار لسداد المستحقات، فلا يجوز في هذه الحالة حصول من تقرر الضمان لمصلحته على مستحقاته منه، وإنما ترد هذه الأموال وعائدها إلى مقدم الضمان، بعد خصم المصروفات.

ولعل هذا الرأي قد جاء متأثراً بنظام التrust (المعروف في الدول الأنجلوسكسونية^(٤٢٣)). والذي يسمح بوضع المال في حيازة شخص يسمى بالأمين

(٤٢٠) راجع:

Thomas Berger, Allen & overy, European Finance Litigation Review, November 2015, p18, available at: www.allenoverly.com

(٤٢١) د. آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعمود مقايضة الأصول لثالفة للثقل، مرجع سابق، ص ١١٤.

(٤٢٢) المرجع السابق، ص ١١٦.

(٤٢٣) راجع:

Mourant Ozannes, An introduction to the law of trusts in Jersey, November, 2005, available at: mourantozannes.com; what is a Trust? What role do Trusts play in succession law?, Beatrice Puoti-ffiske Partner, Burges Salmon LLP, 20 June 2011, available at: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201106/20110629ATT22946/20110629ATT22946EN.pdf>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

أو المؤتمن (Trustee) — غالبًا ما يكون بنك — ليستغله لمصلحة المستفيد. مع ملاحظة أن الملكية تنفصل عن المنفعة، بحيث تثبت الملكية لمقدم الضمان، والمنفعة للحائز. وجدير بالذكر أن قواعد الترس (Trust) ليست معروفة في مصر، وأنه يستعاض عنها في الوقت الحالي بنظام الرهن الحيازي، الذي هو عبارة عن عقد يسمح للمدين في عقد المشتقات، بأن يضمن الوفاء بدينه عن طريق تسليم مال معين (المال المرهون) للدائن المرتهن أو لشخص أمين، ليظل المدين الراهن مالكًا للمال المرهون، رغم إنتقال الحيازة. ويثبت للدائن المرتهن الحق في التقدم على غيره من الدائنين في التنفيذ على هذا المال، كما يثبت له أيضًا حق تتبعه تحت أي يد ينتقل إليها للتنفيذ عليه (٤٢٤).

ونحن من جانبنا لا نتفق مع هذا الرأي، وذلك للأسباب الآتية:

١/ أن هذا الرأي سيفتح بابًا واسعًا من الاختلافات، خاصة وأن هذا المال ليس حقًا خالصًا للدائن المرتهن، وإنما هو مجرد ضمان لمواجهة إخلال المدين بالوفاء بالتزامه. ومن ثم إذا ما ألتزم بالوفاء بما تم الإتفاق عليه في عقد مشتقات الأسهم في المواعيد المقررة، فلا سلطان للدائن المرتهن على هذا المال، وإذا لم يقم بالوفاء فيحق له التنفيذ على المال المرهون.

٢/ هذا المال مستحق ليس فقط عند حلول ميعاد الدين، ولكن أيضًا في حالة فسخ العقد على أثر إخلال المدين بالتزامه، وما يستتبع ذلك من رغبة أحد الأطراف في تسويته أو تصفيته. ومن ثم يجب أن يكون هذا المال مهياً للإستحقاق في أي وقت، والقول بالسماح للحائز أن يستثمره، من شأنه أن يثير إشكاليات جمة تتعلق بعدم وجود المال، أو عدم كفايته وقت التنفيذ، أو صعوبة توفير مال مماثل في حالة هلاكه إذا لم يكن من المثليات. ومع ذلك، قد تكون لمقدم الضمان مصلحة في قيام الحائز باستثمار هذه الأموال خلال فترة إيداعها لديه، للإستفادة من عائد الإستثمار في دفع المبالغ المستحقة لمن تقرر الضمان لمصلحته، أو إستفادة مقدم الضمان منها شخصيًا.

(٤٢٤) وضعت المادة (١٠٩٦) من القانون المدني المصري تعريفًا للمقصود ب الرهن الحيازي، نعرفه بأنه عبارة عن " عقد يلتزم به شخص، ضمانًا لدين

عليه أو على غيره، أن يسلم للدائن أو لى أجنبي يعينه المتعاقدان شيئًا، ويحصل الدائن بمقتضى هذا الاتفاق على حق عيني يحوله حبس الشيء لحين استيفاء

الدين. كما يحق له بمقتضى ذلك العقد، التقدم على غيره من الدائنين في اقتضاء حقه من ثمن هذا الشيء".

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق — جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الثاني.

٣/ أن حق من تقرر الضمان لمصلحته ينصرف فقط إلى المال المرهون، ولا يجوز الإتفاق على تخصيص عائداته لضمان الوفاء. لأن في هذا القول ما يمثل إعتداء على الضمان العام المقرر لمصلحة غيره من الدائنين مادام لم يتم تسجيل تنبيه نزع الملكية. حيث أن الأصل أن المال المقدم كضمان كاف لمواجهة مستحقات من تقرر الضمان لمصلحته، ومن ثم ليس هناك ما يدعو لخلط الأموال المخصصة كضمان خاص بالأموال المقررة كضمان عام.

ويلاحظ أن عدم تقديم المال المتفق على رهنه موجباً لفسخ عقد مشتقات الأسهم، وذلك قياساً على ما قرره المادة (١٠٥) من القانون رقم (٨٨) لسنة ٢٠٠٣ بإصدار قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد والمعدل بالقانون رقم ١٦٢ لسنة ٢٠٠٤ وبالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٥^(٤٢٥) بأنه " في حالة وجود اتفاق يعطي للبنك بصفته دائناً مرتهاً الحق في بيع الأوراق المالية المرهونة إذا لم يتم المدين بالوفاء بمستحقات البنك المضمونة بالرهن عند حلول أجلها، يجوز للبنك بيع تلك الأوراق وفق الاحكام المنظمة لتداول الأوراق المالية في البورصة، وذلك بعد مرور ١٠ أيام عمل من تكليف المدين بالوفاء بموجب ورقة من أوراق المحضرين....".

ويقترب نظام الرهن الحيازي بالمعنى السابق من نظام الضمان " Collateral agreement" المعروف لدى الدول الأنجلوسكسونية^(٤٢٦)

٦٠- مدى اعتبار ترتيب الرهن من قبيل التصرفات المشمولة بعدم النفاذ الجوازي:

مما لا شك فيه، أن ترتيب رهن لضمان الوفاء بعقد مشتقات الأسهم أمر قد يضر بجماعة الدائنين، مما يثير التساؤل حول مدى إعتباره من قبيل التصرفات المشمولة بعدم النفاذ الجوازي من عدمه إذا ما وقع في فترة الريبة؟

(٤٢٥) راجع هذا القانون في الجريدة الرسمية العدد ٢٢ مكر بتاريخ ٢٠٠٣/١٥، وللمعدل بالقانون أرقام ١٦٢ لسنة ٢٠٠٤، و٩٣ لسنة ٢٠٠٥، و١٢٥ لسنة ٢٠٠٩، و١٢٥ لسنة ٢٠١١، و١٦٠ لسنة ٢٠١٢، و٨٥ لسنة ٢٠١٣.
(٤٢٦) راجع نموذج لهذا العقد:

Collateral Agreement and Receipt, RLI Insurance Company, op.cit.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

يأخذ عقد الرهن أو الضمان ذات الحكم المقرر بالنسبة للدين الناشئ عن عقد مشتقات الأسهم، حيث يسري عليه قاعدة عدم النفاذ الجوازي إذا ما تم خلال الفترة الواقعة بين توقف المدين التاجر عن دفع ديونه التجارية وصدور الحكم بشهر الإفلاس، متى كان هذا التصرف يمثل إصراراً بجماعة الدائنين، وكان المبتصرف إليه على علم بتوقف المفلس عن الدفع^(٤٢٧).

ويثور في الصدد إشكالية معينة، تتعلقبان بعض عقود مشتقات الأسهم قد تسفر عن ديون غير محددة القيمة، وهو ما يتعارض مع القاعدة القانونية التي تقرر بأنه لا يجوز إنشاء رهن ضماناً لدين غير محدد القيمة.

والملاحظ أن نظام الرهن الحيازي لا يتوافق مع هذه الحالة، على أساس أن أحكامه لا تجيز ترتيب الرهن لدين غير محدد القيمة. لكن نظام الضمان " Collateral agreement" يسمح بضمان الدين الإحتمالي، ويتم توقع قيمته في ضوء حجم الصفقة، وتقلبات أسعار الأسهم. ويترتب على ذلك، أنه إذا نشأ رهن في تاريخ لاحق على تاريخ إبرام عقد مشتقات الأسهم خلال فترة الريبة، فإنه ينفذ في مواجهة دائني الراهن إذا كان لضمان تنفيذ الإلتزامات الناشئة عن عقد مشتقات مستقبلي^(٤٢٨).

ثالثاً/ الضمانات الشخصية لعقد مشتقات الأسهم (خطاب الثقة):

٦١ تلعب خطابات الثقة (تسمية النظم اللاتينية) أو خطابات الضمان (تسمية النظم الانجلوسكسونية) دوراً بالغ التأثير في ضمان تنفيذ عقود مشتقات الأسهم، بالنظر إلى أنها تضمن للدائن الحصول على حقه^(٤٢٩). وغالباً ما يكون مصدر هذا الخطاب أحد البنوك، الذي يتعهد بالإحتفاظ بمبلغ من المال لمصلحة المستفيد (الدائن في عقد مشتقات الأسهم)، ويتعهد بإبلاغه في حالة تغيير هذه البنية، أو إنخفاض نسبة المبلغ

(٤٢٧) راجع المادة (٥٩٩) من قانون التجارة المصري، رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.

(٤٢٨) د. آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المتقولة، مرجع سابق، ص ١٢٢.

(٤٢٩) وقد عرفت المادة (١٣٥٥) من قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ خطاب الضمان بأنه عبارة عن " تعهد مكتوب يصدر من البنك بناء

على طلب شخص يسمى الأمر بدفع مبلغ معين أو قابل للتعيين لشخص آخر يسمى المستفيد إذا طلب منه ذلك خلال المدة المعنية في الخطاب، ودون

اعتداد بأية معارضة" عرفه أيضاً قانون المعاملات التجاري الإماراتي في مادته رقم (٤١٤) بأنه عبارة عن " تعهد يصدر من المصرف الضامن بناء على

طلب عميل له (الأمر) بدفع مبلغ معين أو قابل للتعيين لشخص آخر (المستفيد) دون قيد أو شرط، ما لم يكن خطاب الضمان مشروطاً إذا طلب منه

ذلك خلال المدة المعنية في الخطاب، ويوضع في خطاب الضمان الغرض الذي صدر من أجله.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المقرر لمصلحته، والتشاور معه في حالة أى إنخفاض في هذه النسبة^(٤٣٠). ودائمًا يؤكد الضامن أنه يلعب دور الكفيل وليس المتضامن، حيث أنه يهتم بقيام المدين بالوفاء بالتزامه في مواعده^(٤٣١).

وقد عرف خطاب الضمان من قبل لجنة القانون التجاري الدولي التابعة لمنظمة الأمم المتحدة (الأونسترال) في مادته الثانية خطاب الضمان بأنه عبارة عن تعهد مستقل مقدم من مصرف أو مؤسسة أخرى أو شخص آخر (كفيل) بأن يدفع للمستفيد مبلغًا معينًا أو قابل للتعيين عند تقديم مطالبة بسيطة أو مشفوعة بمستندات أخرى تلزم بدفع المبلغ لمصلحة المستفيد إذا ما حدث تقصير في التزام المتعهد بالتزامه^(٤٣٢).

ويمكن أن يلعب خطاب الضمان بالمفهوم السابق دورًا كبيرًا في مجال عقود مشتقات الأسهم، حيث يمنح الدائن (المستفيد) ضمانًا ضد الإخلال بتنفيذ العقد من قبل المدين. وتتميز خطابات الضمان باستقلالها عن الإتفاق الأساس (عقد مشتقات الأسهم)، لأن البنك يلتزم بصفته أصيلًا في مواجهة الدائن في عقد المشتقات، وليس مجرد نائبًا عن المدين^(٤٣٣).

وتلعب إستقلالية خطاب الضمان بهذا المفهوم دورًا هامًا في عقود مشتقات الأسهم، حيث يجوز أن يكون المبلغ الملتزم البنك بدفعه أكبر من المبلغ الوارد في عقد مشتقات الأسهم، بما يوفر له مزيد الضمان. كما يمكن أن تتسم شروط خطاب

(430) راجع:

Sample Letter of Comfort, Annex 1, Clause (1), available at:
<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/banking-stability/guide-authorization/Annex-1.pdf>

(٤٣١) راجع: Ibid, Clause (2 and 3).

(٤٣٢) راجع:

ICC UNIFORM RULES FOR CONTRACT BONDS, issued as ICC publication No. 524, adopted by the ICC Executive Board on 23 April 1993, come into effect on 1 January 1994.

(٤٣٣) طلال علي سليمان الشوكي، أثر النشر في إلتزام المصرف مصدر الخطاب الضمان، رسالة ماجستير - كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط، ٢٠١٥، ص ٤٤.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الضمان بالشدة (من خلال تشديد مسؤولية البنك في حالة عدم الدفع) مقارنة بما جاء في عقد مشتقات الأسهم^(٤٣٤).

وجدير بالذكر، أنه إذا كان لعميل البنك (المدين في عقد المشتقات) رصيد كاف لخطاب الضمان، فإن العلاقة بينه وبين البنك تعد من قبيل الوكالة في دفع قيمة خطاب الضمان عند طلب المستفيد (الدائن في عقد المشتقات) خلال المدة التي تم الإتفاق عليها. وتعتبر وكالة بأجر إذا كان البنك يحصل على عمولة نظير الخدمة التي قدمها. أما إذا كان العميل ليس لديه رصيد لدى البنك يغطي قيمة خطاب الضمان أو كان مغطي بشكل غير كامل، فإن هذه العلاقة تضم ثلاثة أنواع من العقود: وهيا القرض والوكالة والكفالة^(٤٣٥).

٦٢- وقد ثار الخلاف حول مدى إعتبار خطاب الثقة أو خطاب الضمان من قبيل الضمانات المباشرة في عقود مشتقات الأسهم من عدمه، وذلك على التفصيل التالي:

الإتجاه الأول/ خطاب الثقة لا يدخل في المفهوم القانوني للضمان:

وقد تبنت المحكمة العليا الأمريكية هذا الإتجاه، حيث رأت أن خطاب الثقة في مجال عقد مشتقات الأسهم مجرد خطاب تعهد Undertaking letter ولا يعد خطاب ضمان Guarantee letter. لأن محتوى هذا الخطاب يميل إلى فكرة التعهد أكثر من فكرة الضمان. وأن بعض العبارات التي استخدمت في العقد تؤكد ذلك، مثل "Shall resolve the problem" أننا سوف نبادر بحل المشكلة. و"prevent the bank from suffering economic loss" ومنع البنك من تحمل الخسائر الإقتصادية. وهي عبارات لا تدل بشكل صريح على تحمل البنك للضمان بشكل ملزم وفعال. يضاف لذلك، أنالمقرر. وفق أحكام القانون المدني أن الضمان لا يفترض^(٤٣٦).

(٤٣٤) إيهاب محمد نور عبد الله، خطاب الضمان المصرفي في ضوء الشريعة الإسلامية والقانون والقواعد الدولية، رسالة ماجستير، كلية القانون - جامعة جوبا، ٢٠٠٩، ص ٢٨.

(٤٣٥) أسامة شرفة، خطابات الضمان بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية - الجزائر أنموذجا، مقالة متاحة على العنوان الإلكتروني التالي:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>

(٤٣٦) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الإتجاه الثاني/ خطاب الثقة يدخل في المفهوم القانوني لنضمان:

ويري هذا الإتجاه أن عبارات "Shall resolve the problem" و "prevent the bank from suffering economic loss" يجب أن يتم تفسيرها على مستويين^(٤٣٧):

الأول/ أن البنك يتعهد بحل المشكلة.

الثاني/ إن لم يتمكن البنك من ذلك، فإنه سوف يقوم بتحمل المسؤولية لسداد الديون المستحقة.

وعن الفقه الفرنسي، فقد عالج هذه الفكرة تحت مسمى " خطابات النوايا " Letter d'intention"، وهو تعهد يصدر عن شخص موسر لدعم الثقة في التعامل مع المدين ليتمكن من الحصول على إئتمان بمناسبة عقد المشتقات.

ويفرق الفقه في هذا الصدد بين أربعة أنواع من خطابات النوايا، وذلك على النحو التالي^(٤٣٨):

النوع الأول: ويهدف إلى بث روح الطمأنينة لدي الدائن في عقد المشتقات، من خلال تعهد شخص موسر بأنه سوف يساند المدين في أداء ما ألتزم به إذا أحتاج لذلك، دون أن يكون ملتزم بذلك بشكل قانوني.

النوع الثاني: وهو يعد من قبيل عقد الكفالة، حيث يلتزم فيه مصدر الخطاب بشكل صريح بأن يحل محل المدين في عقد المشتقات بالوفاء إذا ما ثبت عدم قدرته أو إمتناعه عن الوفاء.

Charles Qin and Jennifer jiang, Letter of comfort or guarantee letter, Links Banking Bulletin, May 2008, p4.

(٤٣٧) راجع:

Ibid.

(٤٣٨) د. آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية للنقولة، مرجع سابق، ص ١٢٦. مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

النوع الثالث: ويتضمن هذا النوع الالتزام مصدره فقط ببذل عناية لمساعدة المدين. في عقد المشتقات بتحسين موقفه المالي، مثل تقديم يد العون للمدين في تحقيق أرباح في مشروعه التجاري.

النوع الرابع: ويعد هذا النوع أقوى صور خطابات النوايا، حيث يلتزم مصدره بتحقيق نتيجة معينة، وهي دعم ومساندة المدين في عقد المشتقات في سداد ما ألتزم به. وتظهر صياغة الالتزام مصدر الخطاب بشكل قوي، تفيد تعهده والتزامه بضمان تنفيذ التزام المدين. ويظهر مصدر الخطاب كمتضامن مع المدين وليس مجرد كفيل.

ويبدو لنا في ضوء ما سبق، صعوبة تبني تكليف ثابت لخطاب الثقة أو خطاب الضمان في مجال عقود مشتقات الأسهم، بالنظر إلى تعدد الصيغ والأشكال التي تظهر فيها هذه الخطابات. الأمر الذي يفرض ضرورة وضوح العبارات الواردة في هذه الخطابات، لتحديد طبيعة الالتزام مصدره بدقة، وغلق باب التأويل والتفسير الضمني، خاصة وأن بعض التشريعات تتشدد في وضوح العبارات الواردة في هذه الخطابات، بحيث لا تمتد إلى أكثر مما ورد فيها من عبارات (٤٣٩). وفي كافة الأحوال، يلتزم المدين بأن يكون مصدر الخطاب شخص مليء من الناحية المالية، حتى يتمكن من إقالة المدين من عثرته (٤٤٠). كما يجب على القاضي أن يفسر العبارات الواردة في هذه الخطابات للوقوف على حقيقة مقصود مصدره. وفي ضوء هذه العبارات سيتحدد ما إذا كان التزامه بتحقيق نتيجة أم ببذل عناية.

(٤٣٩) راجع: المادة (٢٢٩٢) من القانون الفرنسي الخاص بخطابات النوايا:

"Le cautionnement ne se présume point; il doit être exprès, et on ne peut pas l'étendre au-delà des limites dans lesquelles il a été contracté."

(٤٤٠) راجع: المادة (٢٢٩٥) من القانون الفرنسي الخاص بخطابات النوايا:

"Le débiteur obligé à fournir une caution doit en présenter une qui ait la capacité de contracter et qui ait un bien suffisant pour répondre de l'objet de l'obligation. Le créancier ne peut refuser la caution présentée par un débiteur au motif qu'elle ne réside pas dans le ressort de la cour d'appel dans lequel elle est demandée."

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

رابعاً/ مبادلة العجز الإئتماني كوسيلة للضمان في عقد مشتقات الأسهم A :credit default swap (CDS)

٦٢- يعد عقد مبادلة العجز الإئتماني CDS أحد صور الضمانات المباشرة التي تهدف إلى تأمين وفاء المدين في عقد مشتقات الأسهم بما التزم به. ويظهر هذا العقدي صورة بوليصة تأمين تقدمها أحد شركات التأمين الأمريكية لضمان سداد الشركات المتعاملة في عقود المشتقات الأسهم لديونها. حيث يلتزم المشتري (المدين) بدفع أقساط ربع سنوية لشركة التأمين البائع (الدائن)، لتقوم الأخيرة بسداد الديون التي يعجز عنها المدين في عقد المشتقات^(٤٤١).

وعلى الرغم من أن سوق عقود مبادلة العجز الإئتماني CDS من أكثر الأسواق التي تحوي مخاطر هيكلية، إلا أنها شهدت تطوراً كبيراً في الآونة الأخيرة. حيث أعتدت عليها العديد من المؤسسات الأمريكية لتأمين الوفاء بعقود المشتقات الخاصة بها^(٤٤٢).

وتتميز هذه العقود بأن دافع أقساط التأمين لا يشترط أن يكون مالكا لعقد المشتقات. يضاف لذلك أن المستثمر قد يقوم بشراء عقد CDS بغرض تأمين عقد المشتقات، وقد يقوم بشرائه بغرض الرهان، أو بغرض التحوط ضد تقلبات أسعار الأوراق المالية للشركة^(٤٤٣). وتطبيقاً لذلك، قامت شركة الإئتمان والثقة والمقاصة the Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) بجمع العديد من البيانات عن عقود CDS المتداولة. وأصدرت مؤخراً تقريراً أثبتت فيه أن القيمة الاسمية لعقود CDS الخاصة بديون شركة جنرال موتورز بلغت ٦٥ بليون دولار، وهو ما يمثل ٢٠% من قيمة ديون هذه الشركة. والعديد من عقود CDS قد تم شرائها بغرض التحوط ضد مخاطر التخلف عن السداد، رغم الثقة الكبيرة بقدرة شركة جنرال موتورز على سداد ديونها. ويلاحظ أن الفارق بين حجم المطالبات

(٤٤١) راجع:

Jean Helwege – (and others), Federal Reserve Bank of New York – Staff Reports, Credit Default Swap Auctions, Staff Report no. 372, May 2009, p1.

(٤٤٢) راجع:

Ibid.

(٤٤٣) راجع:

Ibid.

والقيمة الأسمية لعقود CDS الضامنة للوفاء بالتزامات الشركة، تسبب في صعوبة تسوية المطالبات. وفي حالة التخلف عن سداد جميع المطالبات، سيكون الطريق الوحيد للتسوية هو رد القيمة النقدية للعقد. ومن ثم من المتصور تراحم العديد من الدائنين على عدد محدود من عقود المشتقات^(٤٤٤).

وفي كافة الحالات يجب أن يحاط التعامل بهذه الضمانات بمزيد من الشفافية^(٤٤٥). فمثلاً، بعد إفلاس بنك Lehman Brothers في سبتمبر ٢٠٠٨، خاف المشاركون في هذه السوق من أن المتعاملين في عقود CDS ربما يواجهوا مخاطر كبيرة مؤسسة على ارتفاع القيمة الأسمية لعقود بنك Lehman، وذلك على الرغم من أن قيمتها الحقيقية أقل بكثير^(٤٤٦).

(٤٤٤) راجع:

Ibid, p 2.

(٤٤٥) راجع:

Gyntelberg, J and C Mallo "Voluntary terminations of credit default swap contracts", *BIS Quarterly Review*, December, (2008), p 33.

(٤٤٦) راجع:

Jean Helwege – (and others), Federal Reserve Bank of New York - Staff Reports, Credit Default Swap Auctions, op.cit, p1.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠٠٧. المجلد الثاني

الفصل الثالث

أحكام إنقضاء عقود مشتقات الأسهم وتسويتها بالمقاصة

٦٤- تحاط عقود مشتقات الأسهم بالعديد من الأسباب والعوامل التي تؤدي إلى إنقضائها، وتثير بدورها العديد من الإشكاليات القانونية التي أظهرت خطورة الفراغ التشريعي في هذا الصدد. وقد أقرن الحديث عن إنقضاء هذه العقود بالحديث عن أحكام تسويتها بطريق المقاصة، بإعتباره من أكثر الطرق المتناسبة من طبيعة هذه العقود.

ويقتضي هذا الوضع التعرض بمزيد من التفصيل لأحكام إنقضاء عقود مشتقات الأسهم وتسويتها بطريق المقاصة، وذلك على التفصيل التالي:

المبحث الأول

أحكام إنقضاء عقد مشتقات الأسهم

٦٥- الأصل أن عقود مشتقات الأسهم تنقضي بتنفيذ كل طرف لإلتزاماته. لكن توجد بعض الحالات التي تنقضي فيها هذه العقود إنقضاءً مبسراً، بعضها يعود لصدور خطأ من قبل أحد الأطراف، وبعضها ينقضي دون صدور خطأ، وذلك على التفصيل التالي:

المطلب الأول

إنقضاء عقد مشتقات الأسهم للخطأ

٦٦- يمكن حصر حالات الخطأ الموجب لإنقضاء عقد مشتقات الأسهم فيما يلي:

أولاً/ الإخلال بأحد الإلتزامات العقدية:

٦٧- حرصت العقود النموذجية لمشتقات الأسهم على تنظيم حالات إنقضائها، خاصة في ظل صمت التشريعات القانونية عن تنظيمها بشكل مفصل. ويمكن لنا حصر هذه الحالات على التفصيل التالي:

١/ تخلف أحد أطراف عقد مشتقات الأسهم عن القيام بما ألزم به بموجب العقد^(٤٤٧): وقد أكد العقد النموذجي للمبادلات (ISDA) Master agreement على هذا الأمر، حيث قرر أن الإخلال بتنفيذ الإلتزام مسوغاً لانقضاء العقد^(٤٤٨). جاء

(٤٤٧) راجع:

Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7.1), available: http://www.tempus-us.com/files/Forward_Contract.pdf.

(٤٤٨) راجع:

"Either party may Terminate ("Terminate" or "Termination" defined in the Appendix) this Agreement if the other party: Breaches any covenant in this Agreement, but only if, o As a result of that breach, the non-breaching party cannot substantially realize the benefits that it would have

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

أيضاً في القسم (٥-ii-a-١) من إتفاق الأساس للمشتقات لسنة ٢٠٠٢ Master Agreement 2002 أن أي إخلال في الإمتثال بالتزامات العقد أو أي إلتزام مقرر في الإتفاق الأساسي يبرر المطالبة بإنهاء العقد بعد إنتهاء مدة ٣٠ يوم من تاريخ الإنذار بوجود إخلال^(٤٤٩). بل توسعت بعض عقود المشتقات في هذا الأمر، مقررّة إمكانية إنهاء عقد المشتقات في حالة إنكار العقد أو التشكيك فيه، أو في الجدول الزمني المرفق به، أو إنكار أي تأكيد أو أي دليل على الصفة. وهذا يعني أن لا يشترط لإنهاء العقد تحقق إخلال فعلي بالالتزام، وإنما يكفي مجرد إبداء النية في عدم الإلتزام^(٤٥٠).

وطبقاً للمادة(٥) من إتفاق الأساس لعام ١٩٩٢ يعد إخلال بالعقد إنهائه بشكل مبكر early termination أو الخطأ في تصفيته Liquidation أو التقصير في دفع المبلغ المستحق على سبيل التعويض لإنتهائك أي شرط أو بند من إتفاق إستحقاق هذا المبلغ^(٤٥١). والملاحظ أن القضاء يحرص على تفسير مصطلح " الإخلال بالإلتزام " ضيقاً وإتساعاً بحسب " الصفة المتعاقد عليها"، وأطراف العقد والضمانات المقدمة^(٤٥٢).

٢/ التذليس:أيضاً من بين حالات الإخلال بالعقدثبوت التذليس من جانب أحد أطرافهخصوص أحد البيانات أو المعلومات الواردة فيه. كما لو تلاعب في البيانات المتعلقة بمركزه القانوني أو وضعه المالي أو الضامن الذي يضمنه^(٤٥٣).

realized from this Agreement absent that breach". Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (6.1).

(٤٤٩) راجع:

Andrew V. Petersen, Partner and Duncan Batty, K Derivatives, K/2 Practical Lending. R.33: October 2008, p18.

(٤٥٠) راجع:

Ibid.

(٤٥١) راجع:

Ibid, p19.

(٤٥٢) راجع:

Ibid, p19.

(٤٥٣) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاميكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٣/ الإخلال بضمانات الوفاء بعقد مشتقات الأسهم: عالج القسم (5 -a -III) من عقد الأساس النموذجي للمشتقات لسنة ٢٠٠٢ أحكاماً مماثلة لأحكام المادة 5-a-s. (ii) من عقد الأساس للمشتقات لسنة ١٩٩٢ فيما يتعلق بسند الضمان (Credit Support Document) المقدم من المدين، وحالات الإخلال المحددة في هذا القسم وكان في مقدمتها؛ إخلال المدين أو مقدم الضمان بالضمانات التي قدمها، وأن هذا الإخلال قد وقع خارج المدد الزمنية المسموح بتقديمه خلالها، أو لم يتم إستيفاء الإلتزامات المتعلقة بتقديم الضمان. أو إذا أنكر مقدم وثيقة الضمان (الكفيل) إلتزامه بالضمان، حيث أعتبرها إتفاق الأساس من قبيل الأخطاء المتعدية -cross default (Sec:6-a-v). أيضاً من الإخلالات؛ إذا أصبح المدين أو ضامنه معسراً، أو اضطربت أحواله المالية بما جعله موشك على الإعسار، أو إذا أصبحت الضمانات المقدمة من المدين أو الضامن غير قابلة للتنفيذ عليها، أو حدث ما يؤثر بشكل سلبي على الضامن أو الضمانات المقدمة أو الشروط المالية^(٤٤). وبشكل عام يحرص الدائن في عقد مشتقات الأسهم على التأكيد على أحقيته في إنهاء العقد في حالة إخلال المدين بتقديم الضمانات المتفق عليها^(٤٥).

وقد حرصت العقود النموذجية للمشتقات المالية (Master Agreement) لسنة ٢٠٠٢) على إعطاء مهلة زمنية مدتها يوم واحد بعد الإنذار بوجود إخلال بغرض تنبيه الطرف المتخاذل لتدارك هذا الخلل. وتعد هذه المدة أقل من تلك التي كانت مقررة

Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (iv-5-a).

(٤٥٤) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المتقولة، مرجع سابق، ص ١٢٦.

(٤٥٥) راجع:

Failure to Pay Collateral. Tempus reserves the right to terminate the Forward Contract and any and/or all other Forward Contracts in the Client's Portfolio if Collateral is not received within the specified time frame. The Client will be liable for any and all Losses ("Loss" or "Losses" defined in the Appendix) and/or expenses that may result from this Termination. This applies for the Collateral required upon initial formation of a Forward Contract and also in the Instance of a Margin Call.

Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (6.2).

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

من قبل إتفاق Master Agreement لسنة ١٩٩٢، والتي كانت تمنح المتخاذل مدة ثلاثة أيام^(٤٥٦).

ثانياً/ إنقضاء عقد مشتقات الأسهم للإفلاس:

٦٨- مفهوم الإعسار المسوغ لإنقضاء عقد مشتقات الأسهم:

مما لا شك فيه أن شهر الإفلاس يعد من أقوى الدلائل التي تشير إلى إنهيار إنتمان أى طرف من أطراف عقد مشتقات الأسهم. لذلك تواترت هذه العقود على تقرير الحق في فسخ العقد لإفلاس أحد الطرفين أو ضامنه أو المؤسسة التابع لها. فغالبًا ما تتم هذه العقود بين شركات أو مؤسسات تجارية، ومن ثم من المتصور تعرضها للإفلاس ومن ثم إنهيار إنتمائها. ويعالج القانون الأمريكي هذه الحالة تحت مسمى الإعسار Insolvency، وهي معاني تشير إلى زيادة ديون المدين عن أصوله، وتوقفه عن دفع الديون المستحقة عسرًا (وفق المفهوم الأمريكي).

ويري البعض^(٤٥٧) أن مجرد إقرار أحد الأطراف بعدم قدرته على الوفاء بالديون المستحقة عليه دليل على إعساره. كما أنه لا يشترط في هذا الصدد أن يكون الدين الذي توقف عن دفعه ناشئ عن عقد المشتقات للمطالبة بفسخ هذا العقد، فمن الممكن أن يكون قد نشأ عن عقد آخر. كما أن العبرة ليست بحل الشخص المعنوي الطرف في عقد مشتقات الأسهم للحكم بفسخ العقد - كما يحدث مثلًا في حالات الاندماج أو الدمج - وإنما يجب ثبوت إفلاسه، أو إتخاذ أى إجراء من إجراءات الإفلاس.

وقد حرصت عقود مشتقات الأسهم على تعداد الحالات التي يعد فيها أحد أطراف العقد مفلسًا، كان أهمها^(٤٥٨):

(٤٥٦) راجع:

Andrew V. Petersen, Partner and Duncan Batty, op. cit, p18.

(٤٥٧) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول لتالية المتولة، مرجع سابق، ص ١٣٦.

(٤٥٨) راجع:

Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7/3/a).

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

١/ أن يصير أحد أطراف العقد معسرًا insolvent، من خلال ثبوت عدم قدرته على دفع الديون المستحقة. أو إقراره وإعترافه بعدم قدرته على دفع ديونه عند إستحقاقها^(٤٥٩).

٢/ إذا تم إتخاذ أى إجراء من إجراءات التصفية الجماعية لمصلحة جماعة الدائنين ضد أحد أطراف عقد المشتقات.

٣/ فى حالة خضوع أحد أطراف العقد لأى إجراء متعلق بالإفلاس، أو يقتضى تطبيق قوانينها، أو غيرها من القوانين التي يمكن أن تؤثر في حقوق الدائنين، أو تم تقديم طلب للتصفية أو إتخاذ أى من إجراءاتها.

٤/ إذا صدر قرار بتصفية الشركة (الطرف في عقد المشتقات) من قبل المحكمة المختصة (فيما عدا حالة الدمج والاندماج).

٥/ إذا تم تعيين أمين تقليسة أو وصي ولو بشكل مؤقت على كل أو جزء من أموال أحد أطراف العقد.

٦/ إذا قام الدائن المرتهن بإجراءات الحجز والتنفيذ على كل أو بعض الأصول المملوكة للمدين فى عقد المشتقات^(٤٦٠).

