

الجوانب القانونية للبيع على المكشوف

إعداد

د / محمد عبد المقصود محمد غانم

مدرس القانون التجاري والبحري

كلية الحقوق - جامعة دمياط

مقدمة

أولاً: موضوع البحث:

أصبح من النادر في يومنا الحالي، أن تظل الأوراق المالية معطلة في أسواق رأس المال؛ حيث إن لم يتم شراؤها وبيعها في معاملات السوق المباشرة، فغالبًا ما يتم إقراضها للأطراف الراغبة في ذلك، أو استخدامها كضمان للحصول على تمويل قصير الأجل. وتتضمن تلك المعاملات اتفاقيات إعادة الشراء وإقراض الأوراق المالية. وقد أصبح إقراض الأوراق المالية جزءًا أساسيًا من نشاط سوق الأوراق المالية في السنوات الأخيرة، لدرجة أن الحجم اليومي لمعاملات الأوراق المالية لأغراض التمويل يتجاوز بشكل كبير حجم معاملات البيع والشراء المباشر.

ويلعب إقراض الأوراق المالية دوراً كبيراً في تعزيز السيولة في السوق وتوفير الاستقرار لنظم تسوية الأوراق المالية. وقد تطورت سوقاً نشطة لإقراض الأوراق المالية أساساً لتلبية احتياجات متنامية، وهي: أولاً: تجنب فشل التسوية، وذلك في عمليات البيع التي يعجز المقترض - وهو هنا البائع - عن تسليم الأوراق المالية المباعة إلى المشتري. وثانياً: استيعاب نشاط البيع على المكشوف؛ حيث المضاربة على أسعار تلك الأوراق المالية المقترضة في المستقبل، ومن ثم يقترضها بسعرها الحالي ويبيعها ثم يقوم بإعادة شرائها في وقت لاحق بسعر منخفض.

وعلاوة على ما سبق، فإن إقراض الأوراق المالية كان مدفوعاً بأشكال أكثر تطوراً من استراتيجيات التداول، التي كثيراً ما تنطوي على مشتقات، والتي تتطلب الأسهم المقترضة. فعلى سبيل المثال، بدأ المتداولون في خيارات الأسهم، والعقود

الآجلة، وعقود المبادلات، والسندات القابلة للتحويل بالبيع على المكشوف، وذلك إما للتحوط من مراكزهم أو استغلال فرص المراجعة.

ثانياً: أهمية البحث:

تناولت العديد من الدراسات الأكاديمية موضوع البيع على المكشوف من وقت بعيد وإلى يومنا الحالي، إلا أن معظم هذه الدراسات تركز على جانبه الاقتصادي، والآثار المترتبة على العمل بهذا النظام. ونظراً لندرة الدراسات – على حد علم الباحث- التي تناولت هذا الموضوع من جانبه القانوني، فقد أثرنا أن نخصص هذا البحث لتناول الجوانب القانونية لهذا الموضوع المهم.

ومن ثم، تتجسد أهمية هذا البحث في أنه يتناول أحد الآليات المستحدثة على سوق الأوراق المالية المصري، ومدى ملاءمة القواعد القانونية الحالية لتنظيم مزاولة هذا النشاط، ومدى استيعابها للتطورات في مختلف الأسواق العالمية التي تتبنى مثل هذا النظام. وذلك وصولاً إلى تحقيق التوازن بين تحقيق أكبر قدر ممكن من الفوائد المحتملة للبيع على المكشوف، مع تقليل المخاطر المحتملة المرتبطة به.

ثالثاً: مشكلة البحث

يُعتبر إقراض الأوراق المالية جزءاً لا يتجزأ من معظم أسواق الأوراق المالية النشطة، على الصعيدين المحلي والدولي. فنشاط إقراض الأوراق المالية يعمل على توفير وسيلة للمشاركين في السوق لاقتراض الأوراق المالية على أساس مؤقت- عادةً مقابل النقد أو الضمانات الأخرى- بما يقلل من احتمالية التسويات الفاشلة، بالإضافة إلى تسهيل استراتيجيات الاستثمار والتداول التي لن تكون ممكنة بدون وجود إمدادات سائلة من الأوراق المالية المتاحة للاقتراض.

وعلى الرغم من الآثار الإيجابية المترتبة على إتاحة نظام البيع على المكشوف في أي سوق، إلا أنه قد تحدث العديد من المساوئ نتيجة التعامل بهذا النظام. ونتيجة لذلك، فقد تلجأ بعض الدول إلى منع التعامل بتلك الآلية في أسواقها، وقد تلجأ دول أخرى إلى تقييد هذه الآلية، وقد يعزف بعض المشاركين في سوق ما عن التعامل بتلك الآلية على الرغم من إقرار التعامل به.

ومن ثم، يثور التساؤل حول مدى اعتبار نشاط البيع على المكشوف نشاطاً ضاراً في حد ذاته يجب حظره قانوناً، أم أن المشكلة تكمن في إساءة استخدام ذلك النشاط وليس فيه في حد ذاته؛ بحث تبدو الحاجة إلى قواعد قانونية صارمة لتنظيمه وليس حظره. وبعبارة أخرى، هل يجب دعم نشاط البيع على المكشوف من خلال إطار قانوني مناسب وفعال، أم يجب حظره؟

رابعاً: نطاق البحث:

لا يُمارس نشاط البيع على المكشوف في سوق رأس المال فقط، بل في غيره من الأسواق الأخرى كأسواق العملات، كما أنه لا يقتصر على السوق الحاضر أو العاجل دون السوق الآجل من سوق رأس المال، بل إنه يُمارس في كلا السوقين. إلا أننا سنقتصر نطاق الدراسة في هذا البحث على البيع على المكشوف في السوق المنظم من سوق التداول، والذي بدوره ينحدر من السوق الحاضر من سوق رأس المال، وبعبارة أخرى سنتناول نشاط البيع على المكشوف في إطار نطاق مكاني محدد وهو بورصة الأوراق المالية فقط.

خامساً: منهجية البحث:

اتبع الباحث في هذه الدراسة المنهج التحليلي التأصيلي؛ حيث تم تحليل النصوص القانونية المنظمة للبيع على المكشوف واستقراء ما فيها من أحكام، وكذلك

تحديد الطبيعة القانونية للعقد الذي تتم من خلاله هذه العمليات بالرجوع إلى القواعد العامة الواردة في كلٍ من القانونين المدني والتجاري.

كما استُخدم أيضًا المنهج المقارن؛ حيث تمت المقارنة بين الأحكام الواردة في العديد من القوانين الوطنية بهذا الشأن كالقانون الأمريكي وتشريعات دول الاتحاد الأوروبي والتي استقت أحكامها من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٠١٢/٢٣٦ بشأن البيع على المكشوف وبعض الجوانب الخاصة بعقود مبادلات مخاطر الائتمان^(١). وذلك بهدف الوقوف والاستفادة مما وصلت إليه تلك التشريعات من حلول لإضفاء أكبر قدر من التنظيم على هذا النشاط المهم من أنشطة بورصات الأوراق المالية، ومن ثم معالجة الخلل- إن وجد- وسد النقص الوارد بالقواعد المنظمة لهذا النشاط في قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(٢).

سادسًا: خطة البحث:

تم تقسيم خطة البحث في هذا الموضوع إلى فصلين، وذلك على النحو التالي:

الفصل الأول: ماهية نظام البيع على المكشوف.

الفصل الثاني: النظام القانوني لتنفيذ عمليات البيع على المكشوف.

(1) Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, was published in the Official Journal of the European Union(O.J), L86/1, on 24 March 2012.

(٢) منشور في الجريدة الرسمية، العدد ٢٥ مكرر بتاريخ: ١٩٩٢/٦/٢٢.

الفصل الأول

ماهية نظام البيع على المكشوف

تمهيد وتقسيم:

إذا كان الأصل أن يتم اقتراض الأوراق المالية لضمان الوفاء بالالتزامات الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية. إلا أنه مع ذلك، يمكن اقتراض الأوراق المالية بغرض المضاربة في تلك الأوراق المالية. فيعمد المستثمر إلى اقتراض الأوراق المالية وبيعها كآلية من آليات التداول تُعرف باسم " البيع على المكشوف".

وإذا كان الطبيعي أن يقوم المستثمر أولاً بشراء الأوراق المالية انتظاراً لارتفاع قيمتها، ومن ثم بيعها تحقيقاً للربح المتمثل في الفارق بين سعري الشراء والبيع. فإن الوضع في البيع على المكشوف عكس ذلك؛ حيث يقوم المستثمر بالبيع أولاً ثم إعادة الشراء عند انخفاض الأسعار.

وسوف نقسم هذا الفصل إلى مبحثين، نتناول في المبحث الأول ماهية البيع على المكشوف، بينما نخصص المبحث الثاني منه لبيان النظام القانوني لتنفيذ عمليات البيع على المكشوف.

المبحث الأول

ماهية البيع على المكشوف

تمهيد وتقسيم:

على الرغم من أن البيع على المكشوف كان مثار جدل وخلاف منذ نشأته وحتى يومنا هذا. إلا أنه يُعد واحدًا من أكثر الآليات استخدامًا في الأسواق بصفة عامة، وأسواق الأوراق المالية - المتقدمة والناشئة على حدٍ سواء - بصفة خاصة. كما أن العديد من المستثمرين لا يزال لديهم فكرة غامضة عن كيفية عمل تلك الآلية من آليات التداول. وربما يكون السبب الرئيسي هو أنه يبدو من غير المنطقي تحقيق أرباح عندما تنخفض قيمة الأسهم. إلا أن ذلك ممكن بالفعل؛ لأن البيع على المكشوف يعكس عملية شراء المستثمرين للأسهم، وهذا يعني أنك تبيع السهم أولاً ثم تشتري لاحقًا بسعر أقل - على فرض انخفاض الأسعار - محققًا الربح المتمثل في الفارق بين سعري البيع والشراء^(١).