ويبدو لنا أن الحالات السابقة تعكس نوع من التشدد فى مواجهة المدين فى عقد مشتقات الأسهم، حيث لم تكف لفسخ العقد مجرد توقف المدين عن دفع ديونه عسرًا، وإنما عالجت كافة الحالات التي من شأنها تهديد إنتمان المدين. وعلى الرغم من مشروعية التبريرات التي تقف وراء هذا التشدد، والتي فى مقدمتها حماية الدائن فى عقد. مشتقات الأسهم. إلا أننا لا نتفق مع هذا التشدد، لأنه ينطوى على خلط بين مفهوم الإفلاس ومفهوم الإعسار المدني. فالأخير يشير إلى زيادة خصوم المدين على أصوله. أما الثاني فيشير إلى توقف المدين عن دفع ديونه التجارية على أثر ضائقة مالية، الأمر الذى يجب معه القول بأن ما يهدد إنتمان المدين هو الإفلاس وليس مجرد الإعسار، لأن الأخير لا يعدم إنتمان المدين كما

(٤٥٩) راجع:

Ibid.

(٤٦٠) راجع:

Ibid.

في الإفلاس. لذلك يجب قصر الفسخ على تحقق الإفلاس، وليس مجرد تهديد إئتمان المدين، لأن الأخير رغم إفساره يمكن أن يجد لنفسه مصادرًا جديدة للإئتمان ليستعيد قواه مرة أخرى، بما لا يبرر فسخ عقد المشتقات. وتنطلق وجهة نظرنا من الحرص على استمرار عقد المشتقات وتجنب فسخه إلا في أضيق الظروف، لتحقيق الاستقرار العقدي في هذه العقود. يمكن كل طرف من تحقيق ما يصبو إليه من ورائه. يضاف لذلك أن القول بفسخ العقد لمجرد تهديد إئتمان أحد أطرافه، من شأنه أن يزيد من عثرته، ويعجل بسقوطه في هاوية الإفلاس.

٦٩. كيفية فسخ العقد في حالة الإفلاس:

وفق المتواتر عليه في عقود مشتقات الأسهم النموذجية، يترتب على إفلاس أحد أطرافه مطالبة الطرف الآخر بفسخه وتنصلهم من إلتزاماته. لكن تظهر صعوبة هذا الأمر في حالة قيام أحد الأطراف بإداء ما عليه من إلتزامات، ثم يتعذر على الطرف الآخر الوفاء بسبب الإفلاس.

وتقضي القواعد العامة أن الإلتزامات الدورية المتبادلة يتم تسويتها بطريق المقاصة، وفي حالة الإفلاس يتم إجراء مقاصة ختامية. لكن الملاحظ أن أمين التفليسة يمكن أن يرفض فسخ العقد، ويطلب بالإستمرار فيه إذا ما رأى أن ذلك محقق لمصلحة جماعة الدائنين. ويعرف هذا المبدأ في النظام الأنجلوسكسوني باسم ^(٤٦١) Cherry Picking.

وجدير بالملاحظة، أن الإفلاس من شأنه تعطيل أعمال مقاصة الختام - Close Netting - out، بالنظر إلى أن من أهم الآثار المترتبة على صدور الحكم بالإفلاس حظر المقاصة بين حقوق المقلس وإلتزاماته، ما لم يوجد ارتباط بينهما، بأن تكون هذه الحقوق والإلتزامات قد نشأت عن سبب واحد أو شملها حساب جار ^(٤٦٢).

(٤٦١) وقد تبني القانون المصري هنا للمبدأ، حيث قررت المادة (١/٦٢٣) من قانون التجارة المصري رقم ١٩ لسنة ١٩٩٩ على عدم إمكانية فسخ العقود للزمة للجانين، التي يكون المقلس طرفًا فيها، إلا إذا كانت قائمة على اعتبارات شخصية. كما نحت الفقرة الثانية من ذات المادة لأمين التفليسة الخيار بين تنفيذ العقد أو عدم الاستمرار فيه، وهو ما يعطى الطرف الآخر الحق في الفسخ.

(٤٦٢) راجع: للمادة (٥٩١) من قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ١٧: ٢٠١٧، المجلد الثاني

وتقضي المادة (١/٦٢٣) من أحكام قانون التجارة المصري بأنه " لا يترتب على الحكم بشهر الإفلاس فسخ العقود الملزمة للجانبين التي يكون المفلس طرفاً فيها، إلا إذا كانت قائمة على اعتبارات شخصية".

ويلاحظ أن هذا النص قاطع الدلالة في أن الإفلاس لا يؤدي إلى فسخ عقد المشتقات الذي يكون المفلس طرفاً فيه تلقائياً، بإعتبار أن هذا العقد ملزم للجانبين ولا يقوم على الإعتبار الشخصي. يضاف لذلك، لا يجوز إتفاق الأطراف على فسخ العقد في حالة الإفلاس، بالنظر إلى تعلق أحكام الإفلاس بالنظام العام، ومن ثم لا جدوى من الإتفاق على مخالفة أحكامه.

ويظهر الحكم السابق للقانون المصري إختلافاً واضحاً مقارنة بما قرره العقود النموذجية للمشتقات المالية الأمريكية سابقة الذكر. حيث أن الأخيرة أعتبرت الإفلاس أحد أهم الأسباب المؤدية إلى فسخ العقد^(٤٦٣).

ومما يخفف من غلواء هذا الأمر، أن الفقرة الثانية من المادة السابقة قررت أنه إذا لم ينفذ أمين التفليسة العقد أو لم يستمر في تنفيذه جاز للطرف الآخر أن يطلب الفسخ. وكل قرار يتخذه أمين التفليسة بشأن العقد يجب أن يعرض على قاضي التفليسة ليأذن به. ويجوز للطرف الآخر أن يعين لأمين التفليسة مهلة مناسبة لإيضاح موقفه من العقد.

والسؤال الذي يثور في هذا الصدد يتعلق بمدى حق الدائن في عقد مشتقات الأسهم من الإشتراك في تفليسة المدين، في حالة فسخ العقد لإخلال أمين التفليسة بتنفيذه؟

أجابت المادة (٣/٦٢٣) عن هذا التساؤل بالقول، بأن المتعاقد له حق الإشتراك في التفليسة كدائن عادي بالتعويض المترتب على الفسخ، إلا إذا نص العقد على احتفاظ التعويض بالإمتياز المقرر له قانوناً.

ويتضح من المقارنة السابقة تفوق موقف القانون المصري، حيث أنه حرص على الموازنة بين إعتبارات حماية أطراف عقد المشتقات (الدائن والمدين)، بأنه لم يجعل الإفلاس مبرراً في حد ذاته لفسخ العقد، إلا إذا ثبت أنه سوف يؤثر على تنفيذه، وهو الأمر الذي من شأنه دعم بقاء العقد وإستمراره بما يحقق مصالح

(٤٦٣) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ١٤٠.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

أطرافه. لكن رغم ذلك، تظهر النصوص السابقة بجلاء عدم تناسبها مع خصوصية عقد المشتقات لأكثر من سبب:

السبب الأول/ أن هذه النصوص تحول دون تحقيق عقود المشتقات لأهدافها، خاصة أهداف التحوط ومواجهة المخاطر. فجعل مصير عقد المشتقات بيد أمين التفليسة من شأنه أن يعرض الدائن لمخاطر إستثنائية، من خلال حرمانه من الإشتراك مع جماعة الدائنين للتنفيذ على أموال المدين. الأمر الذي قد يترتب عليه إستنفاد أموال التفليسة لتغطية ديون جماعة الدائنين، بما قد يضر بالدائن في عقد المشتقات، لكونه لن يتمكن من اللحاق بهم، أو سيلحق بهم في وقت متأخر.

السبب الثاني/ لا يكفي في هذا الصدد القول بأن الدائن يملك رفع دعوى الفسخ إذا ما أخلمين التفليسة بتنفيذ العقد. حيث أن هذا أمر يمثل إرهاباً بالنسبة له، ويجعله في موقف أضعف من أعضاء جماعة الدائنين الذين يملكون التنفيذ على أموال المدين، دون حاجة إلى رفع دعوى لفسخ علاقتهم به أولاً، الأمر الذي يمثل إهداراً للتوقعات التجارية لهذا الدائن.

من ناحية أخرى، حرص قانون تحديث الأنشطة المالية الفرنسي (2 juillet de modernisation des activités financières (MAF), Code monétaire et financier) (١٩٩٦)، ومن بعده القانون النقدي والمالي لعام ٢٠٠٠ (Code monétaire et financier) (١٩٩٦) على التأكيد على حق المطالبة بفسخ عقد المشتقات في حالة الإفلاس.

وعلى صعيد متصل، سمح القانون الفرنسي الصادر في ٣١ ديسمبر لسنة ١٩٩٣ في المادة (٨) منه للطرف المוסر الحق في فسخ العقد للإفلاس، بالإضافة لحقه في إجراء المقاصة بين ما له من حقوق وما عليه من ديون في مواجهة الطرف المعسر (١٩٩٦).

(١٩٩٦) راجع:

Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières – Article 52.

(١٩٦٥) راجع:

Code monétaire et financier, Edition: 2015-10-18.

(١٩٦٦) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٧٠ مدى ملائمة فكرة الوقف التلقائي Automatic stay لعقود مشتقات الأسهم:

من المستقر عليه قانونًا، أن الضمان العام للمدين يتألف من الأصول المملوكة له وقت رفع الدعوى، وكذلك الإيجارات والأرباح وغيرها من الإيرادات الدورية.

وينظم الفصل رقم (١١) من قانون الإفلاس الأمريكي ما يعرف بفكرة الوقف التلقائي Automatic stay، التي تقضي بأن المحكمة لها أن تصدر أمر قضائي بوقف إجراءات تحصيل الديون من المدين الذي أشهر إفلاسه بناءً على طلب من الدائنين، مع مراعاة بعض الاستثناءات^(٤٦٧). ويبدأ الحق في تقديم هذا الطلب من لحظة رفع دعوي الإفلاس أمام المحكمة (b/٣٦٢). وقد كان من بين الاستثناءات التي قررها القانون السابق فسخ العقد مع المدين المفلس، بما يعنى عدم جواز المطالبة بفسخ العقد لإفلاس أحد أطرافه. ففكرة Automatic stay لا تمنح المدين حقوقًا عقديّة أكبر من تلك التي يتمتع بها خارج الإفلاس^(٤٦٨). ويتعبير أدق، المادة (e-1-365) منعت فسخ العقد مع المدين حتى ولو تضمن شرط يسمح بفسخه في حالة الإفلاس، كي لا يعفي مدين المفلس من تنفيذ التزاماته^(٤٦٩). فالقول الفصل في هذه المسألة، أن الإفلاس لا يؤثر كأصل عام على العقد حتى ولو اتفق الأطراف على خلاف ذلك^(٤٧٠).

ويمكن أن ينظر إلى الاتفاقيات الفردية للمدين بالمخالفة لهذا الأمر على أنها غير نافذة في مواجهة جماعة الدائنين، ويتحمل وحده تبعاتها في مواجهة الغير^(٤٧١).

HERVÉ LE GUEN, LE « NETTING » et la protection legale des systemes de reglements intermancaires, bulletin de la banque de france – 3e trimestre 1994 – Supplément « Études », p45.

U.S. Code, Title: 11, chapter 1 § 101 – Definitions. راجع: (٤٦٧)

Hurley v. Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co., 213 U.S. 126, 134-35 (1909) راجع: (٤٦٨)

MATTER OF TRIANGLE LABORATORIES, INC, United States Court of Appeals, راجع: (٤٦٩)

Third Circuit. 663 F.2d 463 (3d Cir. 1981).

راجع: (٤٧٠)

Hawkins v. McGee, 146 A. 641, 643 (N.H. 1929), available

at: <http://madisonian.net/downloads/contracts/hawkins.pdf>.

راجع: (٤٧١)

See: 11 U.S.C. § 365(g). Executory contracts and unexpired leases; Streeter V. Eldridge, 311 Mass.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ويستثنى من ذلك العقود التي لم يبدأ تنفيذها بعد، حيث أن امتناع أى من الطرفين عن تنفيذ ما التزم به يمثل خطأ مادي، ويسمح للطرف الآخر بالتصل من ما التزم به^(٤٧٢). وتقرر المادة (٣٦٢) من قانون الإفلاس الأمريكي أنه لا مجال للإعفاء من شرط الوقف التلقائي، باستثناء الدائنين أصحاب الضمان^(٤٧٣).

وتخرج عقود المشتقات المالية عن الأحكام السابقة^(٤٧٤)، حيث أن فسخ عقد المشتقات لا يخضع لفكرة الوقف التلقائي automatic stay^(٤٧٥)، إلا إذا تضمن شرط يسمى "بحكم الواقع Ipsso facto clauses". وهو شرط يتم إدراجه في العقد بموجبه إذا أصبح المدين معسراً أو تقدم بطلب للصلح الوافي من الإفلاس فإن هذا يعد مخالفة للعقد، يعطى الحق في الفسخ. بمعنى آخر، أي طلب للصلح الوافي من الإفلاس أو طلب لشهر إفلاس المدين في عقد المشتقات يعد خرقاً لهذا الإتفاق (لهذا سمي بشرط الواقع)، بما يعفى الطرف الآخر من أي التزامات، ويعطيه الحق في فسخ عقد المشتقات استثناءً^(٤٧٦)، وبالمثل، الضمانات المقدمة كجزء من صفقة المشتقات^(٤٧٧).

كما أضافت المادة (١١) من قانون الإفلاس الأمريكي، أنه إذا تعلق الأمر بشركة غير مالية فإن قانون الإفلاس يسمح بفسخ عقد المشتقات في حالة ثبوت أن هذا العقد يتعارض مع تعظيم قيمة الأصول المالية للمدين^(٤٧٨).

180, 40 N.E.2d 254; 255; 11 U.S.C. § 365(d), (2).

(٤٧٢) راجع:

See: 11 U.S.C. § 365(a), chapter 5 – creditors, the debtor, and the estate subchapter III – the estate.

11 U.S.C. § 362(d); راجع: (٤٧٣)

(٤٧٤) راجع:

Rhett Campbell, Financial Markets Contracts and BAPCPA, 79 AM. BANKR. L.J.

697, (2005), p712.

11 U.S.C. § 560, 561(a); راجع: (٤٧٥)

11 U.S.C. § 560; راجع: (٤٧٦)

11 U.S.C. § 362(b)(17); راجع: (٤٧٧)

(٤٧٨) راجع:

Frank Partnoy & David A. Skeel, the Promise and Perils of Credit Derivatives, 75 U. CIN. L.

REV., (2007), p 1050.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ويتضح مما سبق أن القانون الأمريكي منح أمين التفليسة سلطة الإختيار بين، أما الاستمرار في عقد المشتقات التي يكون المدين المفلس فيها طرف، أو المطالبة بفسخ العقد، وهو ما يسمى بـ Automatic stay. ثم تبين أن هذا الوضع يمثل إجحافاً شديداً بحقوق الطرف الموسر في العقد، الذي يبقي تحت أمره أمين التفليسة. لذلك صدر قانون الإفلاس لعام ١٩٩٠ U.S Bankruptcy Code متضمناً إعفاء الطرف الموسر من الإستمرار في العقد لحين إيداء أمين التفليسة موقفه، بحيث يحق له المطالبة بفسخ العقد. ولعل الدافع من وراء هذا التعديل، هو الرغبة في تمكين أطراف عقد المشتقات من التحلل منه في حالات الإفلاس أو التصفية القضائية، بالنظر إلى أن هذه العقود تصنف على أنها من العقود الأجلة التي يزداد فيها فرصة عدم حصول الطرف الموسر على حقه^(٤٧٩).

ولعل الموقف الأمريكي قد شهد تطوراً في هذا الصدد، حيث وسعت العقود النموذجية من الحالات المشابهة للإفلاس والتي يتدهور على أثرها الموقف المالي للمدين في عقد المشتقات، حيث اعتبرت أن مجرد تدهور الموقف المالي للمدين كافيًا لإقرار حق الطرف الآخر في طلب فسخ العقد، حتى ولو لم يصل الأمر إلى حد الإفلاس. فمجرد التوقف عن الدفع من قبل أحد الأطراف يبرر قيام الآخر بطلب فسخ العقد^(٤٨٠).

وفي عام ٢٠٠٥ تم إجراء تعديل على هذا القانون من خلال إضافة المادة (٥٦١) التي سعت إلى حماية الحقوق التعاقدية للأطراف المتضررة من فسخ عقد المشتقات أو تصفيته طبقاً لإتفاق الأساس للتسوية Master netting agreement (وهو عبارة عن إتفاق بين طرفين بينهم العديد من عقود المشتقات، يسمح لهم بالتسوية الجماعية للإلتزامات الناشئة عن هذه العقود بالإضافة للضمانات النقدية المقدمة، بدفعة واحدة وبعملة واحدة، في حالة الإخلال أو التقصير، أو فسخ أي عقد من العقود المتعددة)^(٤٨١).

(٤٧٩) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مفاضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ١٤٧.

(٤٨٠) راجع:

Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7.0).

(٤٨١) راجع:

11 U.S.C. § 561.

مجلة الحقوق للبحوث. القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الثاني

ووفق هذا التعديل^(٤٨٢)، تعامل جميع عقود المشتقات المالية سواء العقود النموذجية أم العقود الأخرى ذات الصلة على أنها من قبيل عقود المبادلات Swap Contract في مفهوم قانون الإفلاس^(٤٨٣).

وعلى الرغم من أن التصور السابق يعفي عقود المشتقات من فكرة الوقف التلقائي automatic stay، إلا أن هذا يعكس توجه القانون بجعل محكمة الإفلاس لا تتدخل في المسائل المتعلقة بعقود المشتقات عند نظر دعوي شهر الإفلاس. ولعل هذا الأمر يجد تبريره في الطبيعة الخاصة لمعظم إتفاقات الأساس master agreements، من كونها عقود مسجلة لدى الاسوق المالية الدولية International Swaps and Derivatives Association (ISDA)^(٤٨٤)، بما يسبب صعوبات عملية إذا ما تم إدخالها ضمن إجراءات التصفية الجماعية المتعلقة بالإفلاس.

وقد ظهر إتجاه في الفقه يري أن إستخدام المشتقات للتحوط يختلف عن إستخدامها للمضاربة، وأنه في حالة التحوط فقط يجب أن تعامل كغيرها من العقود في حالة الإفلاس^(٤٨٥). خاصة وأن عقود المشتقات في مثل هذه الحالة ستعامل على أنها أصول ذات قيمة محددة تسهم في قيمة الشركة^(٤٨٦).

(٤٨٢) راجع:

Edward R. Morrison & Joërg Riegel, Financial Contracts And The New Bankruptcy Code: Insulating Markets From Bankrupt Debtors And Bankruptcy, Judges, 13 AM. BANKR. INST. L. REV. (2005), p641.

(٤٨٣) راجع:

11 U.S.C. § 101(38A).

(٤٨٤) راجع:

Robert F. Schwartz, Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation, 12 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 167, 2007, p68.

(٤٨٥) راجع:

26 U.S. Code § 1221 - Capital asset defined.

(٤٨٦) راجع:

Frank R. Edwards & Edward R. Morrison, Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?, 22 YALE J. ON REG. (2005), p92.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وجدير بالذكر أن هناك تأييد فقهو واسع يسير تجاه إعفاء عقود المشتقات من الخضوع لأحكام الإفلاس، خاصة في أوروبا وأمريكا^(٤٨٧).

والمستقر عليه منذ زمن طويل أن علاج الإخلال بالعقد هو التعويض عن الأضرار المتوقعة^(٤٨٨). والغرض من هذا، هو وضع الطرف غير المخل في مركز أفضل كما لو تم تنفيذ العقد^(٤٨٩). ونادرًا ما يتم دفع التعويضات العقابية في مثل هذه الحالات^(٤٩٠)، وغالبًا ما يقتصر الأمر على تقرير المسؤولية العقدية^(٤٩١).

وقد أوضح الفقيه هولمز Holmes^(٤٩٢) أن قانون السوابق القضائية Common law يلزم كل متعاقد بالاحتفاظ بالعقد وعدم العدول عنه، كما يفرض عليه ضرورة التنبؤ بالأضرار التي قد تقع نتيجة هذا العدول، ويلزم بالتعويض عنها إذا ما تم فسخه^(٤٩٣). وقد حظي هذا المفهوم بتأييد واسع النطاق من قبل الفقه^(٤٩٤).

(٤٨٧) راجع:

Stephen J. Lubben, Derivatives and bankruptcy: The flawed case for special treatment, u. of Pennsylvania journal of business law, Vol. 12:1, p76.

Steven Shavell, Is Breach of Contract Immoral?, 56 EMORY Law. Journal, 2006, p 439. راجع:

(٤٨٩) راجع:

Birmingham, Robert L., "Breach of Contract, Damage Measures, and Economic Efficiency". Articles by Maurer Faculty, 1970, Vol:24, P 1705, available at: <http://www.repository.law.indiana.edu/facpub/1705>

(٤٩٠) ويقصد بالتعويضات العقابية، تلك التعويضات التي يقصد منها ردة المدعى وغيره من ارتكاب سلوك مماثل، والذي يمثل أساس الدعوى. راجع:

Ibid.

(٤٩١) راجع:

WILLIAM S. DODGE, THE CASE FOR PUNITIVE DAMAGES IN CONTRACTS, Duke Law Journal, VOLUME 48 FEBRUARY 1999 NUMBER 4, p626.

Oliver Wendell Holmes, Jr., the Path of the Law, 10 HARV. L. REV., 1897, p 462. راجع:

(٤٩٢) راجع:

Eric A. Posner, Economic Analysis of Contract Law After Three Decades: Success or Failure?, 112 YALE L.J., (2002-2003), p829.

(٤٩٤) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني -

وجدير بالذكر، أن المادة (٣٦٥) من قانون الإفلاس قد وسعت من الفكرة التقليدية للأضرار المتوقعة، حيث تبنت مفاهيم حديثة لخيارات الإخلال بالعقد، بحيث إذا ما تعرض المدين للإفلاس فإنه سيفحص عقوده وسيختار أقلها من حيث القيمة السلبية الصافية a negative net present value^(٤٩٥).

ومما لا شك فيه أن صناعة المشتقات تبرر تقرير معاملة خاصة لعقودها، بالنظر إلى الحاجة الشديدة لحماية الأسواق خاصة الأسواق الحيوية والأكثر حساسية من التأخر والتفكك الذي يمكن أن يصيب إجراءات شهر الإفلاس^(٤٩٦).

ويري جانب من الفقه^(٤٩٧) أن موقف القانون الأمريكي يظهر قصور الوضع في القانون المصري، حيث قصر الأخير المطالبة بالفسخ على صدور حكم بشهر الإفلاس، بينما يكفي القانون الأمريكي بمجرد تدهور الأحوال المالية للمدين (أيضاً يكفي القانون الفرنسي بمجرد البدء في إجراءات التسوية أو التصفية القضائية). الأمر الذي يراه هذا الفقه يمثل حماية خاصة للمتعاقد في عقد المشتقات. كما يري أنه على الرغم من غياب نص صريح في القانون المصري يعطى الحق في الفسخ في عقد المشتقات على أثر تدهور الموقف المالي، إلا أن عقود المشتقات تلقى التزاماً ضمناً على عاتق أطرافها، باستمرار سلامة الموقف المالي لأطراف العقد طوال مدة تنفيذه. ويدعم ذلك، ما قرره المادة (١٤٨) من أحكام القانون المدني المصري، التي تقضي بأن العقد لا ينفذ فقط وفق نصوصه، ولكن بما هو

James Steven Rogers, restitution for wrongs and the restatement (third) of the law of restitution and unjust enrichment, wake forest law review, 2007, vol 42, p 57.

(٤٩٥) ومثال على ذلك، لو أن شركة Bogartco المتخصصة في تصنيع الباعاات وقعت عقد لإنتاج قبعات لاحد المتاجر بمبلغ ١٠ دولار للقبعة، وفيما بعد ارتفعت تكاليف صناعة الوحلة إلى ١٢ دولار. فالعقد لن يفسخ طبقاً لهذه الوقائع لأن الفسخ لن يعود بالنفع على لئدين (شركة Bogartco)، على افتراض أن التكاليف المادية ليست محددة من قبل Bogartco. فالشعر سوف يدفع ١٢ دولار للوحدة لتغطية نسخ العقد من قبل Bogartco، وسيقوم الأخير بدفع مبلغ ٢ دولار للوحدة عن الأضرار المتوقعة. لكن إذا كان Bogartco معسراً فإنه سيطالب بفسخ العقد، حيث إن الأضرار المتوقعة سوف توسع من محم الدعوى والمطالبات القضائية على الأصول غير المرهونة، وكانت الشركة غير مالية بأن توزع أصولها بين الدائنين. راجع:

Charles J. Goetz & Robert E. Scott, Liquidated Damages, Penalties and the Just Compensation Principle: Some Notes on an Enforcement Model and a Theory of Efficient Breach, 77 COLUM. L. REV. 1977, p554; David W. Barnes, the Anatomy of Contract Damages and Efficient Breach Theory, 6 S. CAL. INTERDISC. L.J. 397, 1998, p412.

(٤٩٦) راجع: Hutson v. E. I. du Pont de Nemours and Company, Ohio Southern District Court, Columbus Office, 2:2015cv01586, April 30, 2015.

(٤٩٧) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ١٥٠.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

من مستلزماته وفقا للقانون والعرف والعدالة. من ناحية أخرى، تنص المادة (١٥٨) من القانون المدني المصري على أنه يجوز الاتفاق على اعتبار العقد مفسوخًا من تلقاء نفسه دون حاجة لحكم قضائي، عند عدم الوفاء بالالتزامات الناشئة عنه. وبهذا يكون القانون المصري قد تعامل مع تدهور الموقف المالي للمدين ذات المعاملة المقررة من قبيل عقود المشتقات النموذجية، من أن اضطراب الموقف المالي لأحد أطراف عقد المشتقات ليس مسوغًا فقط لفسخه، ولكنها اعتبرته من قبيل الأخطاء ذات الطبيعة العقدية Events of default^(٤٩٨). وقد انتهى الرأي السابق إلى أن أحكام القانون المصري تحيز اتفاق أطراف عقد المشتقات على إمكانية فسخ العقد في غير حالة الإفلاس إذا ما تم الاتفاق بينهم على ذلك.

ونحن من جانبنا لا نتفق مع هذا الرأي، حيث أنه ينطوي على مبالغة في حماية الطرف الموسر على حساب الكثير من الإعتبارات القانونية. فحالة التدهور التي لا ترقى إلى حد التوقف عن الدفع المسوغ لشهر الإفلاس والتي تعطى الحق للمطالبة بفسخ العقد مسألة يصعب ترك تقديرها للطرف الموسر، وأن القول بغير ذلك، من شأنه أن يفتح بابًا من التحكم والكيد من قبل هذا الطرف لإنهاء العقد، رغم أن الطرف الآخر قد لا يكون قد تدهورت أحواله المالية بالفعل، أو أنه يمر بضائقة مالية عابرة لا تستدعي فسخ العقد، خاصة وأن هذا الفسخ من شأنه أن يزيد من تدهور وضعه المالي ويأخذ بيده إلى هاوية الإفلاس. من ناحية أخرى يصعب في مجال المعاملات التجارية القول بأن التاجر ضامن لسلامة موقفه المالي طوال مدة تنفيذ العقد، وإلا لم يكن هناك ما يدعو لتطبيق نظريات القوة القاهرة والظروف الطارئة بمفاهيم مختلفة في مجال المعاملات التجارية، على نحو يسمح بمد يد العون للطرف المتعثر من خلال تعديل التزامات العقد، وتجنب فسخ العقد إلا إذا وصل إلى حد الإستحالة في التنفيذ. من ناحية أخرى القول السابق لا يتفق مع طبيعة عقد المشتقات، الذي يهدف إلى التحوط وتجنب المخاطر، الأمر الذي يفرض ضرورة الحفاظ على العقد وتجنبيه أسباب الفسخ قدر الإمكان كي يحقق

(٤٩٨) راجع:

Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7.0), (7.3).

العقد هدفه. وأن هذا لا يستقيم مع تمكين الطرف المؤسر من المطالبة بفسخ عقد المشتقات لمجرد تدهور الوضع المالي للطرف الآخر.

المطلب الثاني

إنقضاء عقد المشتقات في غير حالات الخطأ

٧١- يمكن أن ينقضي عقد مشتقات الأسهم لأسباب غير الخطأ، وذلك على التفصيل الآتي:

أولاً/ إنقضاء عقد مشتقات الأسهم للقوة القاهرة:

٧٢- من المعلوم أن القوة القاهرة عبارة عن حدث خارج عن إرادة الشخص المتمسك به، غير متوقع وقت التعاقد ويؤدي إلى استحالة تنفيذ العقد. وتتميز حالة القوة القاهرة بكونها حادثاً خارجياً وغير متوقع ويستحيل دفعه، ويتسبب في استحالة تنفيذ الإلتزام بصورة مطلقة أو لمدة زمنية معينة. ويحرص المتعاقدون بصورة عامة على إدراج شرط القوة القاهرة في كافة العقود، رغبة في الاستفادة من إعفاء الطرف الذي حالت القوة القاهرة دون تنفيذ الإلتزام من المسؤولية، وإلغاء العقد على أثر ذلك^(٤٩٩).

وتجد فكرة الإستحالة القانونية أو المادية طريقها لعقد مشتقات الأسهم من كونه من العقود الأجلة أو المترخية التنفيذ، التي يغلب أن يطرأ عليها بعض الحوادث التي تجعل تنفيذ أحد الأطراف لإلتزامه أمر مستحيل. وقد تكون الإستحالة المؤثرة في الإلتزامات الأطراف مادية؛ كما في الوقائع المادية التي تجعل تنفيذ الإلتزام مستحيل. وقد تكون قانونية؛ كما في العمل القانوني (نص تشريعي أو حكم قضائي) الذي يجعل تنفيذ العقد مستحيل.

وقد حرصت العقود النموذجية للمشتقات المالية على النص الصريح على الإعفاء من الإلتزامات المقررة في العقد إذا ما تحقق أحد حالات القوة القاهرة.

(٤٩٩) د. علاء التميمي عبده، دور التحكيم في معالجة احتلال التوازن الاقتصادي لعقود الاستثمار، (بلون دار نشر)، (بلون تاريخ نشر)، ص ١٠٠. مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وتحرص هذه العقود على وضع تعريف للقوة القاهرة على النحو الذي يجعلها تجمع بين حالات الإستحالة القانونية والإستحالة المادية^(٥٠٠)

ويترتب على تحقق الإستحالة بالمعنى السابق إعتبار العقد منقضيًا، مادامت هذه الإستحالة قد أثرت بشكل سلبي على تنفيذه. كما سيؤدي ذلك إلى إقرار ضيحة ما رتبه العقد من آثار في الفترة السابقة على إنقضائه، ليقصر أثر الإنقضاء على المستقبل فقط. لكن هذا الحكم أثره مقصور فقط على عقود مشتقات الأسهم الأجلة، أما العقود الفورية (مثل عقد مبادلة العملات) فإن فسخ العقد يكون بأثر رجعي، بحيث يعود المتعاقدون إلى الحالة التي كانوا عليها قبل التعاقد^(٥٠١)

وقد حرصت العديد من عقود المشتقات النموذجية على تقرير فكرة الإستحالة وتأثيراتها على إلتزامات المدين. فقد جاء في أحدها أن الإلتزامات الواردة في العقد (مع مراعاة الصفقات المتضررة) تخضع لحالات القوة القاهرة^(٥٠٢). وأن الإستحالة في مفهوم هذه العقود شملت إستحالة قيام المدين بتنفيذ ما التزم به، أو إستحالة قيام الضامن بتقديم الضمان المتفق عليه^(٥٠٣)

و غالبًا ما يرد في العقد ذكر لبعض الأمثلة التي تؤدي إلى إستحالة في التنفيذ، لأسباب تعود إلى أحد أطراف العقد، أو حدوث تعديل في التشريعات يؤثر على

(٥٠٠) راجع:

Force majeure: "Tempus shall not be liable or responsible for any Loss or consequence caused by circumstances beyond its control, including, but not limited to Acts of God, riots, civil commotions, insurrection, wars, strikes, lockouts, irregularities or break down of public communications or circumstances arising out of laws and regulations imposed by domestic or foreign authorities or governments".

Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7.0), (7.3).

(٥٠١) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مفاضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ١٥٣.

(٥٠٢) راجع:

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA MASTER AGREEMENT, OCTOBER 2001, p15.

(٥٠٣) Ibid. راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

مراكز المتعاقدين) كما لو تم تأميم المشروعات الخاصة بأحد المتعاقدين أو نزع ملكيته (٥٠٤) أو هلاك رأس ماله (٥٠٥).

وتتضمن عقود مشتقات الأسهم بروتوكول يضم مجموعة من التفاصيل الخاصة بتنظيم حكم القوة القاهرة Illegality/Force Majeure Protocol، ويتم الالتزام بأحكامه من خلال ملء النموذج المرفق بالإتفاقية (٥٠٦).

ووفقاً للمادة (٤) من بروتوكول إتفاقية ISDA للمبادلات، فإن المدين إذا تمكن من إثبات أن عدم قدرته على الدفع أو التسليم تعود إلى القوة القاهرة، فإن هيئة ISDA تقوم بإخطاره وإعطائه مهلة قدرها ٣٠ يوماً تالية لفترة الإنتظار (Period

(٥٠٤) عرفت محكمة النقض المصرية نزع الملكية للمنفعة العامة بأنه عبارة عن حرمان مالك العقار من ملكيته جبراً عنه للمنفعة العامة مقابل تعويض عما ناله من أضرار بسبب هذا الحرمان، أو حرمان مالك العقار من ملكه جبراً عنه للمنفعة العامة مقابل فئته الذي يشمل أحياناً شيئاً آخر زيادة على قيمة العقار".
راجع: نقض مدني، طعن رقم: ٣٨، لسنة (٣) قضائية، جلسة ١١/٢٣/١٩٣٣، مجموعة القواعد القانونية التي قررتها محكمة النقض في اللواد المدنية عن المدة من ١١ نوفمبر ١٩٣١ حتى ٢٩ أكتوبر ١٩٣٦، الجزء الأول، ص ٢٦٢.