(1) Moffett,(C.M.), Three essays on naked shorting, PhD thesis , University of Alabama, 2008, p.11. Available at: <https://0811jmze8-1105-y-https-search-proquest-com.mplbci.ekb.eg/>

ويُرجع غالبية الفقهاء^(١) تاريخ البيع على المكشوف إلى أواخر القرن السادس عشر حيث نشأة بورصات الأوراق المالية في أوروبا، وبالتحديد في بورصة أمستردام؛ حيث تُعد أول بورصة عرفت هذا النوع من المعاملات. وكانت في ذلك الوقت واحدة من أكثر البورصات نشاطاً، كما شهدت سوقاً صاعداً ضخماً. وكانت شركة الهند الشرقية الهولندية إحدى الشركات الكبرى في ذلك السوق، والتي تزداد أسعار أسهمها بشكل كبير، وكان هناك تاجر هولندي يُدعى Isaac le Maire^(٢) مساهماً بنسبة كبيرة في رأس مال الشركة المذكورة. وقد توقع هذا التاجر أن هذه الشركة سوف تُمنى بخسائر فادحة وأنها على وشك الانهيار. فعمد إلى إنشاء شركة أخرى مع ثمانية من رجال الأعمال الهولنديين في ١٠ فبراير عام ١٦٠٩ وأطلقوا عليها اسم " Groote Company"، وقام هو وشركاؤه ببيع جميع أسهمهم في شركة الهند الشرقية، بل

(١) لمزيد من التفصيل، راجع:

Arturo,(B.), Goetzmann,(W.N.) and Ning,(Z.), Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World, *Journal of Finance*, Vol.62, No.3, 2007,pp. 1029-1031. Available at : <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2007.01230.x> & Angel,(J.J.) and McCabe,(D.M.), "The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling", *Journal of Business Ethics*, Vol. 85, Supplement 1: 14th Annual Vincentian International Conference on Justice for the Poor: A Global Business Ethics (2009), p. 239. Available at: <http://www.jstor.org/stable/40294836> & Taulli,(T.), "All About Short Selling", McGraw-Hill Education, New York, 2011, p. 6.

(2) See: Van Dillen,)J.G.(, POITRAS,(G.), and Majithia,(A.), "Isaac Le Maire and the early trading in Dutch East India company shares", *Pioneers of Financial Economics*, vol. 1, 2006, pp.45-63. available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.693.6373&rep=rep1&type=pdf>

إنهم لم يكتفوا بذلك وإنما باعوا أكثر مما يملكون، ولذلك يُنسب إليه ابتكار نظام البيع على المكشوف^(١).

وسوف نقسم هذا المبحث إلى مطلبين، نتناول في المطلب الأول تعريف البيع على المكشوف، بينما نخصص المطلب الثاني لبيان الأنظمة المشابهة للبيع على المكشوف.

المطلب الأول

تعريف البيع على المكشوف

يُعد الاستثمار باستخدام الرافعة المالية من الأساليب المستخدمة على نطاق واسع في الأسواق المالية؛ حيث يلجأ المستثمر إلى الاعتماد على أموال الغير لتحقيق مزيداً من الأرباح، وذلك عن طريق الاقتراض، ويأخذ الاقتراض أحد صورتين: الصورة الأولى وهي اقتراض النقد وتُعرف باسم آلية الشراء بالهامش. والصورة الثانية وهي اقتراض الأوراق المالية وتُعرف باسم البيع على المكشوف.

ونقسم هذا المطلب إلى فرعين، نتناول في الفرع الأول مفهوم البيع على المكشوف، ونخصص الفرع الثاني لبيان مزايا وعيوب نظام البيع على المكشوف.

(١) جدير بالذكر أنه ليس من الواضح ما إذا كان Isaac le Maire قد ارتكب بالفعل عملية احتيال إلى جانب البيع على المكشوف. فهناك مؤشرات قوية على وجود مخطط احتيالي بالفعل، مثل تورطه في تأسيس شركة فرنسية منافسة، ولكن من المرجح أن الحكومة اعتبرت أنشطة البيع على المكشوف مجرد احتيال.

الفرع الأول

مفهوم البيع على المكشوف

يُعد البيع الطويل Long selling هو الممارسة التقليدية الأكثر استخدامًا في الاستثمار في بورصات الأوراق المالية؛ حيث يشتري المستثمر أوراقًا مالية، ويخطط لبيعها في المستقبل لتحقيق ربح من ارتفاع سعرها، ويوصف في تلك الحالة بأنه اتخذ مركزًا طويلًا Long position. وعلى العكس مما سبق، قد يحقق المستثمر ربحًا من خلال انخفاض سعر الأوراق المالية وليس ارتفاعها، وذلك باتخاذ مركزًا قصيرًا Short position أو قيامه بالبيع على المكشوف^(١).

ونعرض في هذا الفرع للمقصود بالبيع على المكشوف، وصورتيه، وذلك تباعًا على النحو التالي:

أولاً: المقصود بالبيع على المكشوف^(٢):

على صعيد الفقه، تعددت التعريفات بشأن البيع على المكشوف^(٣). وهي إن اختلفت في ألفاظها إلا أنها تكاد تُشير إلى معنى واحد مؤداه قيام عميل ببيع أداة مالية لا

(1) Howell,(E.), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?, PhD thesis, University of Oxford, 2015, p.7. Available at: <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:17262955-4bab-43ff-b6f3-5386a99f3681>

(٢) يُشار إلى تلك الآلية أيضًا بمصطلحات أخرى كالبيع القصير، واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، والبيع بالعجز، والبيع المسبق، والبيع بالهامش، تسليف الأوراق المالية بغرض البيع. إلا أننا سنستخدم اللفظ الشائع استخدامه للدلالة على هذه المعاملة من معاملات بورصات الأوراق المالية وهو " البيع على المكشوف".

(٣) راجع:

=

يملكها، بهدف إعادة شرائها مرة أخرى بسعر أقل في وقت لاحق لتسليمها، وبالتالي تحقيق ربح متمثل في الفارق بين سعري البيع والشراء.

ويستخدم تعبير "البيع على المكشوف" أحياناً بمعنى أكثر عمومية لتغطية مجموعة واسعة من الإجراءات التي تسمح للمستثمر بالاستفادة من انخفاض سعر الأصل.

وتذهب اللجنة الفنية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO)^(١) إلى أن مصطلح "البيع على المكشوف" يحمل معاني مختلفة بشكل كبير في معظم الدول، كما تختلف ممارسات السوق أيضاً في الأسواق المختلفة بالنسبة لهذا النشاط. ولهذا، وكنقطة انطلاق نحو نهج ثابت للبيع على المكشوف، ترى اللجنة أنه من المهم أن يكون هناك فهم مشترك لما يشكل نشاط البيع على المكشوف. وليس في نية اللجنة تقديم تعريف إلزامي للبيع على المكشوف؛ حيث سيكون من الصعب - في الواقع - للغاية التوصل إلى تعريف محدد يفي بمتطلبات الأنظمة القانونية في الدول المختلفة. وعليه، تأخذ اللجنة الفنية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO) بوجهة نظر

=

- Fabozzi,(F.J.), "Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards", John Wiley & Sons, New Jersey, 2004, p.9 & Tauli,(T.), "All About Short Selling", Op.Cit, p.5.

(1) International Organization of Securities Commissions.

وهي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً على وضع وتنفيذ وتعزيز الالتزام بمعايير التنظيم والرقابة والإنفاذ المعترف بها دولياً من أجل حماية المستثمرين والحفاظ على أسواق تتسم بالكفاءة والشفافية والنزاهة. وكذلك تعزيز حماية المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمرين في سلامة أسواق الأوراق المالية، وأخيراً، تبادل المعلومات على المستويين العالمي والإقليمي بشأن تجارب كل منها للمساعدة في تطوير الأسواق، وتعزيز البنية التحتية للسوق وتنفيذ اللوائح المناسبة. ولمزيد من التفصيل، راجع الموقع الإلكتروني الخاص بالمنظمة:

https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

مفادها أن البيع على المكشوف مهما كان تعريفه، لديه بعض السمات المشتركة، وتري أن ذلك الأمر سيكون أكثر واقعية لتحديد ما إذا كانت معاملة ما تُعد بيعاً على المكشوف أم لا من خلال النظر إلى طبيعة المعاملة، وذلك بتوافر عاملين: ١- بيع للأسهم. ٢- تلك الأسهم لا يملكها البائع لحظة البيع. فإذا توافر هذان العاملان في المعاملة وجب أن تدخل نطاق نشاط البيع على المكشوف^(١).

أما على المستوى التشريعي^(٢)، كان هناك الكثير من التفسيرات المختلفة لمصطلح "البيع على المكشوف". فبينما اهتمت غالبية الدول فقط بتعريف البيع على المكشوف العاري، دون تعريف البيع على المكشوف بشكل عام. إذ تبنت دول أخرى كأستراليا والصين نهجاً قائماً على سرد قائمة بالأنشطة المحظورة، ومن ضمنها البيع على المكشوف العاري^(٣).

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، عرّفته المادة (٢٠٠) من التنظيم (SHO) الذي يمثل الإطار التنظيمي الذي يحكم البيع على المكشوف^(٤) بأنه "أي بيع لأوراق

(1)IOSCO, Regulation on Short Selling – Consultation Report, Appendix III , 2009, p. 7, 24. available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD289.pdf>

(2) Ibid, p. 23.

(٣) لمزيد من التفصيل حول موقف التشريعات المختلفة بشأن تعريف نظام البيع على المكشوف، راجع مشروع المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية بشأن الشفافية في عمليات البيع على المكشوف:

- IOSCO, "IOSCO TC SC2 Project on Transparency of Short Selling in Equity Securities. Questionnaire Responses by Question", (2003a). Available at: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD_147-3.pdf

(٤) وقد تبنت لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) هذا التنظيم في ٢٨ يوليو ٢٠٠٤ لتشديد القيود على البيع القصير، انظر:

=

مالية لم يملكها البائع، أو أي بيع يتم من خلال تسليم أوراق مالية مقترضة لحساب البائع" (١).

وعلى مستوى دول الاتحاد الأوروبي، وبعد إصدار لائحة (الاتحاد الأوروبي) رقم ٢٠١٢/٢٣٦ أصبح هناك تعريف موحد بشأن البيع على المكشوف؛ فقد عرفته المادة (١/٢ ب) من اللائحة المذكورة بأنه "أي بيع لأسهم أو سندات دين، حيث البائع لا يكون مالكاً لهذه الأسهم والسندات لحظة إبرام عقد البيع، بما في ذلك البيع الذي يكون فيه البائع مقترضاً لهذه الأسهم أو السندات أو وافق على اقتراضها لتسليمها في ميعاد التسوية" (٢). ولا يُعد بيعاً على المكشوف: ١- البيع بواسطة أي من الطرفين بموجب اتفاق إعادة شراء، حيث يوافق أحد الطرفين بأن يبيع للطرف الآخر ورقة مالية بسعر محدد، مع التزام هذا الأخير (المشتري) بإعادة بيعها له مرة أخرى في تاريخ لاحق وبسعر آخر محدد. ٢- نقل أوراق مالية بموجب عقد قرض أوراق مالية. ٣- إبرام