- وقد تبنت اتفاقية حماية وتشجيع الاستثمار بين دولة الإمارات العربية والمملكة المتحدة ودولة الأردن لتعريف أكثر اتساعاً لنزع الملكية، حيث جاء في المادة ٥/٦ من هذه الاتفاقية " تشمل عبارة نزع الملكية أيضاً على تدخلات أو إجراءات نظامية من قبل دولة متعاقدة، مثل تجميد أو تقييد الاستثمار، أو فرض ضريبة تصفية أو مبالغ فيها على الاستثمار، أو البيع الجبري لجميع أو جزء من الاستثمار، أو إجراءات مماثلة أخرى لها نفس أثر مصادرة الأملاك أو نزع الملكية، والتي ينتج عنها حرمان المستثمر في الواقع من ملكيته أو هيئته على مصالحه الجوهرية في استثماره، أو التي قد ينتج عنها خسارة أو بالقيمة الاقتصادية للاستثمار".

- ويغطف التأميم عن نزع الملكية بالمعنى السابق، حيث يقصد بالتأميم؛ نقل ملكية المشروع الاستثماري للملكية للدولة، أو تحويل الملكية الخاصة للملكية العامة وذلك مقابل تعويض عادل. د. حمدي محمد مصطفى حسن، تعويض المشروع الاستثماري الأجنبي المتضرر كأحد الضمانات القانونية في قوانين الاستثمار العربية واتفاقيات الاستثمار بدولة الإمارات العربية المتحدة واتفاقية استثمار رؤوس الأموال العربية لسنة ١٩٨١، بحث مقدم للمؤتمر السنوي الثامن عشر (الاستثمار بين التشريعات الوطنية والاتفاقيات الدولية وأثرها في التنمية الاقتصادية في دولة الإمارات العربية المتحدة)، كلية القانون جامعة الإمارات العربية للمنتدى، الفترة من ٢٨-٣٠ أبريل ٢٠٠٨، ص ٨١٠.

(٥٠٥) راجع:

ISDA ILLEGALITY/FORCE MAJEURE PROTOCOL, International Swaps and Derivatives Association, Inc. by the International Swaps and Derivatives Association, Inc. published on 11 July 2012.

(٥٠٦) راجع عقد (ISDA) لعقود المبادلات - (Exhibit 1).

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

(wating)^(٥٠٧) لمحاولة التغلب على القوة القاهرة وتنفيذ التزامهم رغم القوة القاهرة، فإن لم يتمكن من ذلك فإنه يعفى من التنفيذ^(٥٠٨).

ولا أثر للقوة القاهرة في إعفاء المدين في عقد المشتقات من التزامه إذا ثبت أنه من تسبب في وقوعها بتقصيره وإهماله^(٥٠٩). فقد قررت المادة (٥) من اتفاقية (ISDA) أن المدين يعتبر هو المتسبب في وقوع القوة القاهرة ومن ثم لا يعفى من تنفيذ التزامه في الحالات الآتية^(٥١٠):

١/ إذا ثبت أن الحدث الذبستببت في حدوث القوة القاهرة يعود إلى المدين بشكل مباشر، أو أنه ساهم في استمرار هذه الحالة بتقصيره.

٢/ إذا ثبت أن الفسخ المبكر للعقد ناتج عن إندماج الشركات، أو بعض الصفقات الإضافية التي أثرت بشكل مباشر على عقد المشتقات، على نحو تسبب في عدم قيام المدين بدفع ما ألتزم به^(٥١١).

وجدير بالذكر، أن إنقضاء العقد للقوة القاهرة يختلف عنالبطلان، الذي يؤدي إلى عودة المتعاقدين إلى الحالة التي كانوا عليها قبل التعاقد، أي أنه ذا أثر رجعي في آثاره. كما يختلف عنالبطلان الجزئي، الذي أعترفت به عقود المشتقات، وقررت صراحة أنه في حالة وجود خلل في أحد شروط العقد، أو إذا كان هناك أي شرط أو بند في العقد غير قابل للتنفيذ (كلياً أو جزئياً)، فإن باقي الأحكام والشروط الأخرى تظل قائمة ومرتببة لآثارها وذا قوة في التنفيذ، مادام أن تقرير بطلان هذا الجزء لن يؤثر على سلامة العقد وتوقعات أطرافه من ورائه^(٥١٢).

(٥٠٧) وتعرف مدة الانتظار في عقود للمشتقات النموذجية بأنها عبارة عن لثة التالية لوقوع القوة القاهرة بثلاثة أيام.

ISDA ILLEGALITY/FORCE MAJEURE PROTOCOL, op.cit.

Ibid.: راجع: (٥٠٨)

(٥٠٩) راجع المادة (٥) من اتفاقية (ISDA) سالفة الذكر..

(٥١٠) راجع:

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA MASTER AGREEMENT, (v) *Deferral of Payments for Illegality and Force Majeure Event*, (2), OCTOBER 2001, (5-á-1), p15.

Ibid.: راجع: (٥١١)

Ibid.: راجع: (٥١٢)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وإذا تعذر دفع أى مبلغ مستحق بموجب عقد المشتقات بسبب القوة القاهرة (سواء تمثل هذا التعذر فى التأجيل أو الإخلال أو الفشل فى التسليم)، فإن المدين ملزم بدفع الفارق بسعر السوق وفق العملة المتفق على الرفاء بها وبحسن نية^(٥١٣). ومتوسط سعر السوق يجب تحديده بحسن نية من قبل كل من الطرفين. وإذا ما فشلا فى تحديده خلال يومين العمل التالين لحدوث قوة قاهرة، فإن المبلغ يحدد وفق متوسط سعر السوق^(٥١٤).

وفى كافة الحالات يتم تقدير ما إذا كانت الواقعة المدعى بها تعد من قبيل القوة القاهرة من عدمه أمر تستقل به محكمة الموضوع، مادامت قد أقامت قضائها على أسباب سائغة. من ناحية أخرى، العبرة بالقوة القاهرة التى تؤدى إلى وجود استحالة مطلقة فى تنفيذ الإلتزام. أما إذا تعلق الأمر بمجرد استحالة نسبية، فإن عقد المشتقات لا ينقضى كأصل عام، ولكن يتم توقفه بحسب المدة التى تستمر فيها الظروف غير العادية المؤدية للقوة القاهرة، بحيث إذا ما أنقضت هذه الظروف وجب على كل متعاقد تنفيذ ما ألتزم به^(٥١٥). وقد أكدت المبادئ المتعلقة بالتجارة الدولية هذا المعنى بشكل صريح^(٥١٦).

وعلى الرغم من أن النطاق الحقيقي لشرط إعادة التفاوض يظهر بوضوح فى حالات الظروف الطارئة، إلا أننا لا نرى ما يمنع إدراج هذا الشرط لمواجهة حالات القوة القاهرة فى عقد مشتقات الأسهم. ففى ظل التقلبات المالية الشديدة التى تشهدها الأسواق العالمية فى الوقت الراهن، نرى ضرورة إلزام الأطراف على إعادة التفاوض لتعديل أحكام العقد، عندما تقع قوة قاهرة تحول دون تنفيذ أحد الأطراف للإلتزامه.

(٥١٣) راجع:

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA MASTER AGREEMENT, (v) *Termination Events*, (1-A), OCTOBER 2001, p15.

(٥١٤) ويتم تحديد متوسط سعر السوق بما يعادل نصف الفارق بين الحد الأقصى لمبلغ النسبة "x" والحد الأدنى لمبلغ النسبة "y"، والمبلغ المكافئ للعملة التى سيتم الوفاء بها (y).

(٥١٥) راجع: د. الحبيب خليفة أجيوة، القوة القاهرة بين القانون للمدن الليبي وعقود FIDIC، مجلة الجامعة، كلية القانون جامعة طرابلس، العدد السادس عشر - المجلد الثاني - أبريل، ٢٠١٤، ص ١٥.

(٥١٦) راجع: المادة (7-1-7)، للمبادئ المتعلقة بالتجارة الدولية، ٢٠١٤، مرجع سابق.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثانى

وقد اعتاد أطراف العقود المالية في الآونة الأخيرة على إدراج هذا الشرط صراحة في عقودهم. حيث ظهرت صياغته على النحو التالي: "الإتفاق الحالي للقرض تم إجراؤه على أساس معطيات قانونية ومالية مطبقة حالياً، وفي حالة تدخل القانون أو اللوائح في تفسير جديد للنصوص المطبقة بحيث يعدل المصطلحات المالية الموجودة في الإتفاق أو يؤمم المؤسسة، فإن المقرض سوف يُعلن المقرض بالحدث، ويتفاوض الأطراف في الأشهر الثلاثة التالية لهذا الإعلان لتعديل الإتفاق الحالي"^(٥١٧). حرصت أيضاً غرفة التجارة الدولية بباريس على صياغة شرط نموذجي خاص بالإلتزام بإعادة التفاوض في حالات القوة القاهرة، حيث ينص هذا الشرط على " في حالة وقوع أحداث غير متوقعة من الأطراف تغير بشكل أساسي توازن العقد الحالي وتؤدي الى وقوع أعباء غير عادلة لأحد الاطراف اثناء تنفيذ التزاماته ، فيجب تعديل بنود العقد"^(٥١٨).

خلاصة القول، أنه على الرغم من أن عقود مشتقات الأسهم النموذجية قد اعتادت على تقرير إنقضاء العقد للقوة القاهرة، إلا أننا لا نتفق بشكل كامل مع هذا الموقف، ونوصي بمزيد من المرونة عند التصدي لهذه الحالات، بغية الحفاظ على العقد. فواقع أسواق المال يؤكد شدة حساسيتها للتقلبات الاقتصادية العالمية، وسرعة تأثرها بموجات التحرير التي اجتاحت دول العالم، الأمر الذي يزيد من فرص وقوع الأحداث غير المتوقعة والمستحيلة الدفع، بما يفرض ضرورة التحلي بمزيد من المرونة لمواجهة حالات إختلال التوازن الإقتصادي لعقود مشتقات الأسهم، بالنظر إلى إستعراق تنفيذها وقتاً من الزمن، بما يجعلها عرضة للتأثر بالمتغيرات الاقتصادية، ويفرض ضرورة إلتزام أطراف العقد بإعادة التفاوض لإستعادة التوازن الإقتصادي للعقد في حالة إختلاله.

(٥١٧) راجع: آسيل باقر جاسم، النظام القانوني لشرط إعادة التفاوض، (بدون تاريخ نشر)، (بدون دار نشر)، ص ١١٨. بحث متاح على الموقع الالكتروني التالي:

http://www.uobabylon.edu.iq/publications/law_edition3/article_ed3_5.doc.

(٥١٨) راجع: ICC Force Majeure Clause 2003 - ICC Hardship Clause 2003, available at:

<http://store.iccwbo.org/t/ICC%20Force%20Majeure%20Hardship%20Clause>

ثانيًا/ إنقضاء عقد مشتقات الأسهم للإندماج:

٧٣ يعرف الإندماج بأنه عبارة عن عملية قانونية تنطوي على إنصهار شركتين أو أكثر في كيان أحد الشركات المندمجة (الانضمام بطريق الضم)، أو إنصهار جميع الشركات في شخص واحد جديد (الإندماج بطريق المزج)، يتمتع بشخصية معنوية مستقلة، تؤول إليه جميع موجودات الشركات المندمجة، كما يتحمل ديونها (٥١٩)

وقد حرص المشرع المصري على تنظيم أحكام إندماج الشركات في أحكام الباب الثالث من أحكام قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، وأيضًا لائحته التنفيذية.

وبعد مطالعة العديد من عقود مشتقات الأسهم، كان اللافت للنظر أنها تشترط لتنازل أحد أطراف العقد للغير عن كل أو جزء منه ضرورة موافقة الطرف الآخر. الأمر الذي يثير التساؤل حول مدى اعتبار الإندماج بمثابة تنازل كلي للغير عن عقد المشتقات، ومن ثم اشتراط موافقة الطرف الآخر عليه؟

ذهب جانب من الفقه إلى القول بأن الإندماج لا ينطوي على تنازل عن عقد المشتقات، وإنما يترتب عليه إنتقاله إلى الشركة الدامجة طبقًا لقواعد الخلافة العامة، التي تحل بموجبها الشركة الدامجة محل الشركة المندمجة فيما لها من حقوق وما عليها من إلتزامات، وهو ما لا يحتاج إلى موافقة الطرف الآخر^(٥٢٠).

وعلى صعيد مقابل، ذهب جانب آخر من الفقه إلى أن الحقوق العقدية المترتبة على الإندماج لا تنتقل إلا بموافقة الطرف الآخر. وأن اشتراط هذه الموافقة سببه الرغبة

(٥١٩) راجع:

MARINA UHER, and others, Merger of commercial companies in the conditions of the financial crisis, Anale. Seria Științe Economice. Timișoara, Issue No: XVIII, Page Range: 417-420, 2012, p417; Jefferson C. Glassie, summery of legal aspects of Mergers, Consolidations, and transfers of assets, association law& policy, a publications of the legal section of ASAE – the center of association leadership, March 2008, p1.

(٥٢٠) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لغتود مقايضة الأصول المالية للنقولة، مرجع سابق، ص ١٥٩.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

في إطمئنان هذا الطرف على المقدرة المانية للمشتري، وإلا له رفض هذا التنازل^(٥٢١).

ومن جانبنا يبدو لنا أن الإندماج الذي يتم بين الشركات يترتب عليه إنتقال أصول وخصوم الشركة المندمجة إلى الشركة الدامجة، بحيث يقتضي الأمر التمييز بينهما في حكم هذه المسألة. حيث إذا كانت الشركة الدامجة هي الطرف في عقد المشتقات، فإنه لا مجال للحديث عن التنازل عن العقد، حيث سيبقى الشركة الدامجة محتفظة بشخصيتها القانونية، وكل ما سيحدث، هو مجرد إنتقال أصول وخصوم الشركة المندمجة إليها. ومن ثم السؤال الذي سيثور في هذه الحالة، يتعلق بمدى تأثير هذا الإندماج على قدرة الشركة الدامجة على الوفاء بعقد المشتقات، بحيث إذا أثر بالسلب على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، فإن من حق الطرف الآخر في العقد المطالبة بالفسخ. أما إذا لم يترتب على هذا الإندماج أي تأثير سلبي على المقدرة المالية للشركة الدامجة، فإن عقد المشتقات يظل قائماً مرتباً لأثاره.

أما إذا كانت الشركة المندمجة هي الطرف في عقد المشتقات، فإن الأمر يحتاج إلى التمييز بين ما إذا كان هناك إتفاق في العقد يمنح الحق في الفسخ على أثر الإندماج أم لا. فإذا توافر هذا النص وجب تمكين الطرف الآخر من الإستفادة منه، على إعتبار أن عقد المشتقات يعد من قبيل العقود التي تقوم على الإعتبار المالي لأطرافه، ومن ثم يحق لأطرافه الاحتفاظ بحقوقهم في إنهاء العلاقة إذا ما ثبت تأثير الإعتبار المالي على أثر الإندماج. أما إذا لم يكن هناك مثل هذه الإتفاق في العقد، فإن القول عندنا أن هذا الإندماج يعد من قبيل الخلافة العامة وليس من قبيل التنازل، ومن ثم لا يلزم موافقة الطرف الآخر على هذا الإندماج.

ويرى البعض أن الشركة الدامجة ترفض في الغالب الإلتزام بعقد المشتقات أو الإستفادة من الضمان المقدم له، وأن هذا الرفض يمثل خطأ عقدي يبرر الفسخ. وحتى لو قبلت الشركة الدامجة عقد المشتقات وما تقرر له من ضمانات، فإنه

(٥٢١) راجع:

BYRON F. EGAN, MERGERS AND ACQUISITIONS, ADVANCED BUSINESS LAW STRATEGIES COURSE, San Antonio, TX -5919230v.1), October 21, 2010, p6; Julian Velasco, the Fundamental Rights of the Shareholder, University of California, Davis Vol. 40:407,2006, p440.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الثاني

سوف يؤثر على مركزها المالي، بما يجعلها في مركز أضعف من الشركات المندمجة، وسيدفعها لطلب فسخ العقد^(٥٢٢).

وقد قررت العقود النموذجية الخاصة بالمشتقات أنه من الممكن فسخ العقد بصورة مبكرة بسبب الإندماج، أو بسبب الصفقات الإضافية التي تؤثر على الصفقة الرئيسية (مثل الإمتناع عن دفع المستحق بموجب الصفقة الرئيسية للإخلال بتنفيذ الصفقات الإضافية)^(٥٢٣).

٧٤- وجدير بالإشارة، أن الإندماج يمكن أن يؤثر بالسلب على القدرة المالية للمتعاقد أو لا يؤثر، وذلك على التفصيل التالي:

١/ التأثير السلبي للإندماج على المقدرة المالية لأطراف عقد مشتقات الأسهم:

تشير فكرة التأثير السلبي للإندماج إلى توقع أحد أطراف عقد المشتقات حدوث أضرار له على أثر حدوث الإندماج، فيلجأ إلى الإنهاء المبسر للعقد رغم عدم وقوع الضرر، ولكن لتوقع حدوثه. بمعنى آخر، طلب فسخ العقد ليس لضرر وقع بالفعل، ولكن لإحتمال وقوعه في ضوء سلوكيات المتعاقد.

ويعد الفسخ في هذه الحالة تطبيقاً لفكرة الإنهاء المبسر للعقد Anticipatory Breach of contract، تلك الفكرة التي تمكن أحد المتعاقدين من المطالبة بفسخ العقد إذا ظهر له من سلوكيات الطرف الآخر أنه لا ينوي أو لا يرغب في الوفاء بما التزم به^(٥٢٤).

وتعطي دول Common law الحق في إنهاء العقد بناء على التصرف الذي يظهر للطرف المقصر غير قادر أو غير راغب في الإمتثال للعقد^(٥٢٥). علاوة على

(٥٢٢) د. آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنفولة، مرجع سابق، ص ١٥٥.

(٥٢٣) راجع: ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc., op.cit, p15.

(٥٢٤) راجع:

David W: Robertson, The Doctrine of Anticipatory Breach of Contract, 20 La. L. Rev. (1959), p119.

Available at: <http://digitalcommons.law.lsu.edu/lalrev/vol20/iss1/20>

Tom Grace, the Termination of Contracts for Breach, Fenwick Elliott Grace – October راجع: (٥٢٥) 2010, p3.

ذلك، سواء قام الملتزم في هذا الموقف بإستخدام حقه في الرفض أم لا، فإنله الحق في التوقف عن أداء التزاماته طبقاً لهذا العقد دون الخوف من المساس بحقه في مواجهة الملتزم. بعبارة أخرى، فكرة الإنهاء الاستباقي للعقد Anticipatory Breach of contract.

وتقوم فكرة الفسخ المبسر للعقد أو الإنهاء المبكر على أمرين:

١/ أن الطرف الذي يعلم برغبة الطرف الآخر في فسخ العقد له الحق في رفع دعوي عاجلة.

٢/ أن التنصل في هذا الموقف يببرر توقف المدين المتصل عن أداء التزاماته بصورة فورية، دون الخوف من المساس بحقه من قبل الطرف الاخر (ويلاحظ أن هذا المبدأ كان معروفاً في القانون الإنجليزي قبل صياغة مبدأ الفسخ المبسر) (٥٢٦)

ويذهب جانب من الفقه للقول بأن الإندماج الضار بالمقدرة المالية لأحد أطراف العقد هو من قبيل الجحود المبسر في صورة فعل إستناداً على الإعتبار المالي الذي يقوم عليه العقد، والذي يفرض على أطرافه ضمان إستمرار سلامة موقفهم المالي طوال مدة العقد، مما يعطى للدائن الحق في فسخ العقد بإرادته المنفردة، بما يترتب على ذلك من إنقضاء العقد، وثبوت الحق في التعويض^(٥٢٧).

ونحن من جانبنا لا نتفق مع هذا الرأي فيما ذهب إليه، حيث أن إستقرار العلاقات العقدية هدف أولى بالرعاية من مجرد وجود إحتمال ضعيف نسبياً من أن يخل المدين (الشركة الدامجة) من الوفاء بالتزاماته في عقد المشتقات على أثر الإندماج. فالعبرة ليست بتدهور الأحوال المالية للمدين، وإنما العبرة بعدم قدرته على الوفاء بسبب إفساره. ومن ثم تمكين الدائن من المطالبة بالفسخ لمجرد تدهور أحوال المدين من شأنه أن يفتح باباً واسعاً أمام الدائن للتهرب من إلتزاماته، كما سيزيد من إرهاب المدين. كما لا يمكن القول بأن أطراف العقد ملتزمين بضمان إستمرار موقفهم المالي طوال مدة العقد، لصعوبة تصور ذلك في المعاملات التجارية، التي تتسم بشدة التقلبات الاقتصادية لأسباب تخرج في الغالب عن ارادة

(٥٢٦) راجع: David W. Robertson, The Doctrine of Anticipatory Breach of Contract, op.cit, p120.

(٥٢٧) ٥. آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المقولة، مرجع سابق، ص ١٥٦.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المتعاملين في النشاط التجاري. وبناء عليه، المعيار العادل في هذا الشأن هو قدرة المدين على الوفاء من عدمه، أو حتى وجود دلائل قوية على عدم قدرته على هذا الوفاء، ولا يكفي مجرد التأثير السلبي على موقفه المالي.

٢/ الإدماج غير المؤثر على المقدرة المالية لأطراف عقد مشتقات الأسهم:

غالبًا ما يعود الإدماج بالنفع على الشركات، بإعتباره شكل من أشكال التكتل الإقتصادي الذي غالبًا ما يتم تأسيسه بغرض تعظيم أرباح المشروعات الداخلة فيه. فالأصل أنه يعود بالنفع على المقدرة المالية للأطراف المندمجة. ومن ثم الإدماج غير المؤثر على المقدرة المالية لا يمكن فسخ عقد المشتقات بسببه، لإنتفاء صفة الخطأ المسوخ للفسخ.

وقد شهد هذا الإتجاه تأييد من قبل بعض عقود المشتقات المالية، التي قررت أن الأصل في الإدماج أنه لا يعطى الحق في الفسخ^(٥٢٨).

والملاحظ أن بعض عقود المشتقات تشترط موافقة الطرف الآخر في عقد المشتقات في كافة الحالات التي يترتب عليها إندماج أو استحواذ أو تنازل عن كل أو جزء من حقوق أحد الطرفين للغير موافقة الطرف الآخر. وهو ما يعكس خصوصية هذا العقد في إبراز أهمية الإعتبار المالي للمتعاقدين، والتي تمثل أهمية خاصة بحرص الأطراف عليها. ومن ثم فإلجادة الائتمانية لكل طرف محل إهتمام لدى الآخر^(٥٢٩).

من ناحية أخرى، أعتبرت بعض عقود المشتقات أن فرض الضرائب في حالة الإدماج ليس من الحالات التي تبرر المطالبة بفسخ العقد من قبل الطرف المتضرر^(٥٣٠).

(٥٢٨) راجع:

Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7.3).

(٥٢٩) راجع:

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, op.cit, p5; Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7.3).

(٥٣٠) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الثاني..

وجدير بالإشارة، أن إنتقال حقوق وإلتزامات أحد أطراف عقد المشتقات يتم مقترناً بالضمانات المقررة له. وتحرص بعض عقود المشتقات تقرير أنه-إذا ما تغيرت الضمانات المقدمة من قبل الطرف المتنازل إليه، فإن هذه الضمانات يجب أن تخضع للتقييم من قبل وكالات متخصصة، للتأكد من توافر الحد الأدنى من متطلبات الضمان^(٥٢١).

وجدير بالإشارة، أن إنهاء عقد مشتقات الأسهم في غير حالات الخطأ يلزم الأطراف بمجموعة من الإلتزامات، وذلك على التفصيل التالي:

١/ الإلتزام بالإعلام:

٧٥-تحرص عقود مشتقات الأسهم على إلزام أطراف العقد بإعلام كل منهم الآخر بطبيعة الحدث الذي أثر على تنفيذه، وطبيعة الإلتزامات المتأثرة بإنهاء العقد^(٥٢٢). وعلى صعيد متصل، تفرض هذه العقود على أطرافها تنفيذها بحسن نية.

ولعل من أولى مظاهر حسن النية في هذا الخصوص، إلتزام كل طرف بإعلام الطرف الآخر بكافة المتغيرات التي تؤثر على تنفيذ العقد^(٥٢٣).

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc. INTEREST RATE2002 MASTER AGREEMENT dated as of July 2, 2013, available at:<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065696/000119312511118050/dex101.htm>

راجع: (٥٢١)

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc. INTEREST RATE2002 MASTER AGREEMENT. Additional termination provisions, (B-C).

راجع: (٥٢٢)

Force majeure: "Tempus shall not be liable or responsible for any Loss or consequence caused by circumstances beyond its control, including, but not limited to Acts of God, riots, civil commotions, insurrection, wars, strikes, lockouts, irregularities or break down of public communications or circumstances arising out of laws and regulations imposed by domestic or foreign authorities or governments". Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7.0), (7.3).

راجع: (٥٢٣)

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc. INTEREST RATE2002 MASTER AGREEMENT, paragraph (9-b).

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني
٦٥٣

ويبدو لنا أن الإلتزام بالإعلام في حالة إنقضاء عقد مشتقات الأسهم يأخذ بعداً إضافياً. يتمثل في إستمرارية تبادل المعلومات والبيانات بين أطراف العقد للوقوف على طبيعة المشكلة، ومحاولة حلها؛ فيما يعرف بالإلتزام بالتعاون^(٥٣٤). ويجد هذا الإلتزام تبريره في أن العديد من العقود بالإضافة إلى الإلتزامات الأصلية التي تتضمنها تنطوي على إلتزام تبعية بالإدلاء بمعلومات معينة تسمح بحسن تنفيذ الإلتزامات القانونية الأصلية، وأن هذا الإلتزام التبعية يبرره واجب التعاون والمشاركة بين المتعاقدين لحسن تنفيذ العقد^(٥٣٥).

٢ / الإلتزام بالتفاوض:

٧٦- تفرض عقود المشتقات النموذجية على أطرافها ضرورة التفاوض بحسن نية في حالة الإخلال بأحد شروط العقد، وذلك لاستبدال الشرط غير الصالح أو غير القابل للتنفيذ بشرط صالح وقابل للتنفيذ مع ملاحظة أن الأمر لا يسري على الشروط الجوهرية والأساسية في العقد^(٥٣٦).

وإذا كان الحكم السابق مقرر من قبل بعض عقود المشتقات، فإن الرأي عندنا يتجه نحو ضرورة تمكين الأطراف من التفاوض في كل شروط العقد، خاصة إذا ما كان التخصيص في تنفيذ الإلتزام يعود إلى وجود خلل في التوازن الإقتصادي للعقد، أدى إلى صعوبة أو إستحالة في التنفيذ.

ويذهب جانب من الفقه^(٥٣٧) إلى أن الحاجة تزداد إلى التفاوض في عقود مشتقات الأسهم بالنظر إلى إحاطتها بالعديد من صور المخاطر التي تبرره. لذلك تحرص

(٥٣٤) وينبغي البعض في تعليق تسمية الإلتزام بالتعاون بهذا الاسم إلى أن للمتعاقد كما أن له الحق في أن يحصل على كافة المعلومات التي تساعده على

التعرف على سبب إنقضاء العقد، عليه الإلتزام بالتعاون مع للمتعاقد الآخر ليحدد احتياجاته لمعالجة هذه المشكلة ومحاولة التغلب عليها. انظر د.

نبيلة إسماعيل ورسالة، المسؤولية في مجال المعلوماتية والشبكات، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٧، ص ٢٠.

(٥٣٥) د. سعيد سعد عبد السلام، الإلتزام بالإفصاح في العقود، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ٢٠٠٠، ص ١٥.

(٥٣٦) راجع:

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA MASTER AGREEMENT, (Part 5. Other Provisions), (R), op. cit, p15.

(٥٣٧) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ١٧ ٢٠١٧. المجلد الثاني

هذه العقود على النص على العديد من الضمانات الثنائية التي تضمن التفاوض بين الأطراف، مثل، إتفاقات التسوية master netting agreements، وإعادة التسوية النقدية الدورية periodic cash resettlement. وأبتداءً من أواخر ١٩٩٠ بدأت العديد من أجهزة مقاصة المشتقات تقديم خدمات المقاصة والتسوية OTC لمساعدة المشاركين في السوق على إدارة المخاطر الخاصة بالتعامل في هذه المشتقات بشكل تفاوضي، على أن يتم التفاوض بشكل سري.

وتبدو بعض أوجه الفرق بين عقود المشتقات OTC (وهي العقود التي تتم بين الأطراف مباشرة دون تدخل وسيط) وبين عقود المشتقات المتداولة في البورصة فيما يتعلق بطبيعة السوق التي يتم التفاوض فيها. فعقود OTC (على سبيل المثال معدل الفائدة، ومبادلة العجز في الائتمان) يتم التفاوض بخصوصها سراً خارج مؤسسات التداول التقليدية. بينما المشتقات المتداولة في البورصة هي (العقود الأجلة والمستقبلية والخيارات) مسجلة لدى البورصة الرسمية، ويلعب الوسيط الماليين (IDBs) دوراً كبيراً فيما يتم من مفاوضات في هذا الصدد، من خلال التوفيق بين أطراف العقد^(٥٣٨). كما تلعب بيوت المقاصة دوراً بالغ الأهمية في هذا الشأن، ومن أشهرها بيت المقاصة Euréx Clearing AG^(٥٣٩).

ويجب على هذه المؤسسات ممارسة نشاطها في مجال المشتقات أن تحصل على ترخيص بذلك، مع ملاحظة أن كل نوع من عقود المشتقات يحتاج لترخيص خاص. ويتم تقديم الطلب بصورة خطية، ويجوز منح الترخيص بقيود معينة للتعامل في أنواع معينة من المشتقات^(٥٤٠).

Christopher L. Culp, OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act", Journal of Applied Finance – Issue 2, 2010, p1.

راجع: (٥٣٨)

Ibid, p2-4.

راجع: (٥٣٩)

Clearing Conditions for Eurex Clearing AG – Eurex 04 , as of 18. 01. 2016, available at: https://www.eurexclearing.com/blob/2388320/25fcb74450b9dc573dcb6e44bf7fc93d/data/k01-chapter01_ab_2016_02_08.pdf

Clearing Conditions for Eurex Clearing AG, op.cit, p 467. راجع: (٥٤٠)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٣/ تجديد الالتزام:

٧٧- يفقد أطراف عقد المشتقات صفتهم كأعضاء في بيت المقاصة على أثر إنقضاء عقد مشتقات الأسهم. وهم يحرصون على تجديد عضويتهم والتزامهم، وذلك باتباع الخطوات الآتية^(٥٤١):

١/ أطراف عقود المشتقات هم أعضاء بيت المقاصة، ويحملون ترخيص التعامل في هذه العقود. وإذا ما انقضى العقد، فإن مزود المعلومات التجارية يقوم بنقل السجل الأصلي لصفقات المشتقات إلى بيت المقاصة Eurex Clearing AG.

٢/ ويقبل مكتب المقاصة Eurex Clearing AG تقارير التجديد المقدمة، وسوف يتم التجديد وفق المعايير المقررة في قواعد بيت المقاصة بناء على المعلومات المقدمة من مزود المعلومات التجارية نيابة عن أطراف عقد المشتقات OTC. ويعتمد بيت المقاصة Eurex Clearing AG على دقة البيانات الواردة في السجل التجاري، مع مراعاة أن هذه البيانات غير ملزمة. حيث يحق لبيت المقاصة التحقق من صحتها، والتأكد من أن السجل التجاري يعكس شروط الإتفاق الأصلي لعقد المشتقات OTC المبرم من قبل الجهات المعنية.

٣/ يقع على عاتق الأطراف مسئولية الإتفاق الثنائي على إلغاء عقد المشتقات الأصلي في حالة التجديد، وتسوية جميع آثاره فيما بينهما. وتسوية جميع علاقاتهم مع العملاء المسجلين (في حالة المعاملات الخاصة بـ RC)، والعملاء الآخرين (في حالة العملاء المشتركين في الصفقة) الناشئة عن عقد المشتقات الأصلي.

(٥٤١) راجع: Ibid, p 469

المبحث الثاني

تسوية آثار عقد مشتقات الأسهم بطريق المقاصة

٧٨-تعد المقاصة هي الوسيلة الأكثر إتباعاً لتسوية عقود مشتقات الأسهم، حيث يتم من خلالها حصر المديونية بين أطراف العقد في إتجاه واحد. وقد حرصت التشريعات المنظمة للأسواق المالية ومعاملاتها على التأكيد على أهميتها في تسوية المدفوعات المتبادلة^(٥٤٢).

وتمر تسوية عقود المشتقات بطريق المقاصة بمرحلتين على التفصيل التالي:

المرحلة الأولى: المقاصة الدورية Set-off payment

المرحلة الثانية: مقاصة الختام. Close out netting.

وما يهمننا في هذا الصدد الحديث عن قواعد مقاصة الختام (مقاصة الختام الفردية ومقاصة الختام الجماعية)، باعتبارها تأتي ضمن أحكام التسوية النهائية لعقد المشتقات، وذلك على التفصيل التالي:

(٥٤٢) راجع:

Ordinance on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading (Financial Market Infrastructure Ordinance, FMIO) of 25 November 2015 (Status as of 1 January 2016).

المطلب الأول

مقاصة الختام الفردية Close out Netting

٧٩-تعرف مقاصة الختام بأنها عبارة عن تسوية الإلتزامات المتبادلة بنفس القيمة السوقية، في حالة إفلاس الطرف المقابل، أو إخلاله بأى إلتزام وارد فى العقد، ما لم يتم الإلتفاق على غير ذلك (٥٤٣).

وتعرف أيضًا بأنها عبارة عن وسيلة للتخفيف من مخاطر الإلتئمان المرتبطة بمخاطر المشتقات غير الرسمية(٥٤٤).

ووفقًا للتقرير الصادر عنالبنك الدولي للتسويات، تقاس فوائد التسوية بالمقاصة بالفارق بين إجمالي القيمة السوقية ومخاطر الإلتئمان بعد التسوية أو المقاصة، الذي كان يمثل أكثر من ٨٥% إعتبارًا من منتصف ٢٠٠٩ (٥٤٥).

ومن أهم ما تتميز به مقاصة الختام ما يلي:

١/ أنها قللت إلى حد كبير من الصفقات غير الرسميةلمشتقات الأسهم إلى أقل من ٨٥%، حيث تسببت هذه الصفقات إلى العديد من الخسائر(قدرت هذه الخسائر بحوالى ٥٠٠ مليار دولار).

٢/ أنها مكنت المشاركين في عقود مشتقات الأسهم من حماية صفقاتهم من التغيرات السوقية العكسية،بسبب تقصير الطرف المقابل.

(٥٤٣) راجع:

David Mengle, ISDA Research Notes, The Importance of Close-Out Netting, Number 1, 2010, p2;Alastair Hudson, Close-out netting and taking security in financial market contracts, 1999, p5, available at:<http://www.alastairhudson.com/financelaw/Close-out%20netting%20article.doc>.