=

http://www.centerforfinancialstability.org/forum/sec_short_sale_limit_final_ruling_20100226.pdf & <https://www.sec.gov/rules/final/34-50103.pdf>

(1) 17 C.F.R. § 242.200 (a), [Release No. 34-50103; File No. S7-23-03], Federal Register, Vol. 69, No. 151 /Friday, 6 August, 2004/ Rules and Regulations. And also, See: [https://www.sec.gov/ answers/shortsale.htm](https://www.sec.gov/answers/shortsale.htm)

(2) Art (2-b) of Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps.

ولمزيد من التفصيل حول معاملات إقراض الأوراق المالية، راجع: التقرير المشترك المعد بواسطة اللجنة الفنية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO) ولجنة نظم الدفع والتسوية (CPSS) (Committee on Payment and Settlement Systems) المنبثقة عن بنك التسويات الدولية، يوليو عام ١٩٩٩، متاح على الرابط التالي:

<http://www.bis.org/cpmi/publ/d32.pdf>

عقد من العقود الآجلة أو عقد من عقود المشتقات المالية الأخرى حيث يتم بمقتضاه الاتفاق على بيع الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ مستقبل^(١).

كما عرفت المادة (٨/١) من ضوابط إقراض واقتراض الأوراق المالية الصادرة عن مجلس إدارة سوق دبي المالي، نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بأنه "عقد يتم بموجبه نقل ملكية الأوراق المالية بصفة مؤقتة من طرف (المقرض) إلى آخر (المقترض)، مع التزام المقترض بردها بناءً على طلب المقرض في أي وقت خلال الفترة المتفق عليها أو في نهايتها ما لم يتم الاتفاق على غير ذلك"^(٢).

أما في مصر، فقد استخدم المشرع في المادة (٣/٢٨٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(٣) مصطلح "اقتراض

(1) Short Sale' in relation to a share or debt instrument means any sale of the share or debt instrument which the seller does not own at the time of entering into the agreement to sell including such a sale where at the time of entering into the agreement to sell the seller has borrowed or agreed to borrow the share or debt instrument for delivery at settlement, not including: 1- a sale by either party under a repurchase agreement where one party has agreed to sell the other a security at a specified price with a commitment from the other party to sell the security back at a later date at another specified price. 2- a transfer of securities under a securities lending agreement; or 3- entry into a futures contract or other derivative contract where it is agreed to sell securities at a specified price at a future date.

(٢) قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي رقم ٤٩ لسنة ٢٠٢٠، بتاريخ: ٢٠٢٠-١-١. متاح على الرابط التالي:

https://www.dfm.ae/docs/default-source/dubai-clear/%D8%B6%D9%88%D8%A7%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9.pdf?sfvrsn=d1b64181_0

(٣) الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، والمنشورة بالوقائع المصرية، العدد ٨١ تابع، بتاريخ: ٨/٤/١٩٩٣. وقد تم تعديل هذه المادة المذكورة أكثر من مرة

=

الأوراق المالية بغرض البيع " وعرفه بأنه " الاتفاق بين شركة السمسرة وأحد عملائها على أن تقوم الشركة نيابة عن العميل باقتراض أوراق مالية مملوكة لطرف آخر (مقرض) من خلال نظام إقراض الأوراق المالية، وذلك بغرض بيع هذه الأوراق المالية وإعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها". بينما عرفت الفقرة الرابعة من ذات المادة المذكورة إقراض الأوراق المالية بغرض بيعها بأنه " الاتفاق بين أمين الحفظ وأحد عملائه على أن يقوم أمين الحفظ بعرض الأوراق المالية المملوكة للعميل للإقراض للغير من خلال نظام إقراض الأوراق المالية، ويتم الإقراض مقابل عائد يتحدد وفقا لقواعد هذا النظام".

ولتقريب الصورة أكثر حول البيع على المكشوف، نعرض المثال التالي على تلك العملية؛ ولنفترض قيام العميل (أ) بتوقع انخفاض سعر أسهم شركة س، فعلاوة على قيامه ببيع ما بحوزته من أسهم تلك الشركة حتى لا يتعرض للخسائر المتوقعة، فإن هذا العميل لا يكتفي بذلك البيع بل إنه يبيع أكثر مما يملك بالسعر الحالي، ثم إذا صدقت توقعاته يقوم بشراء ذات الكمية مرة أخرى ويسلمها. فإذا قام العميل ببيع ١٠٠ سهم بسعر ٢٠ جنيه للسهم الواحد فهنا تكون حصيلة البيع ٢٠٠٠ جنيه، ثم يقوم لاحقاً بشراء ١٠٠ سهم مماثل بعد انخفاض السعر إلى ١٠ جنيه، فتكون حصيلة الشراء ١٠٠٠ جنيه. وهنا يحقق العميل ربحاً مقداره ١٠٠٠ جنيه مخصوماً منه المصاريف والعمولات المستحقة عليه.

والعميل حينما يبيع أسهماً غير تلك التي لم يحم بشرائها سابقاً، فإنه قد يكون قد اقترض الأسهم محل البيع أو قام بعمل ترتيبات لضمان الحصول على تلك الأسهم، أو

بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ١٩٢ لسنة ٢٠٠٥ والمنشور بالوقائع المصرية العدد ١٤٥ بتاريخ ٢٩-٦-٢٠٠٥. والقرار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧ والمنشور بالوقائع المصرية العدد ٦٦ تابع بتاريخ ٢٢-٣-٢٠٠٧.

أنه قد لا يكون قام باقتراض تلك الأسهم ولا ينوي القيام بمثل ذلك الأمر. وهذا ما يستلزم منا أن نتعرض لصور البيع على المكشوف على النحو التالي.

ثانياً: صور البيع على المكشوف:

يوجد صورتان رئيسيتان للبيع على المكشوف، هما: البيع على المكشوف المغطى، والبيع على المكشوف العاري أو غير المغطى.

١- البيع على المكشوف المغطى Covered short selling: يوصف البيع على المكشوف بأنه مغطى إذا كان البائع يمتلك السهم محل البيع، وترى اللجنة الفنية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال^(١) أن الظروف التي يمتلك فيها البائع السهم تشمل، على سبيل المثال لا الحصر، ما يلي: أن يكون (١) البائع قد اشترى أو اقترض أو دخل في عقد غير مشروط لشراء السهم ولكن لم يتم استلامه بعد. (٢) البائع لديه حق ملكية لأوراق مالية أخرى قابلة للتحويل أو قابلة للتبادل للسهم الذي يتعلق به الأمر (وقدم طلب التحويل أو التبادل). (٣) البائع لديه خيار (وقد مارس هذا الخيار) للحصول على السهم الذي يتعلق به الأمر. (٤) البائع لديه حقوق -ومارس هذه الحقوق- للاكتتاب واستلام السهم الذي يتعلق به الأمر. (٥) البائع قام ببيع سهم يتم تداوله على أساس "عند الإصدار when-issued"^(٢) وأبرم عقداً ملزماً لشراء هذه الورقة المالية، بشرط إصدار الورقة المالية. (٦) البائع قد اشترى السهم في سوق ما ثم يبيع نفس السهم في سوق أخرى.

(1) IOSCO, Regulation on Short Selling – Consultation Report, Appendix III, 2009, p. 23.

(2) Loos,(L.) and Vernon,(R.), when-issued securities trading in law and practice, Yale law journal, Vol.54, No.4, 1945, pp. 742-750. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/fmii.12020>

٢- البيع على المكشوف العاري أو غير المغطى **Naked/Uncovered short selling** عندما يقوم البائع ببيع سهماً ما على المكشوف، ودون سبق اقتراض لهذا السهم، أو حتى قيامه بعمل ترتيبات لضمان اقتراضه لهذا السهم، أو أنه ليس لديه النية في الاقتراض لتسليم المشتري السهم محل البيع في تاريخ التسوية المحدد إلا عندما ينخفض سعره في السوق، فإن البيع في تلك الحالة يوصف بأنه بيع غير مغطى أو عاري^(١). ويترتب على هذا النوع من البيع عدم تمكن البائع من تسليم الأوراق المالية المباعة إلى المشتري في ميعاد التسليم ويُعرف هذا بالفشل في التسليم **Failure To Deliver**.

ويلجأ البائعون للبيع على المكشوف العاري هرباً من ارتفاع رسوم الاقتراض، أو لعدم توافر مقرضين، وأيضاً لندرة الأوراق المالية محل البيع. وغالباً ما يتم استخدام البيع على المكشوف العاري في التداول في ذات الجلسة، حيث يتم فتح المركز ثم إغلاقه في وقت لاحق من ذات اليوم. وكذلك، إذا لم يكن لدى صانع السوق^(٢) ما يكفي

(1) Liu,(H.), “ Naked short selling: Is it information-based trading?”, PhD thesis, Texas A&M University, 2012, p11. Available at: <https://0811jmze8-1105-y-https-search-proquest-com.mplbci.ekb.eg/docview/1221543477/>

(٢) تذهب لجنة البورصات والأوراق المالية الأمريكية إلى أن البيع على المكشوف "العاري" ليس بالضرورة انتهاكاً لقوانين الأوراق المالية الفيدرالية. ففي الواقع، في ظروف معينة، يساهم البيع على المكشوف "العاري" في سيولة السوق. فعلى سبيل المثال، فإن الوسطاء أو التجار الذين يصنعون سوقاً في ورقة مالية يقفون بشكل عام على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية على أساس منتظم ومستمر بسعر معلّن علناً، حتى في حالة عدم وجود مشتريين أو بائعين آخرين. وبالتالي، يجب على صانعي السوق بيع ورقة مالية للمشتري حتى في حالة وجود نقص مؤقت في تلك الورقة المالية المتاحة في السوق. قد يحدث هذا، على سبيل المثال، إذا كان هناك ارتفاع مفاجئ في الاهتمام بشراء تلك الورقة المالية، أو إذا كان عدد قليل من المستثمرين يبيعون الورقة المالية في ذلك الوقت. نظراً لأن صانع السوق قد يستغرق وقتاً طويلاً لشراء الأوراق المالية أو الترتيب لاقتراضها، فقد يحتاج صانع السوق المنخرط في صناعة السوق بحسن نية، لا سيما في سوق سريع الحركة، إلى بيع الورقة المالية على المكشوف دون الترتيب لاقتراض الأسهم. هذا

من المعروض من حصة معينة لتلبية طلب العميل، فقد يستخدم البيع على المكشوف العاري من أجل تلبية ذلك الطلب^(١).