David Mengle, ISDA Research Notes, The Importance of Close-Out Netting, Number : راجع (٥٤٤) 1, 2010, p1.

Ibid.: راجع (٥٤٥)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثانى

٣/ يدعم صناع السياسة المالية بقوة الإعتماد على مقاصة الختام لأنها تعزز الإستقرار المالي.

٤/ ذكرت المفوضية الأوروبية أن مقاصة الختام Close out netting لازمة لكفاءة الأسواق المالية، لأنها تقلل من مخاطر الائتمان، وتمكن المؤسسات المالية من تخفيض رأس المال التنظيمي المطلوب أو زيادته (٥٤٦).

وتلعب غرفة المقاصة المركزية الأمريكية Central Counterparty Clearing House (CCP) دورًا بالغ الأهمية في إتمام مقاصة الختام في مجال عقود مشتقات الأسهم، خاصة على صعيد التعامل الإلكتروني في هذه العقود (OTC) حيث استطاعت أن تقضي على الكثير من المشاكل، أهمها (٥٤٧):

١/ أنها سمحت بتسوية المخاطر بين جميع المشاركين بطرق متعددة، من خلال جمعهم وتصنيفهم طبقًا للأصول التي يملكونها، ومحاولة التوفيق بين رغباتهم المتقابلة، ومن ثم التقليل من المخاطر التي يتعرض لها كل طرف.

٢/ إلزام الأطراف بتقديم ضمانات متبادلة لمواجهة حالات التقصير أو الإخفاق من أي طرف في تنفيذ التزاماته. وقد يقدم الضمان في بداية العقد (هامش مبدئي "initial margin")، أو خلال فترة تنفيذ العقد (الهامش المتغير Variation "margin").

وقد حرص قانون سوق المال والتجارة في الأوراق المالية والمشتقات المالية FMIO السويسري الصادر عام ٢٠١٦ في المادة (٦٦) منه على وضع مجموعة من المبادئ التي تحكم إتمام عمليات المقاصة، وقد كان من أهمها (٥٤٨):

(٥٤٦) راجع:

Report from the Commission to the Council and European Parliament, Evaluation Report on the Financial Collateral Arrangements Directive, at 10, COM (2006) 833 final (Dec. 20, 2006).

(٥٤٧) راجع:

Commission staff working paper Accompanying the Commission Communication, Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets, {COM(2009) 332 final}{SEC(2009) 914 final}, Commission of the European Communities Brussels, 3.7.2009 SEC(2009) 905, p13.

Ibid.: راجع: (٥٤٨)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني.

١/ يجب ضمان إتمام المقاصة بشكل قانوني سليم وتسوية إلتزامات الدفع الناشئة عن عقد المشتقات.

٢/ يجب تحديد وقت إتمام المقاصة، بحيث بعد صدور أوامر الدفع لا يسمح بالغاؤها أو تغييرها. كما يجب تحديد وقت تسوية المدفوعات.

٣/ يجب على أنظمة الدفع التي تستخدم نظم تسوية مشتركة أن توحد مواعيدها من أجل:

ا/ دخول أوامر الدفع الى نظام التسوية المشتركة في ذات التوقيت.

ب/ عدم الرجوع في أوامر الدفع.

٤/ يقوم نظام الدفع على تسوية المدفوعات في الوقت المناسب إذا كان ذلك ممكنا في موعد لا يتجاوز يوم عمل تالي.

وقد كان من أكثر الإشكاليات التي ثارت في هذا الشأن، مدى إمكانية الإتفاق على إجراء مقاصة الختام رغم إفلاس أحد أطراف عقد المشتقات.

سبق أن ذكرنا أن العديد من التشريعات قد حرصت على حظر فسخ العقد الجاري عند إفلاس أحد أطرافه. لكن بعد أن تبين أن هذا الأمر قد تسبب في العديد من المشاكل، عدلت عن موقفها، وأقرت للطرف الموسر حق المطالبة بفسخ العقد في حالة إفلاس الطرف الآخر. والأكثر من ذلك، أن هذه التشريعات سمحت بإجراء المقاصة رغم الإفلاس (٥٤٩). وقد كان الدفع للخروج على القواعد العامة في هذا الشأن، الرغبة في تسوية الإلتزامات العالقة للمفلس، بالسماح بإجراء مقاصة الختام في عقود المشتقات. ولم تضع التشريعات الأوروبية رغم ذلك تنظيم كاف لأحكام مقاصة الختام، وما ظهر منها بعض النصوص المنفرقة في تشريعات البنوك والتشريعات الخاصة بالإفلاس.

أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد كان لديها قانون فيدرالي متكامل ينظم أحكاما لمقاصة (٥٥٠). وقد حرص هذا القانون علنا بشرط بعض الشروط لإتمام

(٥٤٩) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقد مقايضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ١٦٤.

(٥٥٠) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

عملية مقاصة الختام، كان أهمها، تحديد المؤسسات المالية المسموح لها إجراء هذه المقاصة (٥٥١)، كما أشرت أن يسبق إجراء هذه المقاصة إنذار قضائي (٥٥٢).

ومن خلال مطالعة ما جاء في قانون الإفلاس الفرنسي الصادر في ٢٥ يناير لسنة ١٩٨٥ (٥٥٣) يلاحظ أنه حظر إجراء المقاصة في حالة الإفلاس أو إجراءات التصفية أو التسوية القضائية، حتى ولو كانت الديون مترابطة وغير قابلة للتجزئة وناشئة عن عقد واحد. ولم يكن يستثنى من هذا الأمر إلا إذا كان هناك ترابط بين دين سابق على شهر الإفلاس ودين لاحق عليه (٥٥٤). وقد عدل قانون ٣١ ديسمبر لسنة ١٩٩٣ وأيضاً القانون الصادر عام ١٩٩٦ الوضع السابق، حيث قررا إمكانية إجراء المقاصة رغم الإفلاس (٥٥٥). يضاف لذلك، أن تقرير اللجنة الفرنسية لتعديل قانون المبادلات الدولية وعقود المشتقات International Swaps and

COLLATERAL LAW REFORM. Derivatives Association, Inc GROUP قررت أنه إذا تم الإتفاق على إجراء المقاصة الختامية بموجب إتفاق الأساس، فإن هذا الإتفاق قابل للتنفيذ بشرط أن يكون أحد الأطراف مؤسسة مالية (٥٥٦).

Ole Böger, Close-out Netting Provisions in Private International Law and International Insolvency Law (Part II), 18 UNIF. L. REV. 2013,232-261, p532.

(٥٥١) راجع:

TITLE 12 – Banks and banking, chapter 45 – payment system risk reduction subchapter I – bilateral and clearing organization netting, available at: <http://www.law.cornell.edu/uscode/uscpri.html>

Ibid. (٥٥٢) راجع:

(٥٥٣) راجع:

Law no. 85-98 of 25 January 1985 (Insolvency Law) and Law no. 85-99 of 25 January 1985 (Insolvency Practitioners Law).

(٥٥٤) راجع:

Law no. 85 - 98 of 25 January 1985 on the institution of recovery proceedings or liquidation of businesses, implemented by Decrees nos. 85 -1387 and 85 -1388 of 27 December 1985.

(٥٥٥) راجع:

Loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

(٥٥٦) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني.

وقد وضع القانون الفرنسي مجموعة من الشروط لإمكانية إجراء المقاصة الختامية في عقود المشتقات رغم الإفلاس، وهي (٥٥٧):

أولاً/ أن يكون أحد أطراف العقد من المؤسسات المؤهلة **un parti**.
:admissible

ويقصد بالأطراف المؤهلة في هذا الصدد، الأفراد والهيئات المرخص لها بالتعامل في عقود المشتقات. وهم ينقسمون وفق هذا القانون إلى فئتين^(٥٥٨):

الفئة الأولى/ فئة المستخدمين النهائيين (Users of derivatives): وتلجأ هذه الفئة للتعامل في عقود المشتقات بغرض التحوط أو تكوين المراكز المالية أو المضاربة. ومن أهم المستخدمين النهائيين، ما يلي:

أ/ تجار التجزئة: وهم يستخدمون المشتقات بغرض تجنب مخاطر تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في العملات الأجنبية.

ب/ صناديق المعاشات: وهي تستخدمها بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية ضد التعرض لمخاطر السوق. كما تستخدم بقصد حماية العائد من الإستثمار في السندات.

ج/ بنوك الإستثمار: وهي تستخدم المشتقات للمحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية، إذا كانت السوق الحاضرة غير قادرة على إستيعاب المعروض بأسعار السوق.

International Swaps and Derivatives Association, Inc., COLLATERAL LAW REFORM GROUP (FRANCE), COUNTRY REPORT, Supplement to *Collateral Arrangements in the European Financial Markets: The Need for National Law Reform*, March 2000, (10), p2.

(٥٥٧) راجع:

Loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

(٥٥٨) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ١٧٤، ٧٥.
مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

د/ الشركات العقارية: وهي التي تبيع العقارات للغير أو تؤجرها مقابل عدد من السندات. وتستخدم هذه الشركات المشتقات بغرض مواجهة تحركات سعر الفائدة على القروض التي تحصل عليها مقابل إصدار السندات.

ذ/ الشركات التجارية: وهي تستخدم عقود المشتقات للحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة على عائد الإستثمار للفائض النقدي، أو للحماية ضد تقلبات أسعار العملات، أو غيرها من أغراض التحوط.

ن/ المصدرون والمستوردون: وهم يلجأون للمشتقات للحيلولة دون الإضرار التي تقع بسبب تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات.

الفئة الثانية/ تجار الأوراق المالية والمشتقات (Traders): ويتعامل هؤلاء الأشخاص في تجارة المشتقات لحسابهم الخاص، ويسعون إلى تحقيق هامش ربح، يتمثل في الفارق بين سعري البيع والشراء عند تعاملهم مع فئة المستخدمين النهائيين.

وقد حرصت القوانين الفرنسية ومن بعدها العقود النموذجية للمشتقات المالية على التأكيد على ضرورة أن يكون أحد أطراف عقد المشتقات من المؤسسات المؤهلة أو المرخص لها. فقد نصت المادة (٥٢) من قانون ١٩٩٦، على أن المؤسسات المرخص لها هي: شركات الإستثمار، والمؤسسات الإئتمانية التي تقدم الخدمات الإستثمارية، وشركات التأمين. أو المؤسسات غير المقيمة التي تحظى بوضع مماثل. وبناء عليه لا تسري المادة (٥٢) على المؤسسات أو الشركات التي لا تحظى بالوصف السابق (٥٥٩).

وقد حرص قانون النقد والمال الفرنسي المعدل عام ٢٠٠٩ على تعداد المؤسسات المسموح لها إصدار سندات الدين القابلة للتداول، وذلك في المادة (L.) 213-3، وهي (٥٦٠):

International Swaps and Derivatives Association, Inc., op. cit, p2. راجع: (٥٥٩)

(٥٦٠) راجع:

Monetary and Financial Code – Legislative Section, CHAPTER III Debt Securities, (Amended by Act No. 2001-420 of 15 May 2001 Art. 25 I and II Official Journal of 16 May 2001- Amended by Act No. 2003-706 of 1 August 2003 Art. 36 I, Art. 37, Art. 46 VI 1° Official Journal of 2 August 2003) مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

١/ مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار وصندوق الضمان، شريطة مراعاة المتطلبات الواردة في قرار وزير الاقتصاد.

٢/ المؤسسات الأخرى غير المشار إليها في البند الأول، وتخضع للشروط الخاصة بالمركز القانوني؛ من حيث: رأس المال ومتطلبات مراجعته بغرض طرحه للإكتتاب العام، وترخيص التعامل في عقود المشتقات في السوق المنظمة، بالإضافة إلى الشروط الخاصة بمعادلة الشركات التي لها مكاتب مسجلة بالخارج.

٣/ شركات القطاع العام.

٤/ شركات القطاع العام التي ليس لها رأس مال يكتتب فيه، لكن مرخص لها في طرح أسهم للإكتتاب العام.

٥/ المجموعات الاقتصادية الكبرى والمشروعات التي تضم مجموعة من شركات المساهمة.

٦/ مؤسسات الإتحاد الأوربي والمنظمات الدولية.

٧/ صندوق الضمان الإجتماعي لسداد الديون المنشأ بموجب المادة (١) بالأمر رقم ٥٠-٩٦ الصادر ٢٤ لسنة ١٩٩٦ لسداد ديون الضمان الإجتماعي.

٨/ السلطات المحلية وتجمعاتها.

٩/ الجمعيات الخاضعة للقانون الصادر في ١ يوليو لسنة ١٩٠١ الخاص بعقود الإتحادات association agreements.

١٠/ الدول.

١١/ أنظمة أو برامج التوريق Securitisation schemes.

١٢/ الجهاز المركزي لمنظمات الضمان الإجتماعي.

2003 - Amended by Act No. 2006-1640 of 21 December 2006 Art. 38 Official Journal of 22 December 2006 Amended by Order No. 2008-556 of 13 June 2008 Art. 16 Official Journal of 14 June 2008).

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية الجيد الاول- ١٧، ٢٠١٧، المجلد الثاني

ووفق أحكام هذا القانون تعد عقود المبادلات وعقود الخيارات والعقود المستقبلية من قبيل الأدوات المالية بمفهوم المادة (١/٢١١) من هذا القانون شريطة أن تخضع لقواعد التداول المادي، ومسجلة لدى أحد غرف المقاصة المعترف بها.

والسؤال الذي يثور في هذا الصدد، هل يمكن للهيئات الأجنبية الاستفادة من خدمات المقاصة في صفقات المشتقات وفق هذا القانون؟

الملاحظ أن الاتجاه العام في هذا الصدد، أن المشروعات المشتركة (تجمع في ملكيتها بين الأجانب والوطنيين) والمشروعات المملوكة ملكية تامة لأجانب لا تتطلب موافقة معينة للدخول في عقود المشتقات، وذلك للأسباب التالية^(٥٦١):

١/ أن المشروعات الممولة أجنبيًا مسموح لها بإبرام العقود الآجلة في الصرف الأجنبي لحسابها الخاص.

٢/ أن المشروعات المشتركة معفية من الخضوع لمعايير الرقابة على القروض التجارية الدولية، ويحق لها أن تحصل على القروض بعملة أو بأخرى، دون موافقة جهة الرقابة على الصرف.

ثانيًا/ أن تكون الديون المراد إجراء المقاصة بينها قد نشأت عن معاملات تحظى بمفهوم الصفقة كما عرفته المادة الأولى من قانون ٢٨ مارس لسنة ١٨٨٥:

ويشير هذا المفهوم إلى العقود المالية الآجلة، والتي من بينها عقود مشتقات الأسهم. وقد حرص القانون الفرنسي للمعاملات المالية الجديد لسنة ٢٠٠١ على التأكيد على هذا الأمر، حيث قرر خضوع المعاملات المالية الآجلة للمقاصة^(٥٦٢).

وقد حرص الفقه الفرنسي على توسيع مفهوم الصفقة بخصوص إجراء المقاصة، لتشتمل على الأوراق المالية (كالأسهم والسندات) وأدوات رأس المال الاستثماري والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلة وعقود الخيار وغيرها^(٥٦٣).

(٥٦١) د. سفيان عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ١١٩.

(٥٦٢) راجع: Code monétaire et financier - Edition : 2015-10-18, Article L431-7.

(٥٦٣) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ويخرج عن مفهوم الصفقة بالمعنى السابق؛ المعاملات المالية الفورية، حيث أنها لا تخضع للفسخ أو المقاصة في حالة إفلاس أحد أطرافها، لإنتفاء الرغبة في حماية الطرف الموسر من تدهور أحوال الطرف المعسر في هذه العقود (٥٦٤).

ويتوافر هذا الشرط في عقود المشتقات، حيث أن هذه العقود دائما مؤجلة وليست فورية، ومن ثم تخضع للفسخ أو المقاصة في حالة إفلاس أحد أطرافها، رغبة في حماية الطرف الموسر من تدهور أحوال الطرف المعسر في هذه العقود.

وجدير بالذكر، أن معارضة الغير (جماعة الدائنين) لن تحول دون إجراء المقاصة أو التسوية فيما يتعلق بعقود المشتقات، لكنها يمكن أن تحول بينهما في غيرها من العقود أو المعاملات الأخرى، مثل إعادة شراء الأوراق المالية والقروض المالية (٥٦٥).

ثالثا/ أن تتم هذه الصفقة في إطار أحد العقود النموذجية:

وتتنوع نماذج هذه العقود ما بين عقود دولية^(٥٦٦) وأخرى وطنية (٥٦٧). وهي تستجمع الحد الأدنى من الضمانات الكفيلة لإنعقاد وتنفيذ عقود المشتقات بما يتوافق وحكم القانون، من حيث تحديد الالتزامات، وأداء المدفوعات، وكيفية حساب التعويضات المستحقة. وقد ثبت أن كثير من العقود النموذجية قد لا تتضمن المعايير الكافية لمواجهة المخاطر المتوقعة (٥٦٨).

Mariola Lemonnier, La definition des instruments financiers – le probleme pratique et theorique: cas de la Pologne et la France, Studia Prawnoustrojowe nr 26, 127-144, 2014, P127.

(٥٦٤) د. أمال كامل عبد الله: النظام القانوني لعقود مفاضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ١٦٨.

(٥٦٥) راجع: International Swaps and Derivatives Association, Inc., op.cit, p2.

(٥٦٦) راجع:

ISDA, International Swap Dealers Association, Inc., MASTER AGREEMENT, dated as of September 26, 2007, available at:

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1107694/000119312508091225/dex1032.htm>

(٥٦٧) راجع: International Swaps and Derivatives Association, op. cit, p2.

(٥٦٨) راجع:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية. العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وتحرص الهيئات والمؤسسات المتخصصة على وضع نماذج للعقود المنظمة لعقود المشتقات لضمان توافر الحد الأدنى من الشروط اللازمة. وقد كان من أبرز ما صدر في هذا الشأن، القائمة التي صدرت عن محافظ البنك المركزي الفرنسي، والمتضمنة على مجموعة من نماذج العقود التي تحتوي على العديد من القواعد التي تحكم هذه العقود (٥٦٩).

من ناحية أخرى، يجب أن تشمل هذه العقود على طريقة يمكن من خلالها احتساب الديون وتقديرها عند اجراء المقاصة (٥٧٠).

وعن الوضع في القانون الإنجليزي، فالملاحظ أنه كان يرفض تمكين الطرف المוסر من المطالبة بفسخ العقد لإفلاس الطرف الآخر. كما كان يرفض منحة الحق في المقاصة بين ديونه وحقوقه مع المفلس. وقد حرص المشرع الإنجليزي على تغيير هذا الوضع بموجب قانون الإفلاس الصادر عام ١٩٨٦، الذي أثبت من خلاله في نص المادة (٤/٩٠) حق الطرف الموسر في المطالبة بإجراء المقاصة بشرطين: الأول/ أن يكون الطرف المفلس من الأشخاص المعنوية الخاصة. والثاني/ أن يكون الإتفاق على المقاصة قد تم في إطار عقد نموذجي (٥٧١).

وقد قررت المادة السابقة في فقرتها الأولى جواز إتمام المقاصة في حالة الإفلاس بين الديون المتقابلة (ديون المفلس مع دائنيه). كما جاء في الفقرة الثانية من ذات المادة، ضرورة أن يؤخذ في الإعتبار ما هو مستحق في ذمة أحد الأطراف في مواجهة الآخر، مع خصم المبالغ المستحقة لطرف من المبالغ الموجودة لدى الطرف الآخر بالمقاصة. كما جاء في المادة (٣/٤/٩٠) أن المبالغ المستحقة من

Commission staff working paper Accompanying the Commission Communication, Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets, {COM(2009) 332 final}{SEC(2009) 914 final}, Commission of the European Communities Brussels, 3.7.2009 SEC(2009) 905, p13.

(٥٦٩) راجع:

M. Jean-Claude TRICHET, Lettre introductive au rapport annuel de la banque de France adressée à monsieur le président de la république, à monsieur le président du sénat, à monsieur le président de l'assemblée nationale, Exercice 1995, p108.

(٥٧٠) د. آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية للفقرة، مرجع سابق، ص ١٦٨.

(٥٧١) راجع: Insolvency Act 1986, Insolvency rule 4.90.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الشركة للطرف الآخر تدخل ضمن المقاصة وفق ما قرره الفقرة (٢) سالفه الذكر إذا كان الطرف الآخر قد تم إنذاره بموجب اجتماع جماعة الدائنين.

وفي كافة الأحوال يجب أن يؤخذ في الاعتبار ما هو مستحق من كل طرف في مواجهة الآخر، من حيث المعاملات المتبادلة والمبالغ المستحقة التي يجب أن تخصم من مستحقات الطرف الآخر. كما يجب لإعمال المقاصة أن تكون التزامات الأطراف قابلة للقياس بمقياس موحد، من حيث القدرة والحقوق والمصلحة أو الفائدة (٥٧٢).

ويتضح مما سبق أن القانون الإنجليزي قد أقر فكرة مقاصة الختام إذا ما توافرت شروطها. لكنه كان يمتنع عن إعمال تلك المقاصة بين التزامات الطرف المוסر وبين الأموال المقدمة كضمان من قبل الغير لضمان قرض على المفلس، حتى ولو كان الضامن مدين لهذا الطرف الموسر، لعدم توافر شرط التبادلية في الديون الأخيرة (٥٧٣).

ومن جانبها حرصت التوجيهات الأوروبية (Settlement finality in payment and securities settlement systems) على أن تضيف بعض الأحكام الخاصة بمقاصة الختام بخصوص عقود المشتقات المالية. فقد نصت على أن مقاصة الختام تكون نافذة من الناحية القانونية حتى في وقت الإفلاس، بشرط أن يتم المطالبة بها قبل البدء في إجراءات الإفلاس (Section: II- art3/1) (٥٧٤). كما يسمح وفق هذا القانون بنقل أوامر الدفع للمقاصة حتى بعد بدء إجراءات الإفلاس، بشرط ألا يعلم وكيل المقاصة أو الطرف المركزي أو غرفة المقاصة ببدء إجراءات الإفلاس أو لم يكن في مقدورهم أن يعلموا بذلك (Section: II-

(٥٧٢) راجع:

Francis Collaço Moraes, Insolvency set-off: "The mutuality of assignment in subordination", Corporate Rescue and Insolvency, 5 CRI 187, 1 October 2014, p2.

(٥٧٣) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المتقولة، مرجع سابق، ص ١٦٥.

(٥٧٤) راجع:

Directive 98/26/EC of the European parliament and of the council of 19 May 1998, (settlement finality in payment and securities settlement systems).

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

art3/1) (٥٧٥). وقد أكد التوجيه على ما سبق، بالقول بأنه لا يجوز الإتفاق على خلاف ذلك في عقد المشتقات (Section: II- art3/2).

وأضافت المادة (Section: II- art4) من التوجيه سابق الذكر، أنه إذا أفتحت إجراءات الإفلاس فإنه يجوز إستخدام كافة الأموال والأوراق المالية المتاحة في حساب التسوية لصالح المشتركين بغرض سداد الإلتزامات المالية الملتزمون بها منذ يوم إفتتاح إجراءات الإفلاس. علاوة على ذلك، يحق لهم الإستفادة من التسهيلات الإئتمانية المقدمة كضمان للوفاء بالالتزامات المشاركين.

وجدير بالذكر، أن العقود المالية الدولية التي تجريها البنوك وغيرها من المؤسسات المالية تعتمد المقاصة الختامية فيها على إتفاق الأساس Master of agreement. حيث تتضمن الكثير من التفاصيل الخاصة بإجراء مقاصة الختام في عقود المشتقات، والتي تزيل الكثير من الغموض لكثير من المنازعات التي تثور في هذا الشأن (٥٧٦). يضاف لذلك، أن عقد الأساس يضع حلولاً موحدة لهذه المشاكل، ويقضي على مشكلة تنازع قوانين الإفلاس المتعددة خاصة في عقود المشتقات ذات الطابع الدولي (٥٧٧).

والأصل أن مقاصة الختام بالمعنى السابق سترتب عليه إنهاء جميع العقود بين المفلس وبين الطرف الموسر، وذلك على التفصيل التالي (٥٧٨):

١/ العقود الأجلة التنفيذ: وهي التي تتضمن على التزامات مستقبلية آجلة لم تنفذ بعد، مثل عقد مشتقات الأسهم الآجلة. وتحتوى هذه العقود على شروط تسمح للدائن أن يعجل الدفع في العقود المستقبلي في حالة الخطأ أو إختلال الضمان الإئتماني (إنخفاض التصنيف الإئتماني)، والإفلاس يعتبر من أقوى عوامل تخفيض التصنيف الإئتماني المبرر لتعجيل الإلتزامات المستقبلية.

Ibid. راجع: (٥٧٥)

Robert R. Bliss, Derivatives and Systemic Risk: Netting, Collateral and Closeout, op.cit. راجع: (٥٧٦) راجع: p4.

Op.cit. p5. راجع: (٥٧٧)

Op.cit. p6. راجع: (٥٧٨)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٢/ العقود الأخرى، وهى العقود واجبة التنفيذ بصورة فورية، ويتم تسوية هذه العقود بشكل فوري ودون تأجيل، وتحدد قيمة العقد، والتعويض المستحق في ضوء ما قرره إتفاق الأساس.

وإذا كان الطرف الموسر هو الدائن، فإن له الحق في إستيفاء صافي قيمة الدين المستحق بنفسه. أما إذا كان الطرف الموسر هو المدين فإنه سوف يقوم بدفع المبلغ المستحق لأمين التقايسة. وتتولى محكمة الإفلاس الفصل فيما قد يثور من منازعات فى هذا الشأن. وليس هناك ما يمنع إستبدال شخص موسر بالطرف المعسر، خاصة فى ظل وجود صعوبة فى الوفاء، مع تقديم الضمانات الكافية فى هذا الشأن (٥٧٩).

٨٠- سلبيات مقاصة الختام:

وعلى الرغم مما تحظى به مقاصة الختام من مزايا فى عقود المشتقات، إلا أنها أسفرت عن العديد من السلبيات، كان أهمها ما يلي (٥٨٠):

أولاً/ تعتمد مقاصة الختام فى الأساس على طبيعة المخاطر المحيطة بأطراف عقد المشتقات، والتي تختلف من طرف لآخر (فقد تكون المخاطر بالنسبة لأحد الأطراف تمثل تهديداً بينما للطرف الأخر تشكل مزايا تنافسية)، ويزيد من صعوبة الأمر، عدم التزام الهيئات والمؤسسات المتعاملة فى هذه العقود بمعايير الشفافية والإفصاح بخصوص البيانات الصادرة عنها، بما سينعكس على صعوبة تقييم المخاطر المتبادلة، ومن ثم صعوبة تصميم نماذج العقود التي تقيس هذه المخاطر (٥٨١).

ثانياً/ تزداد مخاطر إتمام مقاصة الختام بفعل التقييم اليومي لقيمة عقود المشتقات، وتقييم الضمانات المرتبطة بها، بما يوقع المتعاملين فى حيرة شديدة لكثرة التقييمات وتضاربها.

(٥٧٩) راجع: Op.cit, p7.

(٥٨٠) راجع: Commission staff working paper Accompanying the Commission

Communication, op.cit, p16.

(٥٨١) راجع:

Jacques de Larosière, The High-level Group on Financial Supervision, (2009), available at:

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ثالثاً/ أن تقييم الضمانات يعتمد على القيمة السوقية لعقود المشتقات وقت إجراء المقاصة، دون مراعاة القيمة المحتملة للعقد في المستقبل، لإحتمال خطأ الطرف المقابل (تكلفة الاستبدال المستقبلية).

رابعاً/ أن مستوى التصنيف الائتماني للضمانات المقدمة من أطراف المقاصة معرض للإنخفاض، وهو ما حدث بالفعل في الولايات المتحدة الأمريكية على أثر الأزمة المالية العالمية الأخيرة (سنة ٢٠٠٧)، التي أثرت بشكل سلبي على ضمانات عقود المشتقات، وأدت إلى إنخفاض قيمتها عن ما تم تقييمه من قبل شركة التأمين الأمريكية AIG، حيث اضطرت هذه الشركة لتخفيض الضمانات بشكل تدريجي لتتلائم مع أوضاع السوق.

خامساً/ الملاحظ أن الضمانات المرتبطة بعقود المشتقات لا تقدم تغطية شاملة لكافة أنواع المخاطر، حيث تغطي فقط حوالي ٦٠% من مخاطر الائتمان، وتبقى أكثر من ثلث المخاطر غير مغطاة. بينما المعدل العام لتعرض عقود المشتقات للخطر مرتفع جداً مقارنة بما كان عليه الحال من قبل، الأمر الذي سيتسبب في صعوبة إجراء المقاصة.

سادساً/ عجزت مقاصة الختام في كثير من الأحيان عن توفير بيئة تنافسية حقيقية بين المتعاملين بعقود المشتقات، فعجزت كثير من المؤسسات عن تحقيق ما تصبو إليه من ربح.

سابعاً/ يصعب إجراء المقاصة بالدقة المطلوبة في كثير من الأحيان، خاصة إذا كانت تتم بين أطراف متعددة، لصعوبة الوقوف على كافة صور المخاطر الائتمانية، بالإضافة لصعوبة تقييم ما يقع من تقصير من الأطراف المختلفة.

المطلب الثاني

المقاصة الجماعية

٨١- يظهر الدور الحقيقي للمقاصة الجماعية فيما بين نواتج مقاصة الختام Close out netting لكل عقد من عقود المشتقات المالية المبرمة في إطار نموذج عقدي واحد Master agreement. أى أن النطاق الحقيقي لهذه المقاصة فى النموذج العقدى الذى يضم مجموعة مختلفة من العقود فى إطار واحد.

ويعد نظام (CREST) المعروف فى بريطانيا أكثر النظم التى تقدم خدمات المقاصة الجماعية، لتسوية معاملات الأوراق المالية وتحويلها، كما يتضمن نظام للتسليم مقابل الدفع (DVP) للصفقات التى تتم فى بريطانيا وإيرلندا وجزر Manx و Channel. وقد بدأ العمل بنظام (CREST) فى عام ٢٠٠٠.

وجدير بالذكر، أن بريطانيا لديها أربعة غرف مقاصة معترف بها فى مجال المقاصة الجماعية (٥٨٢):

١/ نظام المقاصة LCH.Clearnet Ltd: وهى هيئة المقاصة المركزية الرئيسية فى المملكة المتحدة (CCP)، والتى تقوم على تسوية الأسهم، الدخل الثابت، والمشتقات والسلع.

٢/ نظام مقاصة ICE Clear Europe Ltd: وهو يعمل بذات النظام المقرر للمقاصة المركزية، ويقدم كل خدمات المقاصة لكل التجار بخصوص كافة العقود الأجلة فى أوروبا، وتتعامل فى عقود المشتقات (OTC) التى تنفذ فى الأسواق العالمية للمشتقات، ومجموعة من عقود المبادلات الأوربية European credit default swap (CDS)، وتتعامل على عقود النفط والغاز والفحم وعقود الكهرباء الأجلة وعقود الخيارات.

(٥٨٢) راجع:

Payment, clearing and settlement systems in the United Kingdom, CPSS – Red Book – 2012, 443.

Available at:

https://www.bis.org/cpmi/publ/d105_uk.pdf

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الثانى

٣/ بيت المقاصة EuroCCP: وهي شركة فرعية مملوكة بالكامل لشركة الإيداع والائتمان والمقاصة (DTCC)، وتعمل في ١٩ سوق أوربي. وقد بدأت عملها في أغسطس لعام ٢٠٠٨، وتعمل على تسوية الصفقات بطريق المقاصة لعدد من المنشآت التجارية المتعددة الأطراف.

٤/ نظام المقاصة CME Clearing Europe: وقد أنشئ هذا النظام حديثاً، وهي شركة فرعية تابعة إلى مجموعة CME Group، والتي تقدم خدمات المقاصة بخصوص عقود (OTC) لمشتقات الطاقة، ومبادلات أسعار الفائدة، ومبادلات الصرف الأجنبي CDS.

وقد أقر قانون الشركات الإنجليزي الصادر ١٩٨٩ إمكانية إجراء المقاصة الجماعية بين الديون المختلفة، شريطة أن تكون هذه الديون ناشئة عن عقد واحد، وأن يتم الإتفاق الصريح في العقد على إمكانية إجراء المقاصة الجماعية بين الديون الناشئة عن هذا العقد. كما أجاز هذا القانون في حالة إفلاس أحد أطراف المقاصة أن يتم الحصول على ناتج المقاصة من الضمانات المقدمة لضمان تنفيذ عقد المشتقات^(٥٨٣).

وهناك مجموعة من الأحداث التي تمثل خطأ أو تعد من قبيل الإعسار وفق نظام Eurex Clearing AG، وذلك على التوضيح التالي^(٥٨٤):

١/ إذا لم يتم دفع المبلغ المستحق من قبل أحد الأطراف في أحد الحالات الآتية:
أ/ الدفع الوهمي أو الإفتراضي للمبلغ المستحق.

ب/ عدم دفع التسوية النقدية المطلوب بعد التسليم.

٢/ ويتحقق الإعسار في نظام المقاصة الجماعية في حالة عجز المدين عن الوفاء بمسئقات الطرف الآخر وفق قواعد Eurex Clearing AG.

(٥٨٣) راجع: Companies Act 1989, the legislation.gov.uk, available at:

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1989/40/contents>

(٥٨٤) راجع: op.cit, p 107.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وإذا حدث خطأ في الدفع أو إعسار فيما يتعلق ببيت المقاصة Eurex Clearing AG تتطبق القواعد الآتية^(٥٨٥).

١/ عدم تنفيذ أي التزام نص عليه عقد المشتقات أو أي التزام مستقبلي (بما فيه الالتزام بالدفع أو التسليم) ناشئ عن كل الصفقات، وجميع طلبات إعادة التسليم بموجب الاتفاق الأساسي بين بيت المقاصة والمدين في عقد المشتقات (عضو المقاصة). وتقضي أحكام المقاصة المقررة في العقود المختلفة بإنقضاء جميع الالتزامات الناشئة عن العقد بالترتيب على ذلك. مثل الالتزام بتقديم الهامش الابتدائي للملكية Elementary Proprietary Margin أو الهامش الابتدائي المجمع Elementary Omnibus Margin.

٢/ يحق للمدين الإمتناع عن دفع الفارق بين الأداءات المتقابلة لأطراف عقد المشتقات. وإذا كان قد دفعه يحق له رفع دعوى المطالبة بالفارق، وهي دعوى ليست معلقة على شرط، وترفع على الفور ضد الطرف الآخر بمجرد إنتهاء الالتزامات الرئيسية والتزامات التسليم على التوالي. ويتم تحديد الفارق وفق أسعار الإنهاء المقررة في البورصة للمعاملات ذات الصلة أو اتفاقات إعادة التسليم في اليوم التجاري التالي بعدم الدفع أو حدوث الإعسار^(٥٨٦).

Ibid.: راجع: (٥٨٥)

Ibid.: راجع: (٥٨٦)

الفصل الرابع

ضوابط حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم

٨٢- أفتقر الحديث عن ضوابط حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم بالإهتمام الكافي، رغم ما يمثله هذا الأمر من خطورة، خاصة في ظل غياب اعتبارات الشفافية والنزاهة في ممارسات هذه المؤسسات. وقد تسبب هذا الأمر في كثير من الممارسات الخاطئة، خاصة في الأسواق غير الرسمية.

وقد حرصت بعض التشريعات المالية العربية (التشريع الكويتي) في الأونة الأخيرة على إستيعاب الكثير من قواعد الشفافية والنزاهة في المعاملات المصرفية (٥٨٧) وفي معاملات الأوراق المالية بصورة عامة (٥٨٨)، دون أن تفرد أحكاماً خاصة بالمشتقات المالية. ولعل هذا يعود إلى أنها تعاملت مع هذه المشتقات على أنها من قبيل الأوراق المالية (٥٨٩).

والأمر على هذا النحو يقتضي التعرض لمدى جدى حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم، وضوابط الشفافية والنزاهة للتعامل في هذه العقود، وذلك على التفصيل التالي:

(٥٨٧) راجع: دليل حوكمة الشركات، بيت التمويل الكويتي، المحور السادس "الإفصاح والشفافية، يونيو ٢٠١٥، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

http://www.kfh.com/pdf/Corporate_Governance.pdf

(٥٨٨) قانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.e.gov.kw/sites/kgoarabic/Forms/CMACapitalMarketEstablishmentLaw.pdf>

(٥٨٩) وقد حرص المشرع الكويتي على الاعتراف الصريح بالمشتقات المالية كأحد صور الأوراق المالية، حيث نص في قانون إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ في المادة رقم (٨/١) وهو بصدد تعريف الأوراق المالية وفق مفهوم هذا القانون: بأنها عبارة عن " أي صك أيا كان شكله القانوني يثبت حصة في عملية تمويلية قابلة للتداول بتخصيص من الهيئة مثل: أي حق أو خيار أو مشتقات تتعلق بأي من الأوراق المالية". قانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية (٧ / ٢٠١٠)، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.gcc-legal.org/LawAsPDF.aspx?opt&country=1&LawID=3753>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المبحث الأول

جدوى حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم

٨٣-حظي التعامل على المشتقات المالية بكثير من الاختلافات على شتى الأصعدة (الشرعية والقانونية والاقتصادية)، ما بين مؤيد ومعارض، وما بين من يري أنها أدوات للتحوط ضد المخاطر، وبين من يري أنها أساس المخاطر ومصدرها. ومثل هذا الوضع الجدلي الذي لم تتوقف رجاه حتى الآن، أظهر أهمية حوكمة المؤسسات المالية المتعاملة في عقود المشتقات، لأن التسليم بوجود مزايا وعيوب في ذات الوقت، أمر يفرض ضرورة الاستعانة بضوابط الإدارة الرشيدة، التي تحرص على الاستفادة من المزايا وتعظيمها، وتجنب المخاطر وتحاشيها قدر الإمكان^(٥٩٠).

والحال على هذا النحو يفرض ضرورة إستعراض مخاطر التعامل في المشتقات ومزاياها، ودور الحوكمة في إحداث التوازن بينهما، وذلك على النحو التالي:

(٥٩٠) المشتقات المالية، مقالة منشورة محلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر ٢٠٠٩-يناير ٢٠١٠.

- «وقد يفهم خطأ أن عقود المشتقات تستخدم فقط بواسطة المؤسسات المالية، إذ إن الواقع يشير إلى أن استخدام عقود المشتقات يتم من جانب عدد كبير من الشركات العاملة في الصاعات المختلفة، حيث يستخدمه نحو ٩٠ في المائة من الشركات الكبرى في العالم لإدارة مخاطر الأعمال فيها، وكذلك مخاطر الاقتصاد الكلي، مثل تجنب أثر تقلبات معدل الصرف أو معدلات الفائدة على أعمالها، أو الزيادات غير المتوقعة في تكلفة المدخلات، مثل عقود مشتقات معدل الفائدة، وعقود العملات، وعقود السلع. بينما تدخل المؤسسات المالية مثل البنوك وشركات التأمين في مثل هذه العقود للتعامل مع مخاطر تقلبات معدل الفائدة وتقلبات معدل الصرف، ومخاطر الائتمان الخاص بالصناعة المالية، ومخاطر تقلبات أسعار الأسهم. يمكن تناول عقود المشتقات في الأسواق العامة، على سبيل المثال أسواق المستقبلية، أو أن يتم تداولها على نحو خاص بين طرفين أو أكثر بعيداً عن الأسواق الرسمية، غير أن البيانات المتاحة تظهر أن الغالبية العظمى من هذه العقود (نحو ٩٥ في المائة من إجمالي هذه المعاملات)، تتم بصورة خاصة ولا تسجل في الأسواق، ويقدر عدد كبير من المصادر المختلفة القيمة الإجمالية لعقود المشتقات المالية عبر العالم بنحو ٧٠٠ تريليون دولار، أو ما يزيد على عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي في العالم، ووفقاً لهذه التقديرات فإن نصيب كل فرد يعيش في العالم حالياً من السبعة مليارات نسمة الذين يعيشون حالياً في العالم من إجمالي هذه المشتقات نحو ١٠٠ ألف دولار، وهو بكل المقاييس رقم ضخم جداً، ومصدر كامن لعدم الاستقرار المالي في العالم، ولذلك ينظر دائماً إلى عقود المشتقات على أنها مرشحة لأن تكون القنبلة الموقوتة المعرضة للانفجار في أي لحظة، مصيبة العالم بنتائج كارثية، ولذلك لا عجب أن يصف الليباردير الأمريكي وارن بوفيت مثل هذه العقود بأنها أسلحة دمار مالي شامل». راجع: مقالة بعنوان "المخاطر الحقيقية وراء المشتقات المالية"، منشورة بمجربة البوابة - أعمال، العدد: ٢ مايو ٢٠١٢.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

المطلب الأول

عقود مشتقات الأسهم في ميزان المخاطر والمزايا

٨٤- بالنظر إلى أن التعامل بعقود مشتقات الأسهم المالية يجمع ما بين المخاطر والمزايا، فالأمر يقتضي إستعراض المخاطر والمزايا وتقييمها، وذلك على التفصيل التالي:

أولاً/ مخاطر التعامل في عقود مشتقات الأسهم:

٨٥- يمكن إجمال أهم صور المخاطر الناجمة عن التعامل في مشتقات الأسهم المالية فيما يلي (٥٩١):

١/ مخاطر السوق: وتنصرف هذه المخاطر في الأساس إلى التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي تنسب في الأساس إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد. وقد يتسبب في هذه المخاطر أيضاً نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول.

٢/ المخاطر الإنتمائية: وتنتج مثل هذه المخاطر في الأساس عن عدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالتزاماته. وينتشر هذا النوع من المخاطر في البورصات غير المنظمة، الأمر الذي يقتضي إهتمام المتعاملين في هذه البورصات بتقييم الجدارة الإنتمائية للأطراف التي يتم التعامل معها.

٣/ مخاطر التشغيل: (المخاطر الرقابية): وهي عبارة عن المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة على المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم، سواء على أداء العاملين أم على مستوى الإدارة.

٤/ المخاطر القانونية: وتتعلق هذه المخاطر في الأساس بالخسائر التي تحدث نتيجة الحكم ببطان عقد مشتقات الأسهم لعدم مشروعيته، والتي تتمثل إمتناع كل طرف عن أداء التزاماته كما تم الإتفاق عليها.

(٥٩١) د. عامر يوسف العموم، أسباب الأزمة المالية العالمية رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص ٥.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٥/ مخاطر خلق الأزمات المالية: يري الكثير أن المشتقات المالية كانت السبب الأقوى في إنهيار العديد من الأسواق المالية خاصة ما حدث عام ١٩٨٧ وفي عام ١٩٩٤، وما حدث في الأزمة المالية العالمية الأخيرة (٥٩٢). وقد أعلن جورج سوروس في لجنة البنوك الامريكية أن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها في الأساس بغرض تمكين بعض المؤسسات من المقامرة، وأنه لم يكن يسمح لهذه المؤسسات أن تمارس مثل هذا العمل من قبل (٥٩٣). فالممارسات العملية قد كشفت عن قصور هذه الأدوات في مواجهة المخاطر الحديثة، وتسببت في إنحسار الربحية وتدهور نوعية المنتجات المالية، خاصة وأن هذه الأدوات المستحدثة تحولت لأدوات قمار (٥٩٤).

وقد قدرت الخسائر التي منيت بها الشركات الأمريكية بمئات الملايين من الدولارات. وقد بلغت خسائر المستثمرين اليابانيين ما يقرب من ١,٥٩ بليون دولار. وفي بريطانيا وصلت الخسائر الى ما يقرب من ٢ مليار في مشتقات النفط والعملة. وفي الآونة الأخيرة خسرت شركة

إستثمار بريطانية قديمة ما يقرب من مليار دولار في مجال المشتقات (٥٩٥). ولم تتوقف الخسائر والمشاكل عند هذا الحد، بل وصلت إلى حد الإضرار بصناديق

(٥٩٢) ويستدل البعض على ما أحدثته المشتقات المالية بانخفاض مؤشر داو جونز "Dow Jones" عام ١٩٢٩، حيث هبط بمقدار ٢٨ نقطة بنسبة ١٣%، وقد استمر هذا الانخفاض في اليوم التالي بمقدار ٣٠ نقطة بنسبة ١٢%. وفي ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ تسببت المشتقات في حدوث آثار أكثر تدميراً، حيث انخفض مؤشر "Dow Jones" بمقدار ٥٠٨ نقطة، لتصل نسبة الخسائر ٢٢%. وعلى أثر هذه الأحداث تم اغلاق معظم البورصات العالمية في اليابان والولايات المتحدة الامريكية ومونج تونغ. د: سمير عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٦٥.

(٥٩٣) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating Derivatives: Does Transnational Regulatory Cooperation Offer a Viable Alternative to Congressional Action?, op. cit, p1434.

(٥٩٤) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، للمشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٨١.

(٥٩٥) وفي بيان لأهم صور الخسائر التي تعرضت لها الشركات الكبرى على أثر المضاربة في المشتقات المالية، نذكر ما يلي:

١/ بلغت خسائر شركة Procter&Gamble الامريكية المتخصصة في السلع الاستهلاكية نحو ١٠٢ مليون دولار في ابريل ١٩٩٤ بسبب دخولها مراهنة كبيرة على أسعار الفائدة. ٢/ وصلت خسائر كاشيما اويل اليابانية نحو ١,٥ مليار دولار بسبب للتاجرة في عقود سعر الصرف. ٣/ وصلت نسبة خسائر الشركة الالمانية Metallgesellschaft ما يزيد على ١,٤ مليار دولار بسبب المضاربة. ٤/ بلغت الخسائر التي منيت بها شركة paine Webber المتخصصة في إدارة الأوراق المالية نحو ٢٦٨ مليون دولار بين شهري يونيو وسبتمبر ١٩٩٤/٥. تجاوزت خسائر أحد بنوك الاستثمار الامريكية Kidder Peabody ما يقرب من ٤ مليون دولار بسبب التاجرة في المشتقات خلال أغسطس ١٩٩٤/٦. تعرض بنك بارنجرز الإنجليزي الشهير الي الإفلاس بسبب تعامله بالمشتقات، وهو ما تسبب في إحداث مرة عنيفة لأسواق المال البريطانية والاسيوية. ولم تتمكن البنوك البريطانية من إنقاذه بسبب صعوبة مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الإستثمار (Orange County California) فقد خسر هذا الصندوق ما يقرب من ٢ بليون دولار، وقد فشل هذا الصندوق فيما بعد في الحصول على صلح واثق من الإفلاس^(٥٩٦).

ثانيًا/ مزايا التعامل في مشتقات الأسهم:

٨٦- رغم كل المخاطر المحيطة بمشتقات الأسهم والتعامل عليها، إلا أن لها العديد من المزايا التي دفعت بالكثيرين إلى التعامل فيها، أهمها ما يلي:

١/ المشتقات كأداة للتحوط ضد المخاطر^(٥٩٧):

تستمد المشتقات شعبيتها وإنتشارها كأداة للتحوط في قدرتها على تمكين المستخدم النهائي من الحصول على التدفقات النقدية التي يحتاج إليها على مدي قصير، وتمكنه من التحكم في أسعار الفائدة^(٥٩٨) فالإستخدامات التحوطية بهذا المعنى أنقذت كثير من الشركات من خسارة مبالغ كبيرة^(٥٩٩).

الوقوف على حجم الخسائر الخاصة بالعقود الآجلة لعلقة. كما قدرت قيمة الخسائر على أثر هبوط أسعار الأسهم والسندات في طوكيو ما يزيد عن ٨٠٠ جنيه إسترليني. ٧/ أصيت شركة Air products and Chemicals بخسائر بلغت ٦٠ مليون دولار بسبب المضاربة على أسعار الفائدة. ٨/ تعرض بنك هانغ لانج للإفلاس وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماته بسبب المضاربات، وقامت الحكومة بالتدخل لإنقاذه. د. سمير عبد الحميد وضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة للمخاطر ودور الخدمة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص ٤٧.

(٥٩٦) راجع:

John Greenwald, the Devil's in the Derivatives; Exotic Securities Spread Financial Wreckage across the Country in the Wake of Interest-Rate Hikes, op.cit, p 54.

(٥٩٧) ومن التعريفات التي قبلت أيضًا في هذا الخصوص أن التحوط هو عبارة عن (فن إدارة مخاطر الأسعار، من خلال اخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات للمشتقات). عرف أيضًا بأنه عبارة عن (شراء أو بيع عقد أجل في مقابل شراء أو بيع سابق لكمية متساوية لنفس السلعة أو كمية معادلة للسلعة آخري والتي تتحرك أسعاره في اتجاه مواز. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٨٢. د. نصه مسعودة، التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والندور التحوط لما بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية، مرجع سابق.

(٥٩٨) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. p36. Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss?, op. cit, p1029.

(٥٩٩) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1409.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وقد ساعد الإعتماد على عقود مشتقات الأسهم كأدوات للتحوط مجموعة من العوامل، أهمها:

أ/ إنهيار إنفاكية بريتون وودز Bretton woods وما تبع ذلك من تقلبات شديدة في أسعار الصرف. حيث حرص المتعاملين في الأسواق المالية على البحث عن أدوات مالية جديدة تهدف إلى التحوط ضد مخاطر تقلبات هذه الأسعار.

ب/ تسببت الأزمة المالية العالمية الأخيرة في العديد من الإنهيارات في الكثير من الأسواق المالية، وقد تسبب ذلك في إنسياق المستثمرين نحو حماية أصولهم المالية من خلال المشتقات (١٠٠).

٢/ الاستفادة من المضاربة (١٠١) على الأرباح:

يسعى البعض من وراء استخدام المشتقات إلى المضاربة على الأرباح (speculation)، وذلك من خلال المجازفة أو المخاطرة في السوق المفتوحة (١٠٢). حيث يسعى مشتري حق الخيار ليس في شراء السهم، وإنما في الاستفادة من بيع حق الخيار في المستقبل. فيستفيد من فرق السعر من وقت الشراء لوقت البيع. وفي نهاية الأمر، يتوقف الربح أو الخسارة على حسب تحركات السوق. والفرق الأساس بين الحد من المخاطر والمضاربات، أن الأولى تقلل من

(٦٠٠) وفي الفقه الإسلامي، يلاحظ انه لم يتعرض لبيان المخاطرة، ولكنه تعرض للحديث عن الضمان ضد المخاطر، كقوله صلى الله عليه وسلم (الخراج بالضمان) صدق رسول الله صلى الله عليه وسلم. وقد ذكر سبب هذا الحديث، أن رجلاً اشترى عبداً وأقامه عنده، ثم وجد فيه عيباً، فخاصمه إلى النبي صلى الله عليه وسلم، فقال له رده عليه. فقال الرجل، يا رسول الله لقد استعملت غلامي. فقال صلى الله عليه وسلم "الخراج بالضمان". ويقصد بالخراج الذي يخرج من ملك الانسان. وللقصود أن الشخص لا يبيع إلا المال الذي يضمن المسؤولية عن هلاكه أو تلفه. فالمسئولية ملازمة للملكية. فالضمان يعني تحمل مسؤولية هلاك المال أو تلفه. ويترب على هذا الفهم، تحريم التعامل بالقرار وكل المعاملات التي تنطوي على غرر، لغياب فكرة الضمان، فهي معاملات تنطوي على مخاطرة مجردة من الضمان. د. هشام السعدني خليفة بغوي، عقود للمشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٨٠.

(٦٠١) يقصد بالمضاربة بصورة عامة، بأنها عبارة عن شراء شيء بسعر منخفض في وقت ما، بقصد إعادة بيعه بسعر أعلي في وقت آخر. المرجع السابق، ص ٨٦.

(٦٠٢) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op, cit, p1411.

مخاطر السوق بينما الأخيرة تزيد منها^(٦٠٣). وقد أكد هذا الأمر مكتب الرقابة على النقد الأمريكي (OCC)، حيث ذهب إلى أن نسبة عمليات المشتقات المالية التي أنهت بالبيع الفعلي كانت (٢,٧) من إجمالي عمليات المشتقات المالية جميعها. أما العمليات التي تمت بغرض المضاربة فقد وصلت نسبتها إلى (٩٧,٣)^(٦٠٤).

٣/ المراجعة Arbitrage^(٦٠٥):

تلعب المشتقات المالية دورًا كبيرًا في عمليات المراجعة. حيث تساعد المستثمرين على إستغلال فرص إختلاف الأسعار بين الأسواق المختلفة، والإستفادة من الربح. وتساهم عمليات المراجعة بهذا المعنى في توحيد الأسعار في الأسواق المختلفة، حيث يؤدي كثرة الشراء رغم إنخفاض الأسعار إلى إرتفاعها. كما يؤدي كثرة البيع رغم إرتفاع الأسعار إلى إنخفاضها، الأمر الذي يؤدي إلى توحيد الأسعار^(٦٠٦).

٤/ مواجهة مخاطر نقص السيولة وتجنب الإفلاس:

ويمكن بيان دور المشتقات في مواجهة مخاطر نقص السيولة وتجنب الإفلاس، من خلال إستعراض دور التوريق (كأحد صور مشتقات الديون)، وذلك في النقاط الآتية^(٦٠٧).

أ/ يساعد على إعادة تدفق الأموال السائلة لإعادة توظيفها في توسعة المشروع، دون حاجة إلى توسعة نطاق الملكية.

(٦٠٣) Ibid, p1410.

(٦٠٤) راجع: Sami Al suwailern, Heeding in Islamic Finance, Occasional paper No 10, (No publication date), p42.

(٦٠٥) تعرف للمراجعة بأنها عبارة عن انتهاز أو تصيد فرصة إختلاف أسعار الأوراق المالية من سوق لآخر في ذات الوقت، من خلال شرائها بسعر لإعادة بيعها على المكشوف بسعر أعلى في سوق آخر. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص ٨٩.

(٦٠٦) المرجع سابق، ص ٨٩.

(٦٠٧) صرامة مرهم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة ٢٠٠٨ دراسة تحليلية، مرجع سابق، ص ٢. مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية الجدد الأول ١٧، ٢، المجلد الثاني

ب/ تسهيل تدفق التمويلات بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار وشروط سداد أفضل.

ج/ تنشيط إصدار السندات، وهو ما يؤدي إلى زيادة حركة الإصدار والتداول، وتوفير السيولة المطلوبة.

ح/ تنشيط عمل البنوك، من خلال إبتكار أدوات مصرفية جديدة، مما يزيد من قدرتها على التمويل، ومن ثم زيادة قدرتها على المنافسة.

س/ تقليل مخاطر الائتمان، من خلال توزيع هذه المخاطر على قطاعات مختلفة.

ش/ التخفيف من وطأة المديونية، من خلال تمديد آجال الإستحقاق، وتحسين شروط السداد.

ويلاحظ أن التوريق يعد من قبيل الأدوات المالية التي تسببت في وقوع الأزمة المالية العالمية.

والملاحظ على ما تم إستعراضه من مزايا ومخاطر للتعامل في عقود مشتقات الأسهم أنها تستدعي ضرورة حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم، لتوفير مزيد من الشفافية والإفصاح والنزاهة للمتعاملين فيها، للإستفادة من المزايا وتجنب حدوث المخاطر والأزمات، خاصة وأن التعامل في هذه العقود أضحى واقعاً ملموساً لا يمكن إنكاره. الأمر الذي تظهر معه أهمية محاولة قبول التعامل عليها بضوابط تكفل إنضباط عمل الهيئات المتعاملة فيها، للتقليل من منسوب مخاطر هذه العقود قدر الإمكان، حتى لا يتسبب رفضها بشكل مطلق إلى خلق أسواق غير رسمية للتعامل فيها، تزيد من مخاطرها، وتجعلها مصدرًا لخلق الأزمات.

المطلب الثاني

ضرورة حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم

٨٧- ينطلق الحديث عن ضرورة حوكمة المؤسسات المالية المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم من الإقرار بأنه رغم كل ما يحيط التعامل في هذه العقود من معوقات ومخاطر، إلا أنه يصعب منع التعامل عليها من الناحية العملية، وذلك للأسباب الآتية:

١/ أن السياسات الإلزامية لتحرير الخدمات المالية التي يحيا عالمنا المعاصر في كنفها، لم تمكن الكثير من الدول أن تمنع كثير من الأنشطة غير المرغوبة لديها. ليس من باب الإنصياح لرغبات المجتمع الدولي فحسب، ولكن أيضاً لحرصها على الاستفادة من المعطيات الحديثة للهندسة المالية، لتتمكن من التفاعل بإيجابية مع تحديات المناقسة العالمية.

٢/ أن منع التعامل في هذه العقود من الممكن أن يؤدي إلى نتائج سلبية على الإقتصاد الوطني لأي دولة، تتمثل أهمها، في عزوف المستثمرين الوطنيين عن الإستثمار داخل أوطانهم لإفتقارها إلى الأدوات المالية الحديثة التي تلبى تطلعاتهم، ومن ثم اللجوء لتهجير أموالهم إلى الأسواق الأجنبية، وهو ما يضر وبشدة بإقتصادها الوطني.

٣/ العزوف عن التعامل بالمشتقات قد يتسبب في إضعاف قدرة الأسواق الوطنية علي جذب الإستثمارات الأجنبية، التي قد تجد في المشتقات غايتها في الحد من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والعمللة (وهي من أكثر الأمور التي يخشها المستثمر الأجنبي).

ومن ثم كان من الأسلم محاولة تبنى هذه العقود، ولكن وفق ضوابط محددة، تضمن قدر الإمكان تقليص مخاطرها الشرعية والإقتصادية. والتي من أهمها تعزيز ضوابط الحوكمة أو الإدارة الرشيدة، خاصة على صعيد الشفافية والإفصاح.

وقد كانت الولايات المتحدة الأمريكية في مقدمة الدول التي سعت إلى حوكمة المؤسسات المتعاملة على المشتقات، بغية الاستفادة منها وتقليل مخاطرها قدر

الإمكان^(٦٠٨). وقد كان من أبرز ما صدر عن الكونجرس الأمريكي في هذا الصدد "قانون الرقابة وإدارة المخاطر وتحسين المشتقات عام ١٩٩٥" (House bill 20^(٦٠٩)). وقد زاد هذا القانون من فاعلية سوق المشتقات الأمريكية، لإحتوائه على مجموعة من المبادئ الهامة في هذا الصدد، كان أهمها:

الأول/ أنشئ القانون لجنة المشتقات الفيدرالية Federal Derivative Commission ("FDC") لوضع مبادئ إتحادية تنظم الإشراف والرقابة على المؤسسات المالية المشاركة في معاملات المشتقات. وقد قامت هذه اللجنة أيضاً بتقديم العديد من التوصيات لتعزيز إدارة المخاطر (خاصة القانونية والتشغيلية). وتسعى هذه اللجنة لتوحيد المبادئ الرقابية على كافة المؤسسات المالية.

الثاني/ تطلب القانون وجود نوع من الرقابة الصارمة على البنوك العاملة في مجال المشتقات. وقد وضعت لجنة المشتقات الإتحادية لهذا الغرض العديد من المبادئ التوجيهية للتأكد من أن المعاملات تتم بطريقة آمنة وسليمة. وقد أستهدفت هذه المعايير أيضاً الرقابة على الأعمال المصرفية غير الآمنة وغير السليمة، وقررت أنه إذا تم إكتشاف أن البنك ليس لديه خبرة فنية كافية فيما يتعلق بالمشتقات المالية، فإنه سوف يتم إلغاء التأمين الإتحادي المقرر له^(٦١٠). يضاف لذلك، أن البنوك غير الأمريكية المشاركة في أنشطة المشتقات المالية سوف تخضع لمزيد من التدقيق بعد أن يرخص لها المجلس الإحتياطي الفيدرالي المشاركة في الأسواق الأمريكية.

الثالث/ وقد حرص الباب الرابع من هذا القانون والذي حمل عنوان "التنظيم الذاتي للمتعاملين في المشتقات المالية لسنة ١٩٩٥ - The Derivatives Dealer Self-Regulation Act of 1995"، على منح مجلس الإحتياطي الفيدرالي السلطة للإشراف على المتعاملين في مجال المشتقات. وفي هذا الصدد منحه سلطة الرقابة

(٦٠٨) راجع:

Steven Brostoff, Markey Bill Would Regulate Derivatives Dealers, op.cit, p 5.

(٦٠٩) راجع:

Congressional Record, proceedings and debates of the 114 th CONGRESS, FIRST SESSION, Vol. 161 washington, Thursday, December 31, 2015, No. 186, available at: <https://www.congress.gov/crec/2015/12/31/CREC-2015-12-31.pdf>

(٦١٠) راجع:

12 U.S. Code § 1818 - Termination of status as insured depository institution, available at: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/1818>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

على المخاطر ذات الصلة، وتوحيد التشريعات ومنع الغش والتلاعب في أسواق المشتقات والإشراف على أسواق المشتقات، وتعزيز الشفافية والإفصاح.

المبحث الثاني

ضوابط الشفافية والنزاهة في سوق مشتقات الأسهم

٨٨- تعكس أسواق المال في غالبية الدول العربية - إلى حد كبير - سمات اقتصادياتها، من كونها اقتصاديات ريعية تعتمد في المقام الأول على عائدات النفط، وانتشار المضاربات العقارية. ورغم ما تتسم به هذه الأسواق من حداثة نسبية، إلا أنها تتسم بالنشاط والقدرة على إستيعاب المستجدات وتوظيفها بشكل جيد. فأسواق المال تسعى إلى توفير الأموال التي تحتاج إليها المشروعات الإستثمارية، سواء على صعيد تلبية إحتياجات الشركات للأموال عبر ما تصدره من أسهم أو سندات، أم على صعيد تلبية تطلعات المستثمرين من وراء ما يتم من مضاربات على الأوراق المالية المتداولة. وقد عظم من أهمية سوق رأس المال في الدول العربية في الآونة الأخيرة، ما قامت به الحكومات مؤخراً من بيع جزء كبير من أسهمها للقطاع الخاص، وما ترتب على ذلك من توسيع قاعدة الملكية، ومن ثم زيادة أعداد المستثمرين. وعلى الرغم من قلة عدد الشركات المسجلة في سوق المال مقارنة بدول أخرى، إلا أنها تتمتع بقيمة رأسمالية كبيرة مقارنة بمثيلاتها^(٦١١). وقد دفعت هذه الاعتبارات الكثير من المؤسسات المالية العربية في الآونة الأخيرة إلى الانشغال بتطبيق معايير الحوكمة^(٦١٢) على مختلف مؤسسات المال والأعمال، بغية الإستفادة من المعطيات

(٦١١) راجع: المذكرة الإيضاحية للقانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية - الكويت.

(٦١٢) ولا يوجد إجماع حقيقي على تعريف الحوكمة في مجال الشركات التجارية وأسواق المال، فقد عرفتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بأنها عبارة عن «مجموعة من العلاقات التي تربط بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح». عرفتها أيضاً مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بأنها عبارة عن «النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها».

The OECD principles of cooperate Governance, available at

راجع

www.ejournal.unam.mx/rca/216/RCA21609.pdf;

International finance corporation (IFC), World Bank group, Corporate Governance, available at:

المعلوماتية، وبغية تفادي الازمات المالية التي عصفت بالكثير من إقتصاديات الدول في الآونة الأخيرة^(٦١٣)، خاصة بعد أن دخلت عقود المشتقات المالية إلى مارثون السباق والمنافسة، وأصبح يعتمد عليها بغية تجنب مخاطر التقلبات المفاجئة وغير المتوقعة للمعاملات المالية، فكانت بمثابة من استغاث بالرمداء من النار، حيث حملت هذه المشتقات مخاطر جديدة، زادت الأمر سوءاً، خاصة وأن معظم المعاملات على هذه المشتقات تتم في الأسواق غير الرسمية. الأمر الذي عزز من دور الحوكمة ومبادئها على هذه المعاملات، خاصة على صعيد مبادئ الإفصاح والشفافية^(٦١٤).

ويعد الإفصاح الجيد والشفافية والنزاهة في تحصيل وعرض المعلومات المالية وغير المالية من أحد العوامل التي تقوم عليها حوكمة الأسواق المالية المتعاملة في هذه المشتقات وإدارتها. ودليل ذلك أنه لم يخلو أي تقرير صادر عن منظمة أو

http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+G

G

(٦١٣) وتهدف حوكمة الأسواق المالية فيما يتعلق بالمشتقات المالية إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء للوصول إلى الاستغلال الأمثل لهذه الأدوات بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة. وهي بذلك تسعى إلى منع التلاعب والتحويل والحداد وتخفيض الأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل للمعلومات من خلال آليات إحكام الرقابة وتحقيق مصالح كافة الأطراف، ويحقق ذلك من خلال قدرتها على وضع الإطار القانوني والنظامي اللازم الذي يضمن تحقق لنفعة لكافة الأطراف المتعاملين في المشتقات المالية.

(٦١٤) ويحظى الحديث عن الابعاد القانونية لحوكمة الشركات والأسواق المالية بأهمية خاصة في الآونة الأخيرة، لما تعود به من نفع على المستثمرين بالتجارة والمستفيدين منها. وقد تسببت الأزمة المالية العالمية الأخيرة في تعظيم قيمة مبادئ الحوكمة، لظهورها بمظهر الضمانات للحيلولة دون تكرار وقع مثل هذه الازمات مرة أخرى. يضاف لذلك، ما تسببت فيه العولمة الرأسمالية من تحول معظم دول العالم إلى الفكر الرأسمالي، الذي يعتمد في الأساس على الشركات التجارية (خاصة شركة المساهمة) في إدارة النشاط الاقتصادي، وهذه الشركات بدوره تسعى باستمرار إلى البحث عن المصادر المختلفة للتمويل بعيداً عن البنوك (لتقصير مدة القروض للسوق، وارتفاع معدلات الفائدة)، وهو ما دفعها إلى الاتجاه نحو أسواق المال. وقد شجعها على هذا ما شهدته الأخيرة من تحرير لخدماتها، ودخولها مع شركات مع الأسواق المالية العالمية الأخرى، فتزايدت حركة انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبق. والمشكلة الحقيقية في هذا الأمر، تمثلت في ضعف الرقابة على نشاط هذه الشركات، خاصة داخل الأسواق المالية، نتيجة انفصال ملكية هذه الشركات عن إدارتها، الأمر الذي أدى إلى كثير من التصرفات غير الرشيدة، المنطوية على غش وضرر للمتعاملين في الأسواق المالية، وللمستفيدين من خدماتها. راجع: أساسيات الحوكمة (مصطلحات ومفاهيم)، سلسة النشرات التحقيقية لمركز أبو ظبي للحوكمة، غرفة أبو ظبي، (بدون تاريخ نشر)، ص٤، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.adccg.ae/Publications/Doc-30-7-2013-12729.pdf>

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٧ ٣٠ المجلد الثاني

مؤسسة علمية من التأكيد على دور الحوكمة في تحقيق الإفصاح والشفافية، على النحو الذي يقلص إلى حد كبير من المخاطر^(٦١٥).

وتُعرف الشفافية بأنها عبارة عن توفير البيانات والمعلومات والتقارير للمساهمين والمستثمرين والقائمين على سوق الأوراق المالية، على نحو يعكس المركز المالي الحقيقي، بما يمكنهم من إجراء تقييم واقعي للنشاط المالي، وإجراء التوقعات والتنبؤات بشكل علمي صحيح، مع تقديم كافة الإيضاحات اللازمة لهذه المعلومات والبيانات والتقارير، وفقاً لمعايير محاسبية سليمة معترف بها^(٦١٦).

ويعرف الإفصاح بأنه عبارة عن إتباع سياسة إتاحة المعلومات وإيضاحها بشكل كامل، وإظهار كافة الحقائق المالية التي يعتمد عليها المتعاملون في مجال المشتقات المالية. ويعكس الإفصاح بهذا المعنى طابعاً إيجابياً، حيث لا يقتصر أمره على مجرد توفير المعلومات وإتاحتها (كما في الشفافية)، ولكن أيضاً تقديم المعلومات وتوصيلها للمستفيدين منها^(٦١٧).

وتُعرف النزاهة بأنها عبارة عن مجموعة القيم الأخلاقية والمعايير المهنية والمؤسسية التي تضمن منع إستغلال مخصصات النفع العام لتحقيق مصالح شخصية^(٦١٨).