ونتيجة لأن البيع على المكشوف العاري يزيد المعروض من الأسهم في السوق، ويسبب انخفاضاً في أسعار الأسهم كما هو معروف وثابت في قوانين العرض والطلب. فإن غالبية دول العالم تحظر هذا النوع من البيع في أسواقها المالية. وتتبع مصر هذا النهج من خلال ما يلي: ١- التسمية التي اختارها المشرع للدلالة على تلك الآلية حيث استخدم مصطلح " اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع"؛ فالأمر يتعلق بعملية اقتراض أولاً مقترنة بإعادة البيع. ٢- ما نصت عليه المادة (١/٢٩٩ أ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بأن " يكون تداول الأوراق المالية المقترضة بالشروط الآتية: (أ) أن تكون الأوراق المالية المراد التعامل عليها متاحة للإقراض للشركة قبل القيام ببيعها....".

الفرع الثاني

مزايا وعيوب نظام البيع على المكشوف

يعكس التاريخ المتقلب للبيع على المكشوف في العالم التوتر بين صورتين متنافستين للبائعين على المكشوف. ويصبح هذا التوتر أكثر حدة في فترات الأزمة المالية. ففي هذه الفترات، يصبح من الواضح أن الروايات المتنافسة حول البائعين على

ينطبق بشكل خاص على صانعي السوق في الأسهم قليلة التداول وذات سيولة منخفضة؛ حيث قد يكون هناك عدد قليل من الأسهم المتاحة للشراء أو الاقتراض في وقت معين. راجع:

- U.S. SEC, "Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO", available at: <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>

(1) Financial Services Authority (FSA), "Discussion paper on short selling", 09/1, 2009, p.9. Available at: https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2016/04/fsa_short_selling_2009.pdf

المكشوف لها آثار على كيفية تنظيمهم. فالسرد السلبي المشترك حول البائعين على المكشوف يقترح أنه ينبغي النظر إليهم بريية وتنظيمهم بطريقة تقييدية. وفي المقابل، يُشير السرد الإيجابي إلى أن البائعين على المكشوف لا يجب أن يكونوا متحررين من التنظيم فحسب، بل يجب أيضاً تشجيعهم بسبب الدور المفيد الذي يلعبونه في الأسواق المالية^(١).

وترتيباً على ما سبق، فإننا سنتناول في هذا الفرع كل من مزايا البيع على المكشوف وعيوبه، وذلك تباعاً على النحو التالي:

أولاً: مزايا البيع على المكشوف

تعدد مزايا البيع على المكشوف، وذلك على النحو التالي:

١- بالنسبة لمقرض الأوراق المالية: تكمن مزايا إقراض العميل لأسهمه في احتفاظه بجميع الحقوق والعوائد المرتبطة بملكية أسهمه المقرضة^(٢)، ولا يفقد سوى حقه في التصويت^(٣). كما أنه يستفيد من العوائد المترتبة على استثمار

(1) Pan,(K.), The Regulation of Short Sellers in Australia, Company and Securities Law Journal ,Vol.37, No.8, 2020, p.6, Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3671146>

(٢) وصف البعض ذلك بأن مالك الأسهم " المقرض " يحتفظ بما يُعرف بالملكية النفعية beneficial ownership للأسهم. والتي تمنح المالك الحق في استلام قيمة أي توزيعات أرباح أو توزيعات تدفعها الشركة أثناء القرض. ومع ذلك، فإن المقرض بدلاً من الشركة يدفع توزيعات الأرباح والتوزيعات فيما يشار إليه على أنه دفعة بديلة substitute payment راجع:

- Reed, (A.V.), Short Selling, Annual Review of Financial Economics, Vol.5, No. 1, 2013, p.253. available at: <https://www.annualreviews.org/doi/pdf/10.1146/annurev-financial-11031>

(٣) ذهب البعض إلى تشبيه البائع على المكشوف بالعميل المودع لدى بنك ما، فالعميل يودع أمواله لدى البنك، ويقوم الأخير بإعادة إقراضها لآخرين بحسب سعر الفائدة المحدد. ويتصرف المودعون كما لو أنهم ما زالوا يمتلكون الأموال المقرضة حيث يمكنهم استعادتها عند الطلب.

بيع حصيلة الأوراق المالية المقترضة والضمانات المقدمة من المُقرض، وذلك بعد خصم العمولات والمصاريف المقررة. وبعبارة أخرى، قام المقرض بتحويل محفظة الأسهم الخاصة به إلى نقود ولا يزال يحتفظ بالملكية. ونتيجة لوجود هذا الفائض من النقود، سيقوم المقرض باستثمارها في بعض أدوات سوق المال عديمة المخاطر وذات عائد ثابت. ولذلك، فإن صافي قيمة المُقرض تتعزز بأي فائدة يتم اكتسابها على أدوات سوق المال التي يتم الاستثمار فيها. بالإضافة إلى أن المقرض محمي بالكامل؛ فالمقرض لديه ١٠٠ % من القيمة السوقية بالإضافة إلى الضمان المدفوع، وفي حالة اختفاء البائع على المكشوف، فإن المقرض لديه أموال كافية لإعادة شراء السهم والعودة إلى الوضع الأصلي^(١).