(٦١٥) لتلك حرصت منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي OECD على التأكيد على أهمية الحوكمة، خاصة على صعيد الإفصاح الدقيق وفي التوقيت السليم عن كافة الأمور الهامة المتصلة بالوحدات الاقتصادية وذلك فيما يتعلق بمرتكزها المالي والأداء المالي والتشعبي والتقدي لما والجوانب الأخرى المتصلة بأنفساء مجلس الإدارة والإدارة المالية. من ناحية أخرى، أكدت أحد الدراسات التي قام بها بنك كريدتي لوييه Credit Lyonnais S. A. عام ٢٠٠٢م، أن هناك علاقة قوية بين مستويات الحوكمة في الدول المختلفة من ناحية وبين درجة نمو وتطور أسواقها المالية وأداء الأسهم بها من ناحية أخرى" د. محمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية -دراسة نظرية تطبيقية، ص ٨، متاح على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.kantakji.com/media/1412/919.doc>

(٦١٦) د. أحمد باز مبرولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، (دراسة مقارنة)، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق جامعة المنصورة، ٢٠١٢، ص ٩٩.

(٦١٧) د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الخامس عشر بعنوان "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، كلية القانون - جامعة الامارات العربية للتحدء، غرفة تجارة وصناعة دبي، من ٦-٨ مارس ٢٠٠٧م، ص ٥.

(٦١٨) دليل حوكمة الشركات، بيت التمويل الكويتي، يونيو ٢٠١٥، ص ١١.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

وتمثل قواعد الشفافية والنزاهة بالمعنى السابق أهمية كبرى بالنسبة لمعاملات مشتقات الأسهم، بالنظر إلى أهمية المعلومات والبيانات الخاصة بهذه المشتقات، للإعتماد عليها في تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بقرارات الإستثمار، مما يوسع حجم المعاملات الإقتصادية، من خلال حشد المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الإستثمارية ويعظم من الإستفادة منها، ومن ثم التنمية الإقتصادية. بل إن كفاءة هذه السوق تقاس بقدرتها على توفير المعلومات، وتدققها من مصادرها الحقيقية، وما تحظى به من مصداقية وعدالة في فرص الإستفادة منها وثقة المتعاملين فيها، وذلك لتأثير هذه المعلومات بشكل مباشر وقوى في القيمة السوقية للأصل المالي والعقود المشتقة عنه^(٦١٩). وتساعد قواعد الشفافية والنزاهة بشكل مباشر على تمكين المتعاملين من تجنب مخاطر هذه العقود، سواء ما يتعلق بالمخاطر المرتبطة بتغير الأسعار أو مخاطر تداول عقود المشتقات، أو مخاطر جدية ضمانات تسوية إلتزامات الأطراف المتعاملة بها. وأيضاً المعلومات المتعلقة بحجم الأرباح المتوقعة لها.

والأمر على هذا النحو يقتضى ضرورة التعرض لأهم معوقات الشفافية والنزاهة في مجال عقود مشتقات الأسهم، وكيفية التغلب على هذه المعوقات في هذا الصدد، وذلك على التفصيل التالي:

(٦١٩) د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والانصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٠.

المطلب الأول

معوقات الشفافية والنزاهة في عقود مشتقات الأسهم

٨٩- تبدو أهمية التعرض لمعوقات الشفافية والنزاهة في عقود المشتقات المالية، وذلك على التفصيل الآتي:

١/ معوقات الشفافية والإفصاح في عقود مشتقات الأسهم:

٩٠- في ضوء إستقراء ما جاء في قوانين أسواق المال العربية بخصوص قواعد الشفافية والإفصاح في عقود المشتقات المالية، فإنه يمكن سرد مجموعة من المعوقات، أهمها (٦٢٠):

أ/ صعوبة الوصول إلى المعلومات والبيانات الكافية حول عقود المشتقات. بل حتى لو تم الوصول إلى المعلومات المطلوبة، يكون من الصعب التأكد من صحتها ودقتها، لأن معظم المعاملات الخاصة بهذه العقود تتم في الأسواق غير الرسمية.

ب/ صعوبة التوقع والتنبؤ وإستشراف المستقبل بخصوص حركة أسعار عقود المشتقات، لأن هذه الأمور لا تعتمد فقط على موهبة المتعاملين، وإنما ترتكن بشكل أساس على وجود نوع من المصادقية في الإفصاح عن البيانات والمعلومات الصحيحة الخاصة بها، لتسهيل تحليلها وتقييمها (أي التوقع بأسلوب علمي سليم). وهي أمور قد يصعب تحققها في ظل إنتشار الشائعات والأكاذيب حول هذه المعاملات.

ج/ عدم وجود تشريعات قانونية كافية لمعالجة الإلتزام بالشفافية والإفصاح في عقود المشتقات، بشكل يحقق التوازن بين المصالح المختلفة. فالإستثمار والتجارة وإعتبرات المنافسة تفرض على المستثمر في عقود المشتقات ضرورة الإحتفاظ ببعض المعلومات السرية لخدمة تجارته وخططه المستقبلية. وفي ذات الوقت هو ملزم بالإفصاح والشفافية، الأمر الذي يجب معه مراعاة التوازن بين المصالح المختلفة قدر الإمكان.

(٦٢٠) د. أحمد باز مغولي، الإلتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١١٣.

د/ وجود صعوبة في فهم وتحليل المعلومات الخاصة بعقود المشتقات من قبل المتعامل العادي، خاصة وأنها بيانات ذات طبيعة محاسبية وإحصائية معقدة، ومن ثم يصعب عليه اتخاذ قراره بالبيع أو بالشراء عن فهم ووعي كامل.

ذ/ التعامل على المشتقات ذات أبعاد دولية، يحتاج إلى وجود آلية لربط الأسواق المالية المتعاملة فيها على مستوي العالم، للوقوف بدقة على حركة الأسعار الدولية وتقلباتها، والمتوقع لها في المستقبل، لتحقيق الشفافية والإفصاح بخصوص معاملاتها على الوجه الأمثل، وهذا ما لم يظهر أثره بوضوح في القوانين العربية.

ه/ عدم توافر الأجهزة المعلوماتية المتخصصة في مجال المشتقات المالية، التي من شأنها تقديم معلومات دقيقة، مؤسسة على تحليل محاسبي وإحصائي منضبط. الأمر الذي يؤدي إلى وجود تضارب في البيانات المعلن عنها، مما يتسبب في عشوائية إتخاذ القرار.

و/ الإعتقاد المتزايد من قبل هيئة سوق المال على المعلومات الواردة من السماسرة، رغم أنهم لا يعينهم إلا خدمة عملائهم، ولا يبالون كثيراً بالمصلحة العامة لحركة التداول في سوق المال.

٢/ معوقات النزاهة في عقود مشتقات الأسهم:

٩١- وعلى صعيد آخر، هناك العديد من المعوقات الماسة بنزاهة التعامل في المشتقات المالية، أهمها^(٢٢١):

أ/ غاب عن القوانين العربية أحكام تراعى خصوصية عقود المشتقات المالية. فعلى الرغم من أن بعضها عالج أحكام الشفافية والنزاهة بخصوص الأوراق المالية بصورة عامة، كما أنه أعتبر المشتقات من قبيل هذه الأوراق، إلا أنه لم يراع أن هناك بعض الفوارق بين آلية التعامل على هذه المشتقات وغيرها من الأوراق المالية الأخرى (مثل الأسهم والسندات). خاصة وأن المشتقات لا تشكل قيمة حقيقية في حد ذاتها، وإنما هي قيمة مشتقة من أصل مالي معين، كوسيلة لمواجهة مخاطر تقلب الأسعار، يحيطها الكثير من الجهالة في قيمتها سواء الأسمية أم المستقبلية.

(٢٢١) ٥/ مفتاح صالح - معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة عمدة بخضر - سكرة، عدد ٢٠٠٩/٧-٢٠١٠، ص ١٨٦.

ب/ لم يرد في هذه القوانين ما يلزم التعامل على عقود المشتقات داخل الأسواق المالية الرسمية، وذلك لمواجهة هروبها إلى الأسواق غير الرسمية التي تفتقر إلى إعمال قواعد الشفافية والنزاهة، وتضع الآليات المناسبة للرقابة على تطبيقها.

ج/ تلعب شركات السمسرة دورًا كبيرًا في إبرام وتسوية عقود المشتقات المالية، ورغم ذلك لم تتضمن القوانين العربية أحكامًا خاصة بالنزاهة في مجال عمل هذه الشركات. وهذا الأمر يشكل خطورة كبيرة.

د/ زيادة تكلفة الإعلان عن المعلومات والبيانات والتقارير الخاصة بعقود المشتقات، وذلك لغياب الإدارات المتخصصة بذلك في الأسواق المالية. كما أن تكليف الوسطاء بهذا الأمر، سيجعلهم يحملون أطراف العقد هذه الأعباء، مما يمثل إرهاق لهم.

ذ/ أن التعامل على عقود المشتقات المالية محاط بالعديد من الشبهات الشرعية، التي يجب معها ربط تحقق النزاهة في هذه العقود بوجود رقابة شرعية من قبل جهات متخصصة في أسواق المال على المؤسسات والشركات المتعاملة في هذه العقود، وهو ما لم يظهر بالقدر الكاف في القوانين العربية.

و/ عدم وجود عدالة بين المستفيدين في الوصول إلى المعلومات الخاصة بالمشتقات المالية، نتيجة حرص البعض على احتكارها، لأغراض المنافسة غير المشروعة " من يعلم قبل الآخرين يستطيع أن يحقق أرباحًا غير عادية" (٦٢٢).

(٦٢٢) د. صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والانصاح والأشخاص للزمنون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، بحث مقدم للسوق الدولي الخامس عشر بعنوان " أسواق الأوراق المالية والبورصات"، كلية القانون - جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، من ٦-٨ مارس ٢٠٠٧م، ص ٤.

المطلب الثاني

آليات تعزيز الشفافية والنزاهة في سوق مشتقات الأسهم

٩٢- تظهر آليات تعزيز الشفافية والنزاهة في سوق المشتقات المالية في مواجهة مؤسستين يمارسان الدور الأكبر في إبرام هذه العقود وتداولها، وهما شركات السمسرة وهيئة سوق المال، وذلك على التوضيح الآتي:

١/ التزام شركات السمسرة (٦٢٣) بالشفافية والإفصاح في عقود مشتقات الأسهم:

تلعب السمسرة دورًا في غاية الأهمية في عقود مشتقات الأسهم^(٦٢٤)، حيث يغيب عن هذه العقود الحضور المادي للأطراف، لينوب عنهم السمسار في إتمامه وتنفيذه. ليس هذا فحسب بل أمتد دوره ليصبح بمثابة مستشار للعملاء وذلك لمراقبته الدائمة لمجريات الأمور في البورصة^(٦٢٥).

(٦٢٣) وهم عبارة عن الوسطاء الذين تتم بواسطتهم عمليات البيع والشراء بين المتعاملين مقابل عمولة بصفتهم وكلاء عنهم وهم أعضاء أساسيون في البورصة. وحدير بالذكر أن التعامل في البورصة يتم من خلال السمسرة، فيما عدا أعضاء البورصة، حيث يمكنهم التعاقد بأنفسهم مباشرة، أي لا يحتاجون إلى السمسرة ليتعاقدوا بصفتهم وكلاء بأجر. وليس هناك ما يمنع من أن يكون السمسار وكيلًا عن كل من البائع والمشتري في ذات الصفقة. كما يمكن أن يكون أصلاً عن نفسه بالعملاً أو مشترياً ووكيلاً عن الطرف الآخر. د. محمد عبد الحلیم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، مرجع سابق، ص ٧-٨.

(٦٢٤) د. آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مفاضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ٥٣.

(٦٢٥) يلعب السمسرة دورًا بالغ الأهمية في عقود المشتقات المالية، تتمثل في قيام البائع بفتح حساب خاص لدى السمسار يسمى بحساب للتجارة، يودع فيه العميل الهامش اللبدي المحدد، ويوجه يصبح العميل قادر على إصدار أوامر الشراء والبيع. ويفتح العميل حساب خاص لكل سلعة يريد التعامل عليها. ويضع هذه المرحلة سلسلة من الإجراءات التنفيذية، تسير على النحو التالي: ١/ يصدر العميل أمرًا إلى الممثل المسجل لبدي بيت السمسرة (قد يكون أمرًا بالشراء "ويطلق على صاحبه صاحب المركز الطويل"، وقد يكون أمرًا بالبيع "ويطلق على صاحبه صاحب المركز القصير). ٢/ يقوم الممثل المسجل بإبلاغ هذا الأمر للقسم المسئول عن العقود المستقبلية في بيت السمسرة، لتوصيله إلى سمسار الصالة بالبورصة. ٣/ ويتوجه سمسار الصالة إلى حلبة التعامل، الذي يلتقي مع أقرانه المتعاملون في نفس السلعة بالعين ومشتريين. ٤/ يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء فيما بينهم بالإعلان عنها وذلك للأوامر التي تحمل ذات التاريخ. ٥/ يقوم سمسار الصالة بتأكيد تنفيذ الأمر إلى الممثل المسجل لبيت السمسرة، ليقوم الأخير بإخطار بيت السمسرة، لإخطار العميل بتنفيذ الأمر. ٦/ يقوم كتابة الصالة بتجميع أوراق الصفقات لتسليمها إلى مندوب بيت التسوية، ليقوم الأخير بوضع كل عقد بيع أمام عقد شراء لعقود السلعة التي لها ذات تاريخ التنفيذ. ٧/ يعلن مندوب بيت التسوية عن ميلاد عقد جديد على ذلك الأصل، ويعلن عنه في لوحة الإعلانات. ٨/ يحظر المندوب مركز الخدمة الإعلامية ليثبت ميلاد هذا العقد محليًا ودوليًا. ٩/ يحول بيت التسوية هذا العقد الشخصي إلى عقدين، حيث يقف كبائع أمام المشتري، ويقف كمشتري أمام مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

ويظهر إلتزام شركة السمسرة بالإفصاح والشفافية بخصوص عقود مشتقات الأسهم على محورين، وذلك على التفصيل التالي:

أ/ إلتزام شركات السمسرة بالشفافية والإفصاح تجاه هيئة سوق المال وإدارتها المختلفة:

يكتسب إلتزام شركة السمسرة بالإفصاح والشفافية في مواجهة سوق رأس المال أهمية خاصة، بالنظر إلى أن هذا هو الرافد الأول والرئيس لتغذية السوق ومن بعده المستثمرين بكافة المعلومات الخاصة بعقود مشتقات الأسهم^(٦٦٦). ويفرض هذا الإلتزام بدوره على شركات السمسرة الإبلاغ عن أي معلومات قد تتوفر لديها، تتعلق بهذه العقود. ويجب على شركة السمسرة تحري الدقة قدر الإمكان في كل ما تدلي به من بيانات، وذلك للاعتبارات التالية^(٦٦٧):

١/ أن قدرة الوحدات الإقتصادية المتعاملة في سوق الأوراق المالية على التنافس تعتمد بشكل كبير على المعلومات المتوافرة في هذا السوق حول عقود المشتقات.

البائع. ويمكن لأي من الطرفين أن يتقل مركزه دون أن يتأثر الطرف الآخر. راجع: د. أحمد محمد خليل الاسلامولي. العقود المستقبلية والشرية الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٠٧.

(٦٦٦) وحرصا على مزيد من الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بمعاملات المشتقات المالية أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية FASB بيان رقم ١١٩. وقد حمل هذا البيان اسم الإفصاح عن الأدوات والمشتقات المالية والقيمة العادلة للأدوات المالية، والتي لم تكن فقط مجرد معايير للإفصاح والشفافية في مجال المشتقات، ولكن أيضا للكشف والإفصاح العام في الاستخدام العادل للأدوات المالية. وفي أكتوبر عام ١٩٩٤ صدر بيان ساعد على تحقيق الهدفين في الوقت المناسب في نهاية العام. ويجب أن يتضمن تقرير الإفصاح مخاطر الائتمان ومخاطر السوق الخاصة بالأدوات المالية والمنطليات النقدية الخاصة بالصكوك، والسياسات المحاسبية. كما يجب التمييز بين أنواع المشتقات المختلفة. وكذلك نشر البيانات التي تعكس التناقضات بين النتائج الفعلية. وقد هدفت هذه الإصدارات لتسهيل المفاوضات بين أنواع المنتجات المختلفة وتوثيق العديد من معاملات المشتقات المختلفة بموجب اتفاق واحد. وقد ساعد كل هذا على تخفيض نسبة المخاطر المرتبطة بالمشتقات من خلال تعزيز اليقين القانوني وتخفيض مخاطر الائتمان.

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1432. Richard W. Stevenson, Markets Shaken As British Bank Takes Big Loss, N.Y. TIMES, Feb. 27, 1995, available at:

<http://www.nytimes.com/1995/02/27/business/markets-shaken-as-a-british-bank-takes-a-big-loss.html?pagewanted=all>

(٦٦٧) د. محمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية والتعكاساتها على سوق الأوراق المالية -دراسة نظرية تطبيقية، مرجع سابق، ص ١٥.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الثاني

٢/ ترتبط فعالية الرقابة على تداول عقود المشتقات المالية بشكل أساسي بمدي وفرة ومصداقية المعلومات المتاحة عنها.

٣/ يلعب عنصر التوقع في تداول عقود المشتقات دورًا كبيرًا في نجاحها، بالنظر إلى أن غالبيتها عقودًا آجلة، يعتمد عليها الأطراف لمواجهة مخاطر تغير الأسعار وفق توقعاتهم. ومن ثم تتوقف القدرة على التوقع بتوافر المعلومات ودقتها.

٤/ تحاط عقود المشتقات بكثير من المخاطر، التي من شأنها أن تسبب عزوف الأفراد عن التعامل فيها. لذلك يعتمدون على المعلومات المتاحة في سوق رأس المال بشكل كبير في إتخاذ قرارهم بالتعامل في هذه العقود من عدمه.

ب/ إلتزام شركات السمسرة بالإفصاح تجاه العملاء:

يأتي في مقدمة ما تلتزم به شركة السمسرة بخصوص إبرام عقود المشتقات، إحاطة العميل علمًا بطبيعة الصفقة وكافة ما يحيط بها من مخاطر. ويعد هذا الإلتزام من مقتضيات العقد، وبقا لما تقضي به الأعراف التجارية، وما يفرضه مبدأ حسن النية، خاصة وأن السمسار هنا يعد وكيلًا بالعمولة.

ويعد هذا الإلتزام من الأمور المسلم بها، سواء في النظم اللاتينية أم في النظم الأنجلوسكسونية. حيث تفرض هذه الأنظمة على الوكيل مجموعة من الإلتزامات المبنية على علاقة الثقة التي تجمعها بالعميل، أهمها الإلتزام بحسن النية، وعدم السماح بتعارض مصالح النائب مع مصالح موكله. كما تفرض هذه العلاقة أيضًا بذل العناية الكافية في إعلام الموكل بكافة التفاصيل اللازمة^(٦٢٨).

ويتمحور إلتزام السمسار بالشفافية والإفصاح في مواجهة العميل على محورين: الأول يسمى بالإلتزام بالإستعلام، والثاني يسمى بالإلتزام بالإعلام. ويشير الإلتزام الأول إلى إلتزام شركة السمسرة بالإحاطة التامة بالمركز المالي للعميل، وما يتمتع به من خبرة في مجال المعاملات المالية، وتطلعاته من وراء المعاملة التي يسعى إليها^(٦٢٩). وتبدو أهمية هذا الإلتزام في الوقوف على ظروف

(٦٢٨) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص ٦٢.

(٦٢٩) د. حاج بن علي محمد، تميز الإلتزام بالإعلام عن الإلتزام بالنصيحة لضمان الصفة الحظرة الشيء للبيع-دراسة مقارنة، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، ٢٠١١، ص ٧٥.

العميل، ومن ثم إختيار أفضل العقود والمعاملات التي تتناسب مع ظروفه. أما عن الإلتزام الثاني (الإلتزام بالإعلام)، فهو ينطوي على تعريف العميل بنوع المعاملة، وبيان مزايا وعيوب كل نوع (خيار - مبادلة - آجلة)، بالإضافة لبيان طبيعة الأصل المالي المتعاقد عليه (الأسهم)^(٦٣٠).

ويمكن تصنيف درجة إلتزام شركة السمسرة بالشفافية والإفصاح تجاه العميل على ثلاثة مستويات، وهي:

المستوى الأول/ الإلتزام بالإعلام العام: وهو يعالج إلتزام شركة السمسرة بإعلام العميل بالمعلومات العامة عن الصفقة المراد إبرامها.

المستوى الثاني/ الإلتزام بالإعلام الخاص: ويفرض هذا المستوي على شركة السمسرة مراعاة الظروف الخاصة بكل عميل، وتزويده بالبيانات التي تساعد على الإختيار بما يحقق مصلحته.

المستوى الثالث/ الإلتزام بالنصح والمشورة: ويعد هذا أكثر مستوى يزيد من مسؤولية شركة السمسرة، حيث ينصرف الإلتزامها ليس فقط عند تزويد العميل بالبيانات، ولكن تقديم النصح والإرشاد بإجراء المعاملة أو العزوف عنها^(٦٣١).

وفي كافة الأحوال يجب على السمسار مراعاة الأمور الآتية وهو بصدد تنفيذ إلتزامه بالشفافية والإفصاح بخصوص عقود مشتقات الأسهم، وهي^(٦٣٢):

١/ كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: يجب على السمسار تقدير حاجة العميل للمعلومات، فلا يعطيه كم قليل على النحو الذي يتسبب في الجهالة، ولا يسرف عن الحد المطلوب على نحو يضر بإعتبارات المنافسة.

٢/ نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها: وتتحكم القواعد المحاسبية في طبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية التي يجب علم العميل بها، كمبدأ التكلفة

(٦٣٠) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المقولة، مرجع سابق، ص ٦٢.

(٦٣١) المرجع السابق، ص ٦٤.

(٦٣٢) د/ مفاتيح صالح / معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العبية وسبل رفع كفاءتها، مرجع سابق، ص ١٨٤.

التاريخية، والتوقيت، والموضوعية... وغيرها.

٣/ زمن الإفصاح عن المعلومات: حتى يكون الإفصاح ذا جدوى وفائدة، يجب مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، وهو الوقت الذي يساعد العميل على اتخاذ قراره المناسب. وفي كافة الأحوال يجب أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعاً بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات لمستخدميها.

وفي المقابل يتمتع على السمسار نشر وترويج الشائعات بين العملاء، كما يجب عليها الإمتناع عن التدخل في عمليات مشبوهة أو يعتقد أن أموالها تم الحصول عليها من عمليات غسل أموال^(٦٣٣).

ثانياً/ هيئة سوق المال وتعزيز الشفافية والنزاهة في عقود مشتقات الأسهم:

٩٣- يظهر دور سوق المال في تعزيز الشفافية والنزاهة في هذه العقود، وذلك على محورين:

١/ هيئة سوق المال وتعزيز الشفافية والإفصاح:

تلعب هيئة سوق المال دوراً كبيراً في الشفافية والإفصاح في عقود مشتقات الأسهم، خاصة وأنها مصدر المستثمرين والمضاربين في الوصول إلى المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ قرارهم بالتعامل في المشتقات من عدمه. ويجب عليها مراعاة الضوابط التالية^(٦٣٤):

أ/ تخصيص أجهزة ووحدات معلوماتية متخصصة في مجال المشتقات المالية لدى أسواق المال، تعمل على تقديم معلومات دقيقة ومفصلة، مؤسسة على تحليل محاسبي وإحصائي منضبط، مستقاة من مصادر موثوق بها.

ب/ يجب أن تتضمن القوائم المالية الصادرة عن سوق المال بخصوص عقود المشتقات على معلومات معدة وفق معايير محاسبية دولية متعارف عليها. وأن تعرض هذه القوائم بشفافية مطلقة مؤسسة على تقارير معتمدة وأسس سليمة وواقعية لراغبي التعامل في عقود المشتقات، الأمر الذي يمكنهم من القيام

(٦٣٣) د. أحمد باز مغولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٥٣.

(٦٣٤) المرجع السابق، ص ١٠١.

باستثمارات فعالة مبنية على قرار صائب ورؤية مستنيرة.

ت/ ضرورة إيجاد آلية مناسبة لربط الأسواق المالية على نحو يسمح بتبادل المعلومات والاستشارات والخبرات فيما يتعلق بتجارة المشتقات، لمحاولة توحيد الرؤى قدر الإمكان حول القضايا التي تثير إشكاليات معقدة.

ث/ عدم التسليم المطلق بصحة البيانات المقدمة من السماسرة بخصوص المشتقات المالية إلا بعد مراجعتها والتأكد منها بشكل كاف، والتشديد من مسئوليتهم في حالة ثبوت غش أو تحايل في البيانات المقدمة منهم.

ج/ إنشاء إدارات متخصصة في دراسة آليات تطوير سبل الشفافية والإفصاح عن البيانات الخاصة بالمشتقات المالية، يكون لديها القدرة على الاستفادة من معطيات التقدم التكنولوجي، وأفضل ما توصلت إليه أسواق المال الأجنبية، مع مراعاة ما تتمتع به الأسواق العربية من خصوصية.

ح/ يجب توفير نصوص تشريعية تعالج الالتزام بالشفافية والإفصاح في مجال المشتقات المالية في أقرب وقت ممكن، تعمل على إقامة نوع من التوازن بين ضرورة وجود قواعد صارمة تلزم المتعاملين بالإدلاء بالبيانات والمعلومات، وبين حقهم في الإحتفاظ ببعض البيانات السرية المرتبطة برغبتهم في التنافس التجاري المشروع.

س/ لا يمكن أن تكون أسواقنا المالية مرآة صماء تعكس ما يحدث في الأسواق الأجنبية، دون مراعاة لضوابطنا الشرعية المستمدة من أحكام شريعتنا السمحاء، وذلك من خلال نشر الثقافة التوعوية السليمة الكفيلة بإزالة الشبهات الشرعية المحيطة بمعاملات المشتقات المالية.

ش/ يجب مراعاة إقامة نوع من العدالة بين المستفيدين من خدمات سوق الأوراق المالية في الوصول إلى المعلومات الخاصة بالمشتقات المالية. والقضاء على كافة أشكال المعاملة التمييزية لتجنب الإحتكار، وضمان إتمام التعامل في جو من المنافسة غير المشروعة.

ع/ يجب أن تعكس القوائم المالية والتقارير المركز المالي الحقيقي للمتعاملين في المشتقات بشكل واضح، على نحو يعكس مصداقية إلتزاماتهم، ويبث الثقة في نفوس المتعاملين معهم. وإذا كان أحد المتعاملين في المشتقات أو كلاهما من الشركات، فيجب بيان المركز المالي للشركة تحت رقابة مجلس إدارة الشركة

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

والتأكد من قيام المراجعين وإدارة الشركة بأداء أعمالهم والمهام الموكلة إليهم بطريقة سليمة صحيحة، وأن يتم ذلك وفقاً للقواعد القانونية الموضوعية في هذا الشأن. مع العلم أن المسؤولية مشتركة بين إدارة الشركة والإدارة المالية التي تقوم بإعداد القوائم والتقارير المالية. وكذلك مسؤولية المراجعة الداخلية التي من أهم واجباتها التأكد من سلامة النظام المحاسبي للشركة، والتأكد من صحة القوائم المالية والمعايير المستخدمة في إعدادها.

غ/يجب الإفصاح بوضوح عن طبيعة المسؤوليات الناشئة عن الغش أو الخداع في البيانات الخاصة بعقود المشتقات لجميع أطرافها؛ سواء على صعيد المتعاقدين أم هيئة سوق رأس المال والجهات الرقابية العاملة فيها.

ص/يجب إلزام الوسطاء الماليين (السماسرة) بكافة ضوابط الإفصاح والشفافية، بالنظر لدورهم المحوري في عقود المشتقات المالية، حيث يغيب الحضور المادي المباشر بين أطراف هذه العقود، حيث يحل السماسرة محلهم في التعاقد والتنفيذ. ولما كانت عقود المشتقات عبارة عن قيم منقولة غير مادية، يتم تداولها وتصفية الالتزامات الناشئة عنها بطريقة محاسبية، يصعب على أطراف هذه العقود تحقيق فكرة المعاينة الناقية للجهالة لمحل العقد، فكان من اللازم الإستعاضة عن ذلك بتوفير مجموعة من البيانات المتعلقة بكل معاملة بدقة وأمانة، ابتداءً من الشركات المصدرة للأصل المالي (كالسهم) وإنهاء بسوق الأوراق المالية وهيئة الرقابة التي تشرف على هذه المعلومات والبيانات.

ط/يجب على الجهات الرقابية في السوق المالية الإعلان بشفافية عن البيانات والمعلومات والإجراءات التي تتم داخل السوق في توقيت مناسب، وإتاحة الإستفادة من هذه البيانات لكافة المتعاملين.

ظ/توحيد مصدر المعلومات والبيانات والتقارير والقوائم المتعلقة بالمشتقات والجهات المتعاملة فيها، وذلك بهدف القضاء على الشائعات والممارسات الضارة التي تؤثر على حركة التعامل.

و/القيام بحملة توعوية وتعليمية للمتعاملين في عقود المشتقات، لتعريفهم بأهمية البيانات والمعلومات المالية والأحداث الجوهرية قبل وأثناء التعامل في المشتقات. مع وضع دراسة لهم تمكنهم من قراءة وتحليل البيانات المالية، لمعرفة الأسباب الحقيقية وراء ارتفاع أو انخفاض قيمة عقودهم.

٢/ هيئة سوق المال وتعزيز اعتبارات النزاهة:

يرتبط تحقق النزاهة في مجال المشتقات المالية بعدة أمور: منها ما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية، ومنها ما يتعلق بأخلاق العمل وثقافته، ومنها ما يتعلق بمختلف الأدوار المنوطة بالأطراف الأخرى التي تضطلع بدور وظيفي يتصل بأعمال السوق المالية الإسلامية.

ويقصد بهذا الشرط في مجال المشتقات المالية، ضمان قيام المعهود إليهم بشؤون معاملات المشتقات في السوق المالية أن تكون سلوكياتهم متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والقوانين السارية^(١٣٥).

ويرتبط تحقيق شرط الضبط في سوق الأوراق المالية بالمفهوم السابق بالعديد من الالتزامات، أهمها^(١٣٦):

١/ تعزيز اعتبارات الثقة في التعامل بعقود مشتقات الأسهم: تحاط عقود المشتقات المالية بالعديد من المخاطر، لإرتباطها في الغالب بأمر مستقبلية. الأمر الذي يعزز من دور الضمانات التي يجب أن يتم تحصين هذه العقود بها، خاصة على صعيد ضمانات الإفصاح والشفافية.

٢/ مراعاة البعد الاجتماعي في عقود مشتقات الأسهم: إذا كان الأصل في العقود الرضائية، والتي تتجسد في أن الأطراف لهم أن ينظموا عقودهم بما يحقق مصالحهم المطلقة، ما دامت لا تتضمن شروطاً تخالف النظام العام. إلا أن عقود مشتقات الأسهم تكتسب بعداً اجتماعياً يجب معه فرض نوع من الرقابة على ممارسة الأطراف لسلطاتهم التعاقدية، بحيث لا تتجاهل تحقيق مصالح المجتمع أيضاً. فالأزمة المالية العالمية الأخيرة كان لعقود المشتقات اليد الطولي في الكثير من سيناريواتها. الأمر الذي يفرض على أطراف عقود المشتقات نوع من المسؤولية الاجتماعية من شأنها أن تحد من حرية المتعاقدين في وضع ما يحلو لهم من شروط. كما يفرض على الجهات الرقابية داخل الأسواق المالية إخضاع هذه

(١٣٥) د. رائد نصري أبو مؤنس - أ. خديجة حوشان، الشروط الفنية وللمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٣.

(١٣٦) المرجع السابق، ذات الموضوع.

المعاملات للرقابة، والتأكد من وجود نوع من التوازن بين مصالح الافراد ومصالح المجتمع.

٣/ الالتزام بالضوابط الشرعية:

يحيط التعامل بالمشتقات المالية بصورة عامة العديد من الشبهات الشرعية، التي أثارَت المخاوف والحذر في نفوس الكثيرين^(٦٣٧). وقد فرض هذا الأمر بطبيعة الحال ضرورة التقيد بالضوابط الشرعية المستمدة من أرحح الأقوال الفقهية. ولعلّ لباس مفهوم الحوكمة بلباس شرعي له دور كبير في كسب ثقة المتعاملين في المشتقات المالية، ومن ثم تشجيعهم على المبادرة في الإستفادة من معطياتها المختلفة. لذلك يجب إلزام جميع أجهزة السوق المالية بإخضاع عقود المشتقات المالية من حيث إبرامها وتسوية الإلتزامات الناشئة عنها للضوابط الشرعية. بحيث لا يتوقف الأمر على إستعارة النماذج الغربية لهذه المعاملات بشكل مطلق، دون مراعاة الضوابط الشرعية لها. فعلى الرغم من وجود من يدافع عن المشتقات وعن دورها في مساعدة الشركات في التخلص من المخاطر ونقلها إلى الأسواق المالية وبيوت المقاصة (تحت ما يسمى بالتحوط). إلا أن الرأي الغالب يرى أنها أدوات للرهان والمقامرة على تقلب الأسعار (حيث تبلغ نسبة عقود المشتقات التي تهدف إلى المجازفة حوالي ٩٧% من إجمالي هذه العقود). من ناحية أخرى، هذه العقود لا تهدف إلى إنتقال الملكية بين الطرفين، ولكن تهدف إلى تبادل المخاطر فيما بينهما، الأمر الذي من شأنه أن يجعل المبادلات فيها توصف بأنها صفرية، لأنه إذا ربح طرف، خسر الطرف الآخر^(٦٣٨).

٩٤- ويحتاج هذا الأمر إلى مزيد من التفصيل، من خلال تسليط الضوء على أهم المقومات الشرعية الحاكمة لعقود المشتقات المالية، وذلك على التفصيل التالي:

١/ انتفاء الغرر^(٦٣٩) في عقود مشتقات الأسهم:

(٦٣٧) النظام المالي الإسلامي - المبادئ والممارسات، ترجمة كرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، ١٤٢٥ هـ، ص ٧١.

(٦٣٨) المشتقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد للدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر ٢٠٠٩-يناير ٢٠١٠.

(٦٣٩) الغرر في اللغة: "هو اسم مصدر من التغيير، هو الخطر والخدعة". وفي الاصطلاح الشرعي: بيع الغرر: "هو بيع بجهول العاقبة - هو الذي يكون فيه مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

يجب إحاطة المضاربات على عقود مشتقات الأسهم بإطار رشيد، يتيح الفرصة للإستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن التعامل فيها، بعيدا عن المضاربات الوهمية، المؤسسة على الغش والخداع للتأثير على الأسعار، مثل الإشاعات وعقد الصفقات الوهمية.

ويتحقق الغرر في كثير من عقود المشتقات المالية، خاصة عقود المستقبلات وعقود البيع على المكشوف. لأن هذه العقود يمكن أن تنتهي دون تسليم حقيقي لما تم الإتفاق عليه. كما قد تكون هناك جهالة حول الثمن أو الكمية.

ويمكن الوقوف على بعض الشروط والضوابط التي من شأنها ضمان خلو عقود مشتقات الأسهم من المضاربة غير المشروعة، وهي^(٦٤٠):

١/ أن تتم عمليات البيع أو الشراء المتعلقة بهذه العقود بسعر معروف مسبقاً.

٢/ ألا تخرج المضاربة على فروق الأسعار في هذه العقود عن حدود المخاطرة المقبولة، المؤسسة على أسس منطقية ومسيبة للإستفادة من الفروق الطبيعية للأسعار.

٣/ الإبتعاد عن الممارسات غير الأخلاقية؛ كالكذب والإشاعات والإحتكار وتقديم المعلومات المضللة بخصوص هذه العقود، سواء عند إبرامها أو أثناء تداولها.

٤/ يجب الإبتعاد عن الممارسات غير المشروعة عند إبرام هذه العقود؛ مثل البيع الصوري، أو بيع الشخص ما لا يملك.

٥/ ألا تشمل المضاربة على عقود المشتقات على أي محظور شرعي؛ كالربا أو الغرر أو الغبن أو الإحتكار، أو غيرها من المحظورات المنهي عنها.

جهالة". يعرف الغرر بأنه عبارة عن بيع أصول مالية غير مملوكة للبائع (البيع على المكشوف). وتمثل علة النهي عنه في "المعز عن التسليم"، ومن ثم تعد للعاملة من قبيل المضاربة غير المشروعة، التي تنور في محيط البيع والشراء للأداة المالية بقصد تحقيق الربح من فروق الأسعار، وليس الربح الدوري لامتلاك الأداة المالية (كالسهم). ومن ثم إذا ما أُنشئ الغرر في المضاربة، فلا بأس منها كطريقة مشروعة للاستثمار، فللمضاربة على الفروق السعرية بسبب مجاز الأداة المالية أو مجاز مصدرها، أمر مشروع. راجع: د. عبد الووود مصطفى مرسى، أحكام الغرر في عقود التبرعات: دراسة فقهية مقارنة، (2014)، 36 (ISLAMIIYAT)، ص 104.

(٦٤٠) د. راند نصري أبو مؤنس - أ. خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 17.

٢/ خلو التعامل في عقود مشتقات الأسهم من الجهالة^(٦٤١):

وتتحقق الجهالة في هذه العقود في حالة عدم علم أطراف العقد بطبيعة الأصل المالي محل العقد، من حيث جنسه أو صفته أو مقداره. وتقتضي حوكمة هذه العقود، التخلص من هذه الجهالة بتحقيق شروط الإفصاح والشفافية، حول بيان الأسعار ووضوحها، وإمكانية التأكد منها، وطبيعة الضمانات الخاصة بتنفيذ العقد، وغيرها من البيانات التي توضح المعقود عليه بشكل نافي للجهالة.

٣/ خلو عقود مشتقات الأسهم من الربا^(٦٤٢):

تزداد فرصة وقوع الربا في عقود مشتقات الأسهم، بالنظر إلى أنها عقود آجلة ترد أصول مالية، ويحصل المتعاملين فيها عن مقابل نظير ذلك. ويشترط لخلو عقود المشتقات من الربا أن تتم وفقا للأحكام والضوابط الشرعية المتعلقة بأحكام الصرف وأحكام القبض، بحيث تتم خالية من كل أنواع الربا. ويجب على هيئات الرقابة في الأسواق المالية التأكد من خلوها من الربا، كأن يتم التقابض قبل تفرق العاقدين سواء أكان القبض حقيقيا أم حكما. وأن يتم التماثل في البديلين من جنس واحد، ولو كان أحدهما عملة ورقية والأخر عملة معدنية^(٦٤٣).

٤/ مراقبة ضوابط التعاقد في عقود مشتقات الأسهم: يتوجب على هيئة سوق المال أن تلزم السماسرة والوسطاء بمجموعة من الضوابط عند التعاقد، وممارسة نوع من الرقابة عليها، وذلك على التفصيل الآتي:

أ/ يجب تنميط كافة عقود مشتقات الأسهم، من خلال وضع نماذج تحوي شروطًا موحدة تسري على كافة المعاملات.

(٦٤١) الجهالة لغة مأخوذة من الجهل، وهو ضد العلم ونقيضه وعدم معرفة الشيء. والفرق بينه وبين الغرر، أن الأخير عنصر الاحتمال فيه قائم، أي يمكن أن يحدث أو لا. أما الجهالة، فهي مؤكدة الحدوث، لكن الجهل وقع في ذات أو جنس أو نوع أو صفة أو مقدار المعقود عليه.

(٦٤٢) يعرف الربا لغة: بأنه عبارة عن الزيادة. ويعرف شرعا بأنه عبارة عن: الزيادة في الدين مقابل الأجل مطلقا. د. سعيد بن علي بن وهف القحطاني، الربا أضراره وآثاره في ضوء الكتاب والسنة، سلسلة مؤلفات سعيد بن علي بن وهف القحطاني (٦٠)، ١٤٣١ هـ، ص ١٠.

(٦٤٣) د. واند نصري أبو مؤنس - أ. خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ١٥.

ب/ يجب توضيح طبيعة إلتزامات ومسئوليات المتعاقدين بشكل واضح وصریح، ومن شأنه إغلاق باب الشك والتأويل.

ج/ يجب ترشيد سلوكيات الوسطاء الماليين، من خلال إلتزامهم بمجموعة من المعايير التي تفرض عليهم مراعاة الضوابط القانونية لإبرام عقود المشتقات، وضرورة الإلتزام بمعايير الإفصاح والشفافية حول هذه العقود.

٩٥- رأينا الخاص في حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم:

أظهر العرض السابق أن عقود مشتقات الأسهم تحمل بعض المزايا للمتعاملين في أسواق المال والأعمال. إلا أنها رغم ذلك أفرزت العديد من المخاطر المالية، خاصة بعد أن تسببت سياسات تحرير الخدمات في زيادة نسبة المخاطر غير المتوقعة للاستثمارات الدولية. وقد شكل هذا الأمر تهديداً لكثير من المكتسبات التنموية التي تحققت أو كان من المتوقع تحققها، مما عرض الكثير من المشروعات التجارية للإفلاس، وفرض ضرورة تبنى أطر قانونية وشرعية لمواجهة هذه المخاطر، خاصة ما يتعلق بحوكمة المؤسسات المالية المتعاملة فيها.

وقد تبين لنا بوضوح عودة ضعف فاعلية عقود مشتقات الأسهم في أداء دورها والإستفادة من مزاياها، إلى العديد من الأسباب؛ أهمها: زيادة العقود الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية، والتصرفات غير القانونية، والهروب المفاجئ لرؤوس الأموال، وضعف معايير الإفصاح والشفافية في التعامل على هذه المشتقات. كما تبين أيضاً أن غالبية الدول العربية والإسلامية لا يوجد لديها وسائل وأدوات لإدارة ومواجهة مخاطر المشتقات المالية، وهو ما يفرض عليها ضرورة تعزيز قدراتها في الإستفادة من الإبتكارات المالية الجديدة (بما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية)، التي لا غنى عنها لأي دولة حتى تحتفظ بموقعها على الخريطة الاقتصادية العالمية، وأن تعزز من قدراتها لتبني المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية الرشيدة، حتى لا تتأخرها رياح المنافسة العاتية. ودليل ذلك، أن الإقتصاديات العربية لم تسلم من عواصف الأزمة المالية العالمية، والتي تمثلت تبعاتها في الهبوط الشديد في أسعار النفط، مما أدى إلى إنخفاض حجم المعاملات في أسواق المال على أثر ذلك، وهو ما أثر بشدة على الوضع المالي للدول العربية.

من ناحية أخرى، يصعب على أي دولة في الوقت الراهن العزوف عن التعامل في المشتقات المالية للعديد من الأسباب، أهمها: السياسات الإجبارية لتحرير مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الخدمات المالية التي يحيا عالمنا المعاصر في كنفها، بالإضافة الى أن هذه الأدوات أحد ابتكارات الهندسة المالية الحديثة، ومن ثم عدم وجود آلية للتعامل فيها سوف يضعف قدرة الأسواق الوطنية علي جذب الإستثمارات الأجنبية. ومن ثم كان من الأسلم محاولة تبني هذه العقود، ولكن وفق ضوابط محددة، تضمن قدر الإمكان تقليص مخاطرها الشرعية والاقتصادية، والتي من أهمها تعزيز ضوابط الحوكمة أو الإدارة الرشيدة، خاصة على صعيد الشفافية والإفصاح.

والأمر على هذا النحو يدفعنا للقول بضرورة إصدار تشريع خاص ينظم الشفافية والنزاهة في مجال المشتقات المالية بقواعد تراعى خصوصيتها مقارنة بالأوراق المالية، سواء من حيث كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها، ونوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها، وزمن الإفصاح. ووجوب تخصيص أجهزة ووحدات معلوماتية متخصصة في مجال المشتقات المالية تابعة لهيئة سوق المال، تعمل على تقديم معلومات دقيقة ومفصلة، مؤسسة على تحليل محاسبي وإحصائي منضبط، مستقاة من مصادر موثوق بها. كما يجب أن تتضمن القوائم المالية الصادرة عن هيئة سوق المال بخصوص عقود المشتقات على معلومات معدة وفق معايير محاسبية دولية متعارف عليها. وأن تعرض هذه القوائم بشفافية مطلقة مؤسسة على تقارير معتمدة وأسس سليمة وواقعية لراغبي التعامل في عقود المشتقات.

وعلى صعيد متصل، يجب إيجاد آلية مناسبة لربط الأسواق المالية على نحو يسمح بتبادل المعلومات والاستشارات والخبرات فيما يتعلق بتجارة المشتقات، لمحاولة توحيد الرؤي قدر الإمكان حول القضايا التي تثير إشكاليات معقدة. كما يجب عدم التسليم المطلق بصحة البيانات المقدمة من السماسرة بخصوص المشتقات المالية إلا بعد مراجعتها والتأكد منها بشكل كاف، والتشديد من مسئوليتهم في حالة ثبوت غش أو تحايل في البيانات المقدمة منهم. كما يجب أيضا إقامة نوع من التوازن بين ضرورة وجود قواعد صارمة تلزم المتعاملين بالإدلاء بالبيانات والمعلومات، وبين حقهم في الإحتفاظ ببعض البيانات السرية المرتبطة برغبتهم في التنافس التجاري المشروع.

يضاف لكل ما سبق، أن هناك حاجة ملحة لإقامة نوع من العدالة بين المستفيدين من خدمات سوق الأوراق المالية في الوصول إلى المعلومات الخاصة بالمشتقات المالية، والقضاء على كافة أشكال المعاملة التمييزية لتجنب الاحتكار، وضمان

إتمام التعامل في جو من المنافسة غير المشروعة. ومراعاة الضوابط الشرعية المستمدة من أحكام شريعتنا السمحاء، وذلك من خلال نشر الثقافة التوعوية السليمة الكفيلة بإزالة الشبهات الشرعية المحيطة بمعاملات المشتقات المالية.

٩٦- حملت هذه الدراسة على عاتقها التصدى لمجموعة من الإشكاليات القانونية التي أحاطت بعقود مشتقات الأسهم، وكشفت عن حجم وخطورة الفراغ التشريعي الذي تحيا هذه العقود في كنفه، والذي يعود في الأساس إلى أن مشروعية عقود مشتقات الأسهم من منظور الفقه الإسلامي والقانون كانت ولا تزال محل جدل واسع، ما بين مؤيد ومعارض، وهو ما تسبب في عزوف كثير من الأنظمة القانونية (خاصة العربية) عن تنظيم هذه العقود حتى الآن. ولم يؤثر هذا العزوف على التعامل في هذه العقود، حيث يشهد الإقبال عليها تزايداً ملحوظاً على مختلف الأصعدة.

وقد أتمم موقف المشرع المصري بخصوص تنظيم هذه العقود بقدر كبير من الغرابة؛ حيث أنه أقر بمشروعيتها بشكل مطلق، وغفل عن وضع الضوابط القانونية الكفيلة بتنظيم التعامل عليها، وهو ما تسبب في الكثير من الممارسات الخاطئة، التي خلفت العديد من الأضرار الإقتصادية.

وقد تبين من الاستطلاع المبني لواقع هذه العقود أنها تتسم بالتحديد الشديد، ليس فقط على صعيد تعدد العلاقات الناشئة عنها وتشابكها، ولكن حتى على صعيد فهم طبيعة هذه العلاقات وتكييفها القانوني، حتى من قبل المتخصصين.

وقد أظهرت الدراسة وجود صعوبة في تعريف عقود مشتقات الأسهم، وأن هذه الصعوبة لم تكن بسبب قلة التعريفات التي تناولت هذه العقود، بقدر ما كانت في فهم مدلولها، وعجزها عن طرح تصور واضح لمفرداتها، وإبراز خصائصها عن نحو يساعد على تمييزها عن غيرها من التصرفات القانونية القريبة منها. فالمشتقات المالية ليست أصول مالية أو عينية، وإنما هي عقود أو إنفاقيات تهدف إلى تنفيذ عملية تجارية في وقت لاحق، وفقاً للمواعيد المتفق عليها. وهي لا تكتسب قيمتها بصورة ذاتية، ولكن بالإعتماد على أصل آخر.

من ناحية أخرى، تبين أن إبرام عقود مشتقات الأسهم محكومة بمجموعة من الضوابط الموضوعية والإجرائية التي تمثل ضمانات لجدية تنفيذ كل طرف ما ألتزم به. من ناحية أخرى، يلعب الوسطاء دوراً كبيراً في هذه العقود، ليس فقط على صعيد إبرامها، ولكن أيضاً لضمان تنفيذها.

وعلى صعيد مشروعية عقود مشتقات الأسهم، لم يكن من الممكن وصفها بالقمار بشكل مطلق، وإنما تقدر كل حالة بقدرها. فالوضع الراهن الذي يحي العالم في كنفه، يستوجب علينا إستيعاب مستجدات الهندسة المالية ومعطياتها المختلفة وتزويد أسواقنا المالية بما يمكنها من المنافسة، بغية الإحتفاظ بمكان لنا على الخريطة الإقتصادية العالمية، دون التفريط في إعتبرات المشروع التي قررتها شريعتنا الغراء في هذا الصدد. فلم يعد من المقبول لبلادنا العربية أن تنظر لهذا المشهد من بعيد، بعد أن هيمنت سياسات الإنفتاح الإقتصادي على معظم دول العالم، وسهلت إنتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المختلفة للدول بفعل إتفاقيات تحرير التجارة العالمية تارة والتقدم الهائل لنظم الإتصالات والمعلومات تارة أخرى، وعظمت من إعتبرات المنافسة بشكل مخيف. حيث تتسابق الأسواق الآن في إبتكار الأشكال والنظم المالية المختلفة لجذب المستثمرين، خاصة على صعيد تمكينهم من نقل وتوزيع المخاطر، وتمكين أصحابها من إجراء المضاربات. لذلك يبدو لنا عدم جواز رفض التعامل على هذه العقود بشكل مطلق، ولا قبولها بشكل مطلق، ولكن محاولة إستيعابها بما يتفق مع أحكام شريعتنا الغراء.

وعلى صعيد آخر، حظيت إشكالية عدم تنفيذ عقد مشتقات الأسهم بقدر كبير من إهتمام هذه الدراسة، بإعتبرها من أكثر ما يهدد المتعاملين في هذه العقود. خاصة وأن هذه العقود تتسم بالصورية، ولا تنتهي بتسليم فعلي، وإنما يقبض الفروقات بين سعر التعاقد وسعر الممارسة. فالبيع في هذه العقود هو بيع للحق المشتق (الخيار أو المبادلة)، وليس بيع للأصل المالي. فهي عقود يتم تسجيلها خارج الميزانية (سواء الأصول أو الخصوم). وقد تبين أن التنظيمات القانونية التي تناولت هذه العقود قد حرصت على تخصيص مجموعة من الضمانات المباشرة وغير المباشرة لضمان تنفيذ كل طرف ما ألتزم به.

وعلى صعيد متصل، أظهرت الدراسة أن عقود مشتقات الأسهم محاطة بالعديد من الأسباب والعوامل التي تؤدي إلى إنقضائها، وتثير بدورها العديد من الإشكاليات القانونية التي أظهرت خطورة الفراغ التشريعي في هذا الصدد. وقد أقرن الحديث عن إنقضاء هذه العقود بالحديث عن أحكام تسويتها بطريق المقاصة، بإعتبره من أكثر الطرق المناسبة من طبيعة هذه العقود.

وقد حرصت هذه الدراسة على بيان أهمية حوكمة المؤسسات المالية المتعاملة في عقود المشتقات، لأن التسليم بوجود مزايا وعيوب في ذات الوقت، أمر يفرض

ضرورة الإستعانة بضوابط الإدارة الرشيدة، التي تحرص على الإستفادة من المزايا وتعظيمها، وتجنب المخاطر وتحاشيها قدر الإمكان. كما تبين أيضًا أن غالبية الدول العربية والإسلامية لا يوجد لديها وسائل وأدوات لإدارة ومواجهة مخاطر المشتقات المالية، وهو ما يفرض عليها ضرورة تعزيز قدراتها في الإستفادة من الإبتكارات المالية الجديدة (بما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية)، التي لا غنى عنها لأي دولة حتى تحتفظ بموقعها على الخريطة الاقتصادية العالمية، وأن تعزز من قدراتها لتبنى المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية الرشيدة، حتى لا تتأخر رباح المنافسة العاتية. ودليل ذلك، أن الإقتصاديات العربية لم تسلم من عواصف الأزمة المالية العالمية، والتي تمثلت تبعاتها في الهبوط الشديد في أسعار النفط، مما أدى إلى إنخفاض حجم المعاملات في أسواق المال على أثر ذلك، وهو ما أثر بشدة على الوضع المالي لهذه الدول.

٩٧- خلاصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج القانونية نجملها على النحو التالي:

١/ كشفت الدراسة عن إنتقاد موقف المشرع المصري بخصوص تعامله مع عقود المشتقات بصورة عامة. لأنه أعترف بمشروعية هذه العقود بشكل مطلق، ولم يضع لها الضوابط القانونية الكفيلة بتنظيم التعامل عليها والحد من مخاطرها. يأتي هذا في ظل فداحة الأضرار الإقتصادية الناجمة عن غياب الغطاء التشريعي الملائم لأحكامها، وهو ما ثبت بصورة واضحة في التاريخ الاقتصادي للدول.

٢/ تعد عقود مشتقات الأسهم من العقود النمطية القابلة للتداول، تنفرد السلطات المعنية في الأسواق المالية بتحديد شروطها بصورة موحدة (مدة العقد، وعدد الأسهم محل التعامل، ووقت إنتهاء العقد)، ماعدا شروط السعر، حيث يتم تحديدها وفق قواعد قواعد العرض والطلب.

٣/ تتعدد أنواع عقود مشتقات الأسهم (أجلة ومستقبلية وخيارات ومبادلات). كما تتعدد أسباب التعامل فيها؛ من أبرزها التحوط لحفظ رأس المال ضد تقلبات أسعار الأسهم، والإستفادة من فروقات الأسعار. كما يتم التعامل فيها من قبل فئتين رئيسيتين من المتعاملين؛ وهما المستخدمين النهائيين من المضاربين أو المتحوظين (مثل المصدرون والمستوردون، وصناديق المعاشات وبنوك الإستثمار)، والفئة الثانية هم المتاجرون في الأوراق المالية (مثل الوسطاء وصناع السوق).

٤/ تعد عقود مشتقات الأسهم في الغالب عقود صورية، لا تنتهي بتسليم فعلي، وإنما تنتهي بقبض الفروقات بين سعر التعاقد وسعر الممارسة. فالبيع في هذه العقود هو بيع للحق المشتق (الخيار أو المبادلة)، وليس بيع للأصل المالي. فهي عقود يتم تسجيلها خارج الميزانية (سواء الأصول أو الخصوم).

٥/ كانت ولا تزال إشكالية مشروعية عقود مشتقات الأسهم من منظور الفقه الإسلامي والقانون محل جدل واسع، ما بين مؤيد ومعارض، وهو ما تسبب في عزوف كثير من الأنظمة القانونية عن تنظيم هذه العقود حتى الآن. ولم يؤثر هذا

العزوف على التعامل فى هذه العقود، حيث يشهد الإقبال عليها تزايدًا ملحوظًا على مختلف الأصعدة.

٦/ تتسم عقود مشتقات الأسهم بالتعقيد الشديد، ليس فقط على صعيد تعدد العلاقات وتشابكها، ولكن حتى على صعيد فهم طبيعة هذه العلاقات وتكييفها القانوني، حتى من قبل المتخصصين.

٧/ أظهرت الدراسة أهمية التسوية والتصفية فى عقود مشتقات الأسهم كوسائل يمكن من خلالها حماية المتعاملين فى عقود مشتقات الأسهم من مخاطر العجز الإئتماني.

٨/ تلعب الضمانات المباشرة وغير المباشرة دورًا كبيرًا فى كفالة تنفيذ أطراف عقد مشتقات الأسهم لما ألتزموا به، لدورها القوي والمباشر فى مواجهة حالات إمتناع أحد الأطراف عن تنفيذ ما ألتزم به.

٩/ أظهرت الدراسة تعدد الأسباب التى تودى إلى إنقضاء عقود مشتقات الأسهم، والتى أثارت بدورها العديد من الإشكاليات القانونية التى أظهرت خطورة الفراغ التشريعي فى هذا الصدد. وقد أقترن الحديث عن إنقضاء هذه العقود بالحديث عن أحكام تسويتها بطريق المقاصة، بإعتباره من أكثر الطرق المتناسبة من طبيعة هذه العقود.

١٠/ توصلت الدراسة إلى أن المقاصة هي الوسيلة الأكثر إتباعًا لتسوية عقود مشتقات الأسهم، حيث يتم من خلالها حصر المديونية بين أطراف العقد فى إتجاه واحد. وقد حرصت التشريعات المنظمة للأسواق المالية ومعاملاتها على التأكيد على أهميتها فى تسوية المدفوعات المتبادلة. وتلعب مقاصة الختام Close out netting تحديدًا دور بالغ الأهمية فى مجال عقود مشتقات الأسهم، لأنها تقلل من مخاطر الإئتمان، وتمكن المؤسسات المالية من تخفيض رأس المال التنظيمي المطلوب أو زيادته.

١١/ الملاحظ أن الضمانات المرتبطة بعقود المشتقات لا تقدم تغطية شاملة لكافة أنواع المخاطر، حيث تغطى فقط حوالي ٦٠% من مخاطر الإئتمان، وتبقى أكثر من ثلث المخاطر غير مغطاة. بينما المعدل العام لتعرض عقود المشتقات للخطر

مرتفع جداً مقارنة بما كان عليه الحال من قبل، الأمر الذي سيتسبب في ضيوبة إجراء المقاصة.

١٢/ أفنقر الحديث عن ضوابط حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم بالإهتمام الكافي، رغم ما يمثله هذا الأمر من خطورة، خاصة في ظل غياب إعتبرات الشفافية والنزاهة في ممارسات هذه المؤسسات. وقد تسبب هذا الأمر في كثير من الممارسات الخاطئة، خاصة في الأسواق غير الرسمية.

التوصيات

٩٨- وعلى صعيد آخر، خرجت هذه الدراسة بمجموعة من التوصيات، وذلك على النحو التالي:

١/ ضرورة وضع تشريع خاص لعقود مشتقات الأسهم، لا يهدف إلى إضفاء المشروعية عليها، بقدر ما يهدف إلى مراعاة تنظيم التعامل عليها والحد من مخاطرها، ويراعي طبيعتها القانونية المختلفة والمميزة عن الأوراق المالية.

٢/ توصى الدراسة بتعريف عقود مشتقات الأسهم بأنها عبارة عن إتفاقات مالية تشتمل قيمتها من قيمة سهم أو مجموعة من الأسهم وتنطوي على حق إختيار البيع أو الشراء المستقبلي، تتم بغرض التحوط ضد تقلبات أسعار هذه الأسهم في المستقبل. ويكون لتلك العقود مدة زمنية محددة، بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحريره.

٣/ وجوب وضع ضوابط رقابية ملزمة للمؤسسات المتعاملة في عقود مشتقات الأسهم، تضمن إلتزامها بالضمانات الشرعية والإقتصادية، لمنع التعامل في العقود التي تحمل شبهة القمار، مع توفير البدائل الشرعية السليمة.

٤/ يجب إنصراف ضوابط إبرام عقود مشتقات الأسهم في الأساس تجاه التأكد من أنها تتم بغرض التحوط ضد المخاطر، وليس المضاربة والمراهنة على فروق الأسعار، وذلك بإشترط التعامل عليها فقط من قبل التجار، وبخصوص تجارة قائمة، وأن تعقد العملية في سوق الأوراق المالية، وأن تتعلق بصكوك مدرجة في جداول أستعار هذا السوق.

٥/ يجب على التشريعات القانونية دعم كافة الوسائل القانونية والإتفاقية التي يعتمد عليها الأطراف لتأمين تنفيذ ما ألتزموا به بموجب إتفاق المشتقات الأساسي، لدورها القوي والمباشر في مواجهة حالات إمتناع أحد الأطراف عن التنفيذ، خاصة ترميط عقود مشتقات الأسهم لتسهيل تداولها، وفرض هامش مبدئي على كل من البائع والمشتري، لضمان تنفيذ كل طرف بما التزم به، ووضع حدود للتقلبات السعرية، تتناسب مع الهامش المبدئي، وفرض هامش صيانة لمواجهة تآكل الهامش المبدئي المقدم من أطراف التعامل، وإجراء تسوية يومية لمراكز المتعاملين لتمكين أي طرف من أطراف العقد من إقفال مركزه في أي وقت، إذا ما رأى ذلك محققاً لمصلحته (بتحقيق الربح أو بتجنب الخسارة).

٦/ توصي الدراسة بتبني فكرة التصحيح في عقود مشتقات الأسهم، لفائدتها في إستمرار العقد وتجنب إفلاس المدين، خاصة وأن عدم التنفيذ قد يعود لأسباب مؤقتة، يمكن أن يتغلب عليها المدين، ويواصل تنفيذ العقد.

٧/ يجب على التشريعات القانونية أن تلزم أطراف عقد مشتقات الأسهم بإعلام كل منهم الآخر بطبيعة الحدث الذي أثر على تنفيذه، وطبيعة الإلتزامات المتأثرة بإنهاء العقد، وضرورة التفاوض بحسن نية في حالة الإخلال بأحد شروط العقد، وذلك لإستبدال الشرط غير الصالح أو غير القابل للتنفيذ بشرط صالح وقابل للتنفيذ.

٨/ توصي الدراسة بضرورة تخصيص أجهزة ووحدات معلوماتية متخصصة في مجال مشتقات الأسهم لدى أسواق المال، تعمل على تقديم قوائم مالية متضمنة معلومات مؤسسة على تحليل محاسبي وإحصائي منضبط. وأن تعرض هذه القوائم بشفافية مطلقة.

٩/ ضرورة إيجاد آلية مناسبة لربط الأسواق المالية على نحو يسمح بتبادل المعلومات والإستشارات والخبرات. ويوصي بمراعاة إقامة نوع من العدالة بين المستفيدين من خدمات سوق الأوراق المالية في الوصول إلى المعلومات الخاصة بالمشتقات المالية. والقضاء على كافة أشكال المعاملة التمييزية لتجنب الإحتكار، وضمان إتمام التعامل في جو من المنافسة غير المشروعة.

١٠/ يجب الإفصاح بوضوح عن طبيعة المسؤوليات الناشئة عن الغش أو الخداع في البيانات الخاصة بعقود المشتقات لجميع أطرافها؛ سواء على صعيد المتعاقدين أم على صعيد هيئة سوق رأس المال والجهات الرقابية العاملة فيها. كما يجب إلزام مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثاني

الوسطاء الماليين (السماسرة) بكافة ضوابط الإفصاح والشفافية، بالنظر لدورهم المحوري في عقود المشتقات المالية.

١١/ يجب مراعاة الضوابط الشرعية المستمدة من أحكام شريعتنا السمحاء، وذلك من خلال نشر الثقافة التوعوية السليمة الكفيلة بإزالة الشبهات الشرعية المحيطة بمعاملات المشتقات المالية.

تم بحمد الله وتوفيقه

قائمة المراجع

أولاً/ المراجع العربية:

١/ المراجع الشرعية:

- ١- أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني اليماني، البيان في مذهب الإمام الشافعي، دار المنهاج - جدة، الأولى، المجلد ٥، ١٤٢١ هـ - ٢٠٠٠ م.
- ٢- أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني اليماني، البيان في مذهب الإمام الشافعي، دار المنهاج - جدة، المجلد ٥، ١٤٢١ هـ - ٢٠٠٠ م.
- ٣- أبو الوليد محمد بن أحمد بن محمد بن أحمد بن رشد القرطبي، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار الحديث - القاهرة، المجلد الثاني، ١٤٢٥ هـ - ٢٠٠٤ م.
- ٤- أبو بكر أحمد بن الحسين بن علي البيهقي، كتاب السنن الكبرى - كتاب البيوع - جماع ابواب السلم، (ط. العلمية)، تحقيق: محمد عبدالقادر عطا، دار الكتاب العلمية، ١٤٢٤-٢٠٠٣.
- ٥- أبو بكر محمد بن إبراهيم بن المنذر النيسابوري، الإجماع لابن المنذر، تحقيق فؤاد عبد المنعم أحمد، دار المسلم للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ١٤٢٥ هـ - ٢٠٠٤ م.
- ٦- أبو زكريا محيي الدين يحيى بن شرف النووي، المجموع شرح المهذب، دار الفكر، المجلد ٩، (بدون تاريخ نشر).
- ٧- أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد بن عبد البر بن عاصم النمري القرطبي، الاستذكار، تحقيق (سالم محمد عطا، محمد علي معوض)، دار الكتب العلمية - بيروت، المجلد ١٤٢١، ٦-٢٠٠٠.
- ٨- أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد بن عبد البر بن عاصم النمري القرطبي، الكافي في فقه أهل المدينة، مكتبة الرياض الحديثة، الرياض - المملكة العربية السعودية، الطبعة: الثانية، ١٤٠٠ هـ/ ١٩٨٠ م.

٩- أبو محمد بن عبد الوهاب بن علي بن نصر الثعلبي البغدادي المالكي، المعونة على مذهب عالم المدينة" الإمام مالك بن أنس"، تحقيق (حميش عبد الحق)، المكتبة التجارية - مكة المكرمة، المجلد ٢، (بدون تاريخ نشر).

١٠- أبو محمد موفق الدين عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة الجماعيلي المقدسي، المعني لابن قدامة، المجلد ٦، ١٣٨٨ هـ - ١٩٦٨ م.

١١- خالد عبد الرحمن ناصر المهنا، المشتقات المالية - دراسة فقهية، كرسي سايبك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم (٠٣) - (٢٣)، ١٤٣٤-٢٠١٣.

١٢- سعيد بن علي بن وهف القحطاني، الربا أضراره وأثاره في ضوء الكتاب والسنة، سلسلة مؤلفات سعيد بن علي بن وهف القحطاني (٦٠)، ١٤٣١ هـ.

١٣- سليمان بن الأشعث السجستاني الأزدي، سنن أبي داود - كتاب الأيجارة - باب في بيع الطعام قبل أن يستوفي، تحقيق: محمد محيي الدين عبد الحميد، المكتبة العصرية، صيدا - بيروت، رقم ٣٤٩٩.

١٤- شمس الدين أبو عبد الله محمد بن محمد بن عبد الرحمن الطرابلسي المغربي، مواهب الجليل في شرح مختصر خليل، دار الفكر، الطبعة الثالثة، المجلد ٦، ١٤١٢ هـ - ١٩٩٢ م.

١٥- الشيخ صالح عبد السميع الأبى الأزهرى، جواهر الإكليل، المكتبة الثقافية - بيروت، المجلد ٢، بدون تاريخ نشر.

١٦- الشيخ عبد الغنى النغمي الدمشقي، اللباب في شرح الكتاب، المكتبة العلمية بيروت - لبنان، (بدون تاريخ نشر).

١٧- عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، رمضان ١٤٢٠ هـ - ديسمبر ١٩٩٩ م، متاح على العنوان الإلكتروني التالي:

<http://www.kantakji.com/media/8510/n461.doc>

١٨- عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز "الاقتصاد الإسلامي"، م ٢٧ - ع ٢٠١٤ م / ١٤٣٥ هـ.

١٩- علي بن أبي بكر بن عبد الجليل الفرغاني المرغيناني، أبو الحسن برهان الدين، دار احياء التراث العربي - بيروت - لبنان، المجلد ٣، بدون تاريخ نشر.

٢٠- علي بن أبي بكر بن عبد الجليل الفرغاني المرغيناني، الهداية في شرح بداية المبتدي، حققه: طلال يوسف، دار احياء التراث العربي - بيروت - لبنان، المجلد ٣، (بدون تاريخ نشر).

٢١- علي بن أحمد بن سعيد بن حزم الأندلسي أبو محمد، المحلى بالآثار (ط. العلمية)، دار الكتب العلمية - بيروت، المجلد ٨، (بدون تاريخ نشر).

٢٢- مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار إشبيليا للنشر والتوزيع - الرياض، ١٤٢٥.

٢٣- محمد بن إدريس الشافعي القرشي المطلبي أبو عبد الله، الأم (ط. الوفاء)، حققه رفعت فوزي عبد المطلب، دار الوفاء، ١٤٢٢ - ٢٠٠١.

٢٤- محمد بن محمد المختار الشنقيطي، شرح زاد المستقنع، محاضرة رقم ٤١٧، محاضرات متاحة على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://shamela.ws/index.php/book/7696>

٢٥- هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، ٢٠١١.

٢/ الكتب والأبحاث المتخصصة:

١- د. إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، ص ٢، بحث منشور على شبكة الانترنت، متاح على الموقع

التالي: <http://conference.qfis.edu.qa/app/media/335>.

٢- د. حاج بن علي محمد، تمييز الالتزام بالإعلام عن الالتزام بالنصيحة لضمان الصفة الخطرة للشيء المبيع-دراسة مقارنة، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، ٢٠١١.

٣- د. سعيد سعد عبد السلام، الالتزام بالإفصاح في العقود، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ٢٠٠٠.

- ٤- د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات مصر، ١٤٢٦هـ-٢٠٠٥م.
- ٥- د. شروق حسين الماحي، سوق المشتقات المالية المفهوم والآليات والتحديات (مع التطبيق على السوق المصرية)، دار النهضة العربية - القاهرة، ٢٠١٦.
- ٦- د. علاء التميمي عبده، دور التحكيم في معالجة اختلال التوازن الاقتصادي لعقود الاستثمار، (بدون دار نشر)، (بدون تاريخ نشر)، ص ١٠٠.
- ٧- د. محمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية دراسة نظرية تطبيقية، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.kantakji.com/media/1412/919.doc>
- ٨- د. نبيلة إسماعيل رسلان، المسؤولية في مجال المعلوماتية والشبكات، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٧.
- ٩- د/ مفتاح صالح - أ / معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر - سكرة، عدد ٧/٢٠٠٩-٢٠١٠.

٣/المؤتمرات العلمية والدوريات العلمية:

- ١- أسامية شرفة، خطابات الضمان بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية - الجزائر أنموذجاً، مقالة متاحة على العنوان الإلكتروني التالي:
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>
- ٢- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، في الفترة من ٢٠ الى ٢١ أكتوبر ٢٠٠٩.
- ٣- خليل إبراهيم البواب، فرص الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت، المجموعة المالية المصرية لإدارة الأصول - هيرمس، مايو ٢٠١٠.
- ٤- د. حمدي محمد مصطفى حسن، تعويض المشروع الاستثماري الأجنبي المتضرر كأحد الضمانات القانونية في قوانين الاستثمار العربية واتفاقيات

الاستثمار بدولة الإمارات العربية المتحدة واتفاقية استثمار رؤوس الأموال العربية لسنة ١٩٨١، بحث مقدم للمؤتمر السنوي الثامن عشر (الاستثمار بين التشريعات الوطنية والاتفاقيات الدولية وأثرها في التنمية الاقتصادية في دولة الإمارات العربية المتحدة)، كلية القانون جامعة الإمارات العربية المتحدة، الفترة من ٢٨-٣٠ أبريل ٢٠٠٨.

٥- د. رائد نصري أبو مؤنس - أ. خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، (الجهات المنظمة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية - ومركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية - كلية الدراسات الإسلامية في قطر بجامعة حمد بن خليفة - الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي)، إسطنبول - تركيا، في الفترة ٩-١١ سبتمبر ٢٠١٣.

٦- د. صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والافصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الخامس عشر بعنوان " أسواق الأوراق المالية والبورصات"، كلية القانون - جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، من ٦-٨ مارس ٢٠٠٧.

٧- د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والافصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الخامس عشر بعنوان " أسواق الأوراق المالية والبورصات"، كلية القانون - جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، من ٦-٨ مارس ٢٠٠٧.

٨- د. عامر يوسف العتوم، أسباب الأزمة المالية العالمية رؤية إسلامية، بحث مقدم ضمن المؤتمر الرابع للبحث العلمي في الأردن، الأحد، ٨ نوفمبر/تشرين الثاني، ٢٠٠٩.

٩- د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المعاصرة - تحليل اقتصادي وشرعي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م ٢٠، ١٤٢٨-٢٠٠٧.

١٠- د. فواز صالح، الطبيعة القانونية للحق في الحبس، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٢٩، العدد الأول، ٢٠١٣.

- ١١- د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي بالإمارات العربية المتحدة، ٩ - ٢٠٠٥م. ١٤/٤/٢٠٠٥.
- ١٢- د. نصبه مسعودة، التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التحوطي لها بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، عدد نوفمبر - ٢٠١٦.
- ١٣- د. يوسف الشبيلي، مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة، دورة أقيمت في حفر الباطن لعام ١٤٢٦ هـ، ص ١٤. بحث متاح على الموقع الإلكتروني <http://www.shubily.com/books/tatbiqat.pdf>.
- ١٤- د. الحبيب خليفة أجبودة، القوة القاهرة بين القانون المدني الليبي وعقود FIDIC، المجلة الجامعة، كلية القانون جامعة طرابلس، العدد السادس عشر - المجلد الثاني - أبريل، ٢٠١٤.
- ١٥- فاطمة الزهراء طاهري، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية، أبحاث اقتصادية وإدارية، مجلة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد بن خضير، العدد الخامس، يونيو ٢٠٠٩.
- ١٦- مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع، جدة المملكة العربية السعودية، مجلة المجمع، قرار رقم ٦٣ (١/٧) بشأن الأسواق المالية، ٧-١٢ ذي القعدة ١٤١٢ الموافق ٩ - ١٤ مايو ١٩٩٢م.
- ١٧- المشتقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر ٢٠٠٩ - يناير ٢٠١٠.
- ١٨- المشتقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر ٢٠٠٩ - يناير ٢٠١٠.
- ١٩- مقالة بعنوان " المخاطر الحقيقية وراء المشتقات المالية"، منشورة بجريدة البوابة- أعمال، العدد: ٢ مايو ٢٠١٢.

١- إجراءات رهن الأوراق المالية فى سوق دبي المالي، متاح على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.dfm.ae/docs/default-source/Clearing-Settlements/lien-on-securities---arabic-1-.pdf?sfvrsn=0>

٢- تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها لدولة الإمارات العربية المتحدة لسنة ٢٠٠٤، الصادرة بالاستناد لأحكام المادة (٨٣/أ) من قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢. متاح على العنوان الإلكتروني التالي:

<https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/regulations.pdf>

٣- دليل حوكمة الشركات، بيت التمويل الكويتي، المحور السادس "الإفصاح والشفافية، يونيه ٢٠١٥، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

http://www.kfhi.com/pdf/Corporate_Governance.pdf

٤- فهرس المصطلحات المالية، سوق البحرين المالي، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf>

٥- المالي الإسلامي - المبادئ والممارسات، ترجمة كريسي سايك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، ١٤٣٥ هـ.

٦- المبادئ المتعلقة بالتجارة الدولية، ٢٠١٤، متاحة على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.unidroit.org/english/principles/contracts/principles2010/translations/blackletter2010-arabic.pdf>

٧- المشتقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر ٢٠٠٩ - يناير ٢٠١٠

٨- نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول Asset-Backed-Securities، تقرير صادر عن بورصتى القاهرة والإسكندرية، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

http://www.efham.net/Uploads/EfhamElborsa/ABS_ara_bic.pdf

٩- نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول Asset-Backed-Securities، تقرير صادر عن بورصتى القاهرة والإسكندرية، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

http://www.efham.net/Uploads/EfhamElborsa/ABS_ara_bic.pdf

١٠- النظام المالي الإسلامي – المبادئ والممارسات، ترجمة كرسى سابقك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، ١٤٣٥ هـ.

١١- راجع المعايير الشرعية لأبوفعلنا الموقع الإلكتروني التالي:

<http://aaoifi.com/standard/sha/>

٥/ الرسائل العلمية:

١- إيهاب محمد نور عبد الله، خطاب الضمان المصرفي فى ضوء الشريعة الإسلامية والقانون والقواعد الدولية، رسالة ماجستير، كلية القانون – جامعة جوبا، ٢٠٠٩.

٢- بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها فى إحداث الأزمة المالية العالمية دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٠، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير فى علوم التسيير (تخصص مالية الأسواق)، جامعة قاصدي مرباح ورقلة – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ٢٠١١-٢٠١٢.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق – جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الثانى

- ٣- د. أحمد باز متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، (دراسة مقارنة)، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق جامعة المنصورة، ٢٠١٢.
- ٤- د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٣.
- ٥- د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ٢٠٠٥-٢٠٠٦.
- ٦- سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة ٢٠٠٨ دراسة تحليلية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة منتوري قسنطينة - الجزائر.
- ٧- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة منتوري/ قسنطينة، الجزائر، ٢٠٠٦.
- ٨- طلال علي سليمان الشويكي، أثر الغش في إلتزام المصرف مصدر الخطاب الضمان، رسالة ماجستير - كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط، ٢٠١٥.

٦- الأحكام القضائية العربية:

- ١/ استئناف مختلط: ١٨٩٥/٢/٢٧ - ١٩٠١/٥/٩ - ١٩٠٨/٦/١٧.
- ٢/ نقض مدني، مجموعة المكتب الفني لمحكمة النقض، س ١٠، الجزء الثاني، ١٩٥٩/١١/٢.

ثانياً/ المراجع الأجنبية:

١/ الكتب والأبحاث المتخصصة:

- 1- A. F. T. Payne, The exchange traded options market, The Exchange Traded Options Market 21, JASSA/1979, No. 1 (March).
- 2- Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss?, the American university Law review, Vol. 43:1023, (No publication date).
- 3- Alastair Hudson, Close-out netting and taking security in financial market contracts, 1999
- 4- Alessandro Stanziani, Rules of Exchange: French Capitalism in Comparative Perspective, Eighteenth to Early Twentieth Centuries, Cambridge University Press, Rab. I 21, 1433 AH - Business & Economics.
- 5- Alex M. Brill & James K. Glassman, Who Should the Twenty Be? A New Membership System to Boost the Legitimacy of the G20 at a Critical Time for the Global Economy, NATIONAL TAXPAYERS UNION (June 14, 2012).
- 6- Antulion Bomfim, Understanding credit derivatives and related instruments, academic press advanced finance series, 2005.
- 7- Anupam Chander & Randall Costa, Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence, 10 CHI. J. INT'L L., 651-53 (2010).
- 8- Birmingham, Robert L., "Breach of Contract, Damage Measures, and Economic Efficiency". Articles by Maurer Faculty, Vol: 24, 1970.
- 9- BYRON F. EGAN, MERGERS AND ACQUISITIONS, ADVANCED BUSINESS LAW STRATEGIES COURSE, San Antonio, TX – (5919230v.1), October 21, 2010.

- 10- Charles E. Dropkin et al., United States in the Regulations Governing Derivatives: An International Guide, 19, INT'L FIN. L. REV., 1992,
- 11- Charles J. Goetz & Robert E. Scott, Liquidated Damages, Penalties and the Just Compensation Principle: Some Notes on an Enforcement Model and a Theory of Efficient Breach, 77 COLUM. L. REV. 1977.
- 12- Charles Qin and Jennifer Jiang, Letter of comfort or guarantee letter, Links Banking Bulletin, May 2008.
- 13- Christian O. Nagler, Derivatives Disclosure Requirements: Here We Go Again, Cornell Journal of Law and Public Policy, Volume 6, Issue 2 Winter 1997.
- 14- Christopher B. Philips - Francis M. Kinniry Jr., Determining the appropriate benchmark: A review of major market indexes, The Vanguard Group, Inc, October 2012.
- 15- Christopher L. Culp, OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act", Journal of Applied Finance – Issue 2, 2010.
- 16- Closing the Swap Shop, 1988-91, (6), follow the money, p190. Available at:
- 17- COLUM. Bus. L. Rev. 73, 77 (1994), p1; Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments, 25 SETON HALL L. Rev. 1 (1994).
- 18- Dan Awrey, The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Public-Private Divide, 11 EUR. BUS. ORG. L. REV. 2010.

- 19- Daniel P. Cunningham et al., an Introduction to OTC Derivatives, in SWAPS AND OTHER DERIVATIVES IN 1994.
- 20- David Mengle, ISDA Research Notes, The Importance of Close-Out Netting, Number 1, 2010.
- 21- David W. Barnes, the Anatomy of Contract Damages and Efficient Breach Theory, 6 S. CAL. INTERDISC. L.J. 397, 1998.
- 22- David W. Robertson, The Doctrine of Anticipatory Breach of Contract, 20 La. L. Rev. (1959).
- 23- Don M. Chance, Robert Brooks, an Introduction to Derivatives and Risk Management, 9th Edition, chapter 1, South-Western, Cengage Learning, 2013.
- 24- Edward R. Morrison & Joerg Rigel, Financial Contracts And The New Bankruptcy Code: Insulating Markets From Bankrupt Debtors And Bankruptcy, Judges, 13 AM. BANKR. INST. L. REV. (2005).
- 25- Eric A. Posner, Economic Analysis of Contract Law After Three Decades: Success or Failure?, 112 YALE L.J., (2002-2003).
- 26- Eric Wiklund, Asian Option pricing and volatility, (Without publishers) 2012.
- 27- Francis Collaço Moraes, Insolvency set-off: "The mutuality of assignment in subordination", Corporate Rescue and Insolvency, 5 CRI 187, 1 October 2014
- 28- Frank Partnoy & David A. Skeel, the Promise and Perils of Credit Derivatives, 75 U. CIN. L. REV., (2007).
- 29- Frank R. Edwards & Edward R. Morrison, Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?, 22 YALE J. ON REG. (2005).

- 30- Frank S. Shyn, Internationalization of the Commodities Market: Convergence of Regulatory Activity, American University International Law Review, Volume 9 | Issue 2 Article 6, 1994.
- 31- Friedrich E.F. Hey, A New Era of Financial Futures Trading in Germany: Sweeping Changes in the Legal and Business Environment, Northwestern Journal of International Law & Business, fall, Vol 10, Issue 2, 1989.
- 32- Garry J. Smith, Pools, Parlays, and Point Spreads: A Sociological Consideration of the Legalization of Sports Gambling, Sociology of Sport Journal, Volume: 7 Issue: 3, 1990, Pages: 271-286,.
- 33- Gary R. Evans, Chapter 10 - Futures Contracts, First edition 2010, this edition November 25, 2013.
- 34- Gyntelberg, J and C Mallo "Voluntary terminations of credit default swap contracts", BIS Quarterly Review, December, (2008).
- 35- HERVÉ LE GUEN, LE « NETTING » et la protection legale des systemes de reglements intermancaires, bulletin de la banque de france – 3e trimestre– Supplément « Études », 1994.
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
- 36- Jacques de Larosière, The High-level Group on Financial Supervision, (2009), available at :
http://www.duncancampbellsmith.com/pdf/ftm_chapter_6.pdf
- 37- James C. DuPont, Comment, A Second Chance at Legal Certainty: AIG Collapse Provides Impetus to

- Regulate Credit Default Swaps, 61 ADMIN. L. REV,(2009).
- 38- James Steven Rogers, restitution for wrongs and the restatement (third) of the law of restitution and unjust enrichment, wake forest law review, vol 42, 2007.
- 39- Jean Helwege – (and others), Federal Reserve Bank of New York - Staff Reports, Credit Default Swap Auctions, Staff Report no. 372, May 2009.
- 40- Jean-Luc Bailly, Collectif, Économie monétaire et financière, Editions Bréal, Raj. 7, AH - Finance - 383, 1427.
- 41- Jefferson C. Glassie, summery of legal aspects of Mergers, Consolidations, and transfers of assets, association law& policy, a publications of the legal section of ASAE – the center of association leadership, March 2008.
- 42- Jerry Brito, and others, Bitcoin financial regulation: securities, derivatives, prediction markets, and gambling, the Columbia science & Technology law review, vol. xvi-stlr. Org, FALL 2014.
- 43- Jessica Holzer, SEC Proposes New Swaps Rules, WALL ST. J., June 30, 2011.
- 44- John Andrew Lindholm, Financial Innovation and Derivatives Regulation - inimizing Swap Credit Risk under Title V of the Futures Trading Practices Act of 1992, 1994.Colum. Bus. L. Rev. 73
- 45- John B. caouette et al, managing credit risk: the great challenge for global financial markets, 2d ed. 2008.

- 46- John C. Hull, Options, Futures, and other derivatives, eighth edition, Earson Education, Inc., publishing as Prentice Hall, 2012.
- 47- John Greenwald, the Devil's in the Derivatives; Exotic Securities Spread Financial Wreckage across the Country in the Wake of Interest-Rate Hikes, TIME, Oct. 10, 1994.
- 48- Joseph A. Schumpeter, Business cycles, A theoretical, historical and statical analysis of capitalist process, New York, McGraw-Hill Book Company, Inc, 1939.
- 49- Julian Velasco, the Fundamental Rights of the Shareholder, University of California, Davis Vol. 40:407, 2006.
- 50- Luisa Carrilho da Graça, Portuguese Supreme Court rules against the characterisation of speculative interest rate swap agreements as illegal gambling, Analysis GA&P, | March 2015.
- 51- M. Jean-Claude TRICHET, Lettre introductive au rapport annuel de la banque de France adressee a monsieur le president de la republique, a monsieur le president du senat, a monsieur le president de l assemble nationale, Exercice 1995.
- 52- Marc A. Horwitz, Swaps Ahoy! Should Regulators Voyage Into Unknown Waters? , Indiana Journal of Global Legal Studies, Volume 1 | Issue 2 Article 11, spring 1994.
- 53- MARINA UHER, and others, Merger of commercial companies in the conditions of the financial crisis, Anale. Seria Științe Economice. Timișoara, Issue No: XVIII, Page Range: 417-420, 2012.

- 54- Mariola Lemonnier, La definition des instruments financiers - le probleme pratique et theorique: cas de la Pologne et la France, *Studia Prawnoustrojowe* nr 26, 127-144, 2014.
- 55- Mark J. Roe, Clearinghouse Overconfidence, 101 *CALIF. L. REV.* 1641, 2013.
- 56- Mark W. H. Hsiao, An Analysis of the Legal Infrastructure of Chinese Financial Derivatives Trading and Securitisation: From an English Legal Comparative Perspective, *The Company Lawyer*, Vol. 28, No. 10, 2007.
- 57- Michael H. Moskow, Public Policy and Central Counterparty Clearing, 30 *ECON. PERSPS*, no. 4, 2006.
- 58- Mohammad Mahdi Hajianland- Mohammad Issaei Tafreshi, Gambling and Futures Contracts; Comparative Study between English and Islamic Law, *JEL Codes: G18, G17 and K12*.
- 59- Mourant Ozannees, An introduction to the law of trusts in Jersey, November, 2005, available at: mourantozannes.com
- 60- NEIL A. STEVENS, A Mortgage Futures Market: Its Development, Uses, Benefits, and costs, *FEDERAL RESERVE BANK or ST. LOUIS APRIL* 1976.
- 61- Nikkei Stock Average Index Guidebook, December 30, 2011 version, GB-101-E-20111230.
- 62- Olaf De Senerpont Domis, D'Amato: No Need for Derivatives Legislation *AM. BANKER*, Jan. 6, 1995.
- 63- Ole Böger, Close-out Netting Provisions in Private International Law and International Insolvency Law (Part II), 18 *UNIF. L. REV.* 2013.232-261.

- 64- Paul H. Kupiec, Margin Requirements, Volatility, and Market Integrity: What have we learned since the Crash?, April 1997, available at: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1997/199722/199722pap.pdf>
- 65- Philippe Jorion and Robert Roper, Big Bets Gone Bad: Derivatives and Bankruptcy in Orange County, San Diego Academic Press (1995).
- 66- Randall Dodd, the Structure of OTC Derivatives Markets, the Financier • VOL. 9, NOS. 1-4, 2002.
- 67- Rhett Campbell, Financial Markets Contracts and BAPCPA, 79 AM. BANKR. L.J.697, (2005)
- 68- Richard A. Lord, Williston on Contracts, 4th, Lawyers Cooperative Publishing, 2001.
- 69- Richard Squire, clearing houses and the Rapid resolution of bankrupt financial firms, Forthcoming, Cornell Law Review, March 19, 2013.
- 70- Richard W. Stevenson, Markets Shaken As British Bank Takes Big Loss, N.Y. TIMES, Feb. 27, 1995.
- 71- Robert E. Whaley, Derivatives: Markets, Valuation, Risk Management, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2006.
- 72- Robert F. Schwartz, Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation, 12 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 167, 2007.
- 73- Robert Fauver, The View from Washington, in analysis: the G20 leaders summit on financial markets and the world economy ,John Kirton ed., 2008.

- 74- Robert J. Schwartz- Clifford W. Smith, Derivatives Handbook: Risk Management and Control, Sons, Muh. 16, 1418 AH - Business & Economics, 1997.
- 75- Robert O. Keohane, after hegemony: Cooperation and discord in the world political economy, 1984.pp320.
- 76- Robert R. Bliss & Robert S. Steigerwald, Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counterparties and Alternative Structures, FED. RES. BANK CHI. ECON. PERSP, 2006.
- 77- Robert W. Kolb James A. Overdahl, Financial derivatives, Third edition, John Wiley & Sons, Inc., 2003.pp336.
- 78- Schuyler K. Henderson, Henderson on derivatives, 2d ed, 2010.
- 79- Schuyler K. Henderson, Unintended Consequences of Misconceived Reforms, Part II, 28 Butterworths J. Int'l Bank & Fin. L. 439, (2013).
- 80- Sherin Kunhibava, DERIVATIVES IN ISLAMIC FINANCE, ISRA, Researcher paper No 7/2010.
- 81- Stephen J. Lubben, Derivatives and bankruptcy: The flawed case for special treatment, u. of Pennsylvania journal of business law, Vol. 12:1.
- 82- Steven Shavell, Is Breach of Contract Immoral?, 56 EMORY Law. Journal, 2006.
- 83- Thomas Berger, Allen & Overy, European Finance Litigation Review, November 2015, p18, available at: www.allenoverly.com.
- 84- Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable

alternative to congressional action?, Fordham International Law Journal, Volume 18, Issue 4, 1994, Article 12.

85- Timothy E. Lynch, Derivatives: A Twenty-First Century Understanding, 43 Loy. U. Chi. L. J. 1 (2011).

86- Tom Grace, the Termination of Contracts for Breach, Fenwick Elliott Grace – October 2010.

87- WILLIAM S. DODGE, THE CASE FOR PUNITIVE DAMAGES IN CONTRACTS, Duke Law Journal, VOLUME 48 FEBRUARY 1999 NUMBER 4.

٢/ التشریحات والتوجیہات:

1- 11 U.S.C. § 365(g). Executory contracts and unexpired leases.

2- Basics: Common Law Definitions and Formats of Gambling and Quasigambling Games, CHAPTER 2, INTERNET GAMING LAW, . p28.available at:http://www.liebertpub.com/media/content/IGL_02_p11-52.pdf

3- Board of governors of the Federal Reserve System, the Federal Reserve System, available at: <http://www.federalreserve.gov/>

4- Chapter 2: Gambling Concepts and Nomenclature, p1, available at:<http://govinfo.library.unt.edu/ngisc/reports/pathch2.pdf>.

5- CHAPTER 3, market makers in stock index futures and stock index options contracts, Trading procedures for stock index futures and stock index options traded on the automated trading system of the exchange (“HKATS”).

- 6- Clearing Conditions for Eurex Clearing AG – Eurex 04 , as of 18. -- 01. 2016, available at: https://www.eurexclearing.com/blob/2388320/25fcb74450b9dc573dcb6e44bf7fc93d/data/k01-chapter01_ab_2016_02_08.pdf
- 7- Code monétaire et financier - Edition : 2015-10-18.
- 8- Commodity and Securities Exchanges, Title 17- PART 30—FOREIGN FUTURES AND FOREIGN OPTIONS TRANSACTIONS, §30.1 Definitions (a).
- 9- Commodity Futures Modernization Act of 2000 (Introduced in House – IH.
- 10- Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, Risk Management of Financial Derivatives, Comptroller's Handbook Narrative - January 1997, Procedures - February 1998.
- 11- Congressional Record, proceedings and debates of the 114 th CONGRESS, FIRST SESSION, Vol. 161 washington, Thursday, December 31, 2015, No. 186, available at: <https://www.congress.gov/crec/2015/12/31/CREC-2015-12-31.pdf>
- 12- CORPORATIONS ACT 2001 - SECT 72, available at: http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/repealed_act/cl184/s72.html
- 13- Derivatives Supervision Act H.R.3748 -1994.
- 14- Directive 98/26/EC of the European parliament and of the council of 19 May 1998, (settlement finality in payment and securities settlement systems).
- 15- Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Prepared by the

Statistics Department International Monetary Fund, Washington, D.C., October 21–23, 1998.

- 16- Financial Services and Markets Act 2000, Chapter 8, available at :
- 17- Forward contract (regulation), (intermediaries), draft rules, 2014, chapter –III, (chapter –I preliminary).
- 18- Futures Trading Act (Republic of Korea), By Ministry of Legislation, This Act was enacted on December 29, 1995, as Act No. 5041.
- 19- Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), p 28, available at: <https://math.illinoisstate.edu/krzysio/MAT483/Derivatives-PracticesPrinciples.pdf>
<http://store.iccwbo.org/t/ICC%20Force%20Majeure%20Hardship%20Clause>
- 20- ICC Force Majeure Clause 2003 - ICC Hardship Clause 2003, available at:
- 21- ICC UNIFORM RULES FOR CONTRACT BONDS, issued as ICC publication No. 524, adopted by the ICC Executive Board on 23 April 1993, come into effect on 1 January 1994.
- 22- International Monetary Fund, Financial Derivatives, available at: <http://www.imf.org/external/np/sta/fd/>
- 23- JUSD0130068C, Code monétaire et financier – Euro, Bulletin officiel du ministere de de la justice n° 82 (1er avril - 30 juin 2001).
- 24- Law no. 85-98 of 25 January 1985 (Insolvency Law) and Law no. 85-99 of 25 January 1985 (Insolvency Practitioners Law).

- 25- Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.
- 26- Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières - Article 52.
- 27- Margin/Loan Trading Regulations, Tokyo Stock Exchange, Inc, (as of March 16, 2015).
- 28- National securities clearing corporation, rules & procedures, effective October 27, 2016.
- 29- Office of the comptroller of the currency, Risk management of financial derivatives, banking circular No. 277 (1993).
- 30- Ordinance on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading (Financial Market Infrastructure Ordinance, FMIO) of 25 November 2015 (Status as of 1 January 2016).
- 31- OTC Derivatives Oversight Statement of the Securities and Exchange Commission, the Commodity Futures Trading Commission and the Securities and Investments Board, available at:http://www.cftc.gov/International/InternationalInitiatives/oia_otcderivst
- 32- Présentation des dispositions de l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 relatif à la partie législative du code monétaire et financier CRIM 2001-08 G3/22-05-2001 NOR.
- 33- Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR) – 04.07.2012.

- 34- Regulation of short selling, International organizational organization of securities commissions, Final Report, June 2009.
- 35- Richard W. Jennings et al., Securities regulation: Cases & Materials 7th ed. 11-16 (1992).
- 36- Securities exchange act 1934, as amended through P.L. 112-158, approved august 10, 2012, Sec (3). 4.A, available at:<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>
- 37- Steven Brostoff, Markey Bill Would Regulate Derivatives Dealers, National UNDERWRITER, and July 25, 1994.
- 38- Termination of status as insured depository institution, 12 U.S. Code § 1818, available at: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/1818>
- 39- U.S. Code, Title: 11, chapter 1 § 101 – Definitions. www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga_20000008_en.pdf

٣/ التقارير:

- 1- AEX INDEX FUTURE, available at: <https://derivatives.euronext.com/en/products/index-futures/FTI-DAMS>.
- 2- BALANCE OF PAYMENTS MANUAL, INTERNATIONAL MONETARY FUND, p92, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf>

- 3- Congressional Record, proceedings and debates of the 114 th CONGRESS, FIRST Session, Vol. 161 Washington, Thursdy, December 31, 2015, No. 186.
- 4- Contracts for Difference (CFDs), Investec, wealth & investment, p1, available at:https://www.investec.co.za/content/dam/investec/investec.co.za/documents/IWIN-sa/Fact-Sheets/wi_cfd.pdf
- 5- Derivatives – possible implications April 2016, Brexit – legal consequences for commercial parties, Allen & Overy LLP 2016, available:
- 6- EVAN TURNER, The Black-Scholes Model and extensions, August 22 – 2010.
- 7- Financial instruments and legal frameworks of derivatives markets in EU agriculture: current state of play and future perspectives, directorate-general for internal policies policy department B: structural and cohesion policies and agriculture and rural development, 2014.
- 8- G20, G20 leaders statement: the Pittsburgh summit (2009), available at:<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>
- 9- G20, LONDON SUMMIT-LEADERS' STATEMENT (2009), available at:https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf.
- 10- GAO, report to congressional requesters, Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System GGD-94-133: Published: May 18, 1994. Publicly Released: May 18, 1994.

- 11- Hedges of a Net Investment in a Foreign Operation, Hong Kong Institute of Certified Public Accountants, 2014, p4. Available at:[http://app1.hkicpa.org.hk/ebook/HKSA_Members_Handbook_Master/volumeII/hk\(ifric\)-int%2016.pdf](http://app1.hkicpa.org.hk/ebook/HKSA_Members_Handbook_Master/volumeII/hk(ifric)-int%2016.pdf)
http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Derivatives_Brexit_Bulletin.pdf
- 12- International finance corporation (IFC), World Bank group, Corporate Governance, available at:http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG
- 13- International Swaps and Derivatives Association, Inc., COLLATERAL LAW REFORM GROUP (FRANCE), COUNTRY REPORT, Supplement to Collateral Arrangements in the European Financial Markets: The Need for National Law Reform, March 2000,(10).
- 14- NYSE Composite Index Methodology Guide, NYSEINDEXES.COM, available at:https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/indices/nyse_composite_index_methodology.pdf
- 15- OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities - Second Quarter 2009, available at:<http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq115.pdf>.
- 16- Prudential supervision in Hong Kong , Hong Kong Monetary Authority April 2002, p1.3 available at : [ww.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/.../pshk.pdf](http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/.../pshk.pdf)

- 17- Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities, Office of the Comptroller of the Currency Washington, D.C., First Quarter 2016.
- 18- Regulation Impact Statement: Over-the-counter contracts for difference: Improving disclosure for retail investors, Australian Securities and Investments Commission (ASIC), August 2011.
- 19- what is a Trust? What role do Trusts play in succession law?, Beatrice Puoti-ffiske Partner, Burges Salmon LLP, 20 June 2011.

٤/ الأحكام القضائية الأجنبية:

- 1- Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co., 198 U.S. 236 (1905).
- 2- U.S. Supreme Court, Coopers & Lybrand v. Livesay, 437 U.S. 463 (1978); No. 76-1836, Argued March 22, 1978, Decided June 21, 1978, 437 U.S. 463.
- 3- Hurley v. Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co., 213 U.S. 126, 134-35 (1909).
- 4- Hutson v. E. I. du Pont de Nemours and Company, Ohio Southern District Court, Columbus Office, 2:2015cv01586, April 30, 2015.
- 5- MATTER OF TRIANGLE LABORATORIES, INC, United States Court of Appeals, Third Circuit. 663 F.2d 463 (3d Cir. 1981).
- 6- Oliver Wendell Holmes, Jr., the Path of the Law, 10 HARV. L. REV., 1897.
- 7- Hazell v Hammersmith and Fulham LBC, House of Lords, 24 January 1991.

- 8- *Streeter V. Eldridge*, 311 Mass. 180, 40 N.E.2d 254, 255; 11 U.S.C. § 365(d) (2).
- 9- *Hurley v. Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co.*, 213 U.S. 126, 134-35 (1909).
- 10- MATTER OF TRIANGLE LABORATORIES, INC, United States Court of Appeals, Third Circuit. 663 F.2d 463 (3d Cir. 1981).
- 11- *Hawkins v. McGee*, 146 A. 641, 643 (N.H. 1929).
- 12- MATTER OF NY AGENCY, 223 A.D.2d 184 (1996), 645 N.Y.S.2d 779, Appellate Division of the Supreme Court of the State of New York, First Department. July 18, 1996.
- 13- Camden R. Webb, Note, *Salomon Forex, Inc. v. Tauber - The "Sophisticated Trader"* 19 N.C.J. INT'L L. & CoM. REG. 579 (1994).
- 14- *Irwin v. Williar*, U.S. Supreme Court, 110 U.S. 499 (1884), Argued October 17-18, 1883.
- 15- The judgment of the Portuguese Supreme Court of 11 February 2015 (Case no. 309/11).
- 16- Portuguese Supreme Court rules against the characterisation of speculative interest rate swap agreements as illegal gambling Judgment of the Supreme Court of 11 February 2015 (case no. 309/11).
- 17- Portugal Supreme Court rules termination Of Interest Rate Swap Agreement based on change in circumstances due to the drop in interest rates in the financial crisis, the ruling of the Supreme Court of Justice, dated 10 October 2013.
- 18- Andrew V. Petersen, Partner and Duncan Batty, K Derivatives, K/2 Practical Lending. R.33: October 2008.

٥/ نماذج لعقود المشتقات:

1- Master Agreement for Financial Derivatives Transactions, available at:
<https://bankenverband.de/media/contracts/RV-DRV-engl.pdf>

2- MASTER AGREEMENT FOR FINANCIAL TRANSACTIONS
GENERAL PROVISIONS Edition January 2001, available at:
<http://www.ebf-fbe.eu/uploads/documents/EMA/general%20prov/ema2-2004-02642-01-E.pdf>

3- ISDA, International Swap Dealers Association, Inc., MASTER AGREEMENT, dated as of September 26, 2007, available at:
<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1107694/000119312508091225/dex1032.htm>

4- Master Agreement for Foreign Exchange and Derivative Transactions, National Australia Bank Limited, 3 FXDMA, 22 Aug 2011.

5- ISDA ILLEGALITY/FORCE MAJEURE PROTOCOL, International Swaps and Derivatives Association, Inc. by the International Swaps and Derivatives Association, Inc. published on 11 July 2012.

6- ISDA, International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA MASTER AGREEMENT, OCTOBER 2001.

7- Collateral Agreement and Receipt, RLI Insurance Company, available at:
<https://www.rlicorp.com/sites/default/files/pdf/psg/collateral-agreement.pdf>

8- Collateral Use for OTC Derivatives, International Swaps and Derivatives Association October 2009, available

at:http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Collateral-Use-for-OTC-Derivs.pdf.

9- ISDA Margin Survey 2009, available at :

http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2009.pdf

10- Sample Letter of Comfort, Annex 1, Clause (1), available at:

<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/banking-stability/guide-authorization/Annex-1.pdf>

11- Foreign Currency Forward Master Contract, TEMPUS, corporate foreign Exchange solutions, (7.1).

٦/أهم المواقع الالكترونية:

1- U.S. Securities and Exchange Commission, available at:

<http://www.sec.gov/>

2- U.S commodity Futures trading commission, available at:

<http://www.cftc.gov/LawRegulation/CommodityExchangeAct/index.htm>

3-Security and futures commission, available at:

<http://www.sfc.hk/web/EN/index.html>

4- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), available at :

<http://www.iasplus.com/en/resources/global-organisations/iosco>

5- ISDA, International Swaps and Derivatives Association,

available

at:

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065696/000119312511118050/dex101.htm>