٢ - بالنسبة لمُقرض الأوراق المالية: إذا صدقت توقعات البائع على المكشوف وانخفضت أسعار الأوراق المباعة، فيحقق البائع على المكشوف عوائد سريعة متمثلة في الفرق بين سعري البيع والشراء.

إنهم لا يعرفون ولا يهتمون إذا تم إقراض أموالهم المودعة أم لا، فهم في النهاية سيحصلون على أموالهم كاملة بالإضافة إلى الفائدة المتفق عليها. راجع:

- Miller,(E.M.), "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion." The Journal of Finance, vol. 32, No. 4, 1977, p.1162. Available at: www.jstor.org/stable/2326520

بيد أننا لا نؤيد الرأي السابق، والذي يستند إلى أنه في الواقع، لن يعرف المُقرض عادةً أن الأسهم الخاصة به قد تم إقراضها من قبل الوسيط الخاص به؛ حيث أنه وفقاً للتنظيمات المختلفة للبيع على المكشوف في معظم دول العالم لم يعد مسموحاً بإقراض الأسهم إلى بموافقة مسبقة وصريحة من قبل المقرض على عملية الإقراض.

(1) Curley,(M.T.), "Margin Trading from A to Z: A Complete Guide to Borrowing, Investing and Regulation", John Wiley & Sons, New Jersey, 2008, p.46.

٣- بالنسبة للوسيط: تكمن مزايا البيع على المكشوف بالنسبة للوسيط في حصوله على عمولات نتيجة عمليات البيع والشراء التي تتم من خلاله. بالإضافة إلى مشاركته في عائد استثمار الضمان النقدي المقدم من المقترض.

٤- بالنسبة للسوق بوجه عام: يمد البيع على المكشوف السوق بالعديد من الفوائد، وتشمل على وجه الخصوص:

- زيادة كفاءة التسعير في السوق^(١):

من المسلم به أن البائع على المكشوف هو - في الأساس - نمط من تاجر

المعلومات **Information Trader**. فيمكن اعتبار البائعين على المكشوف

(١) وتشير البورصة المصرية إلى هذه الفائدة بقولها أن البيع على المكشوف " آلية موازنة بين العرض والطلب في السوق، لا سيما مع تطبيق نظام الشراء بالهامش، فهذا الأخير يدعم جانب الطلب في السوق، بينما البيع على المكشوف يدعم جانب العرض، ومن ثم تحقيق التوازن في السوق". انظر: البورصة المصرية، آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع " دليل بداية التطبيق"، ص ١٠. متاح على الرابط التالي:

[https://www.egx.com.eg/getdoc/4d6b950a-c1b8-4955-aa12-8049365aded9/Short-Selling-Book-\(1\).aspx](https://www.egx.com.eg/getdoc/4d6b950a-c1b8-4955-aa12-8049365aded9/Short-Selling-Book-(1).aspx)

كما ذهب جانب من الفقه إلى القول بأن البائعين على المكشوف يحتلون مكانة مرموقة بين مجموعة المستثمرين كمشاركين عقلانيين ومطلعين في السوق يعملون على إبقاء الأسعار في حالة توازن.

"Short sellers occupy an exalted place in the pantheon of investors as rational, informed market participants who act to keep prices in line". See: Boehmer,(E.), Jones,(C.M.), and Zhang,(X.), Which shorts are informed?, Journal of Finance, Vol. 63, No. 2, 2008, p.491. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2008.01324.x> & Purnanandam,(A.) and Seyhun,(H.N.), Do Short Sellers Trade on Private Information or False Information?. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.53, No.3, 2018, p.25. Available at: <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/do-short-sellers-trade-on-private-information-or-false-> & Li,(W.), Two essays on the effect of short-sellers, PhD thesis, Faculty of Business and Economics, University of Melbourne, 2017, pp.7-10. Available at: <https://minerva-access.unimelb.edu.au/handle/11343/208842>

مستثمرين متطورين بشكل خاص، على غرار المحللين، الذين يستثمرون الكثير من الوقت والموارد في شركات تحليل الموارد^(١). ولهذا، يساعد البيع على المكشوف في دعم عملية اكتشاف الأسعار وتصحيحها^(٢)، وذلك بإتاحة الفرصة للمستثمرين المتشائمين بالتعبير عن وجهة نظرهم بشأن أسعار بعض الأسهم المتداولة في السوق والمتمثلة في أن أسعار تلك الأوراق المالية مبالغ في تقييمها. وبالتالي تمكينهم من اتخاذ مركز مالية تُعبر عن وجهة نظرهم^(٣). وبعبارة أخرى، يُسهل البيع على المكشوف دمج المعلومات السلبية لدى البعض بشأن أسعار الأسهم وبالتالي يقلل من المبالغة في تقييم الأسهم. فالحد من المبالغة في تقييم الأسهم يمنع الخسائر

- (1) Drake,(M.S.), Rees,(L.L) and Swanson,(E.P.), Should Investors Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers, The Accounting Review, Vol. 86, No. 1, 2011, p.1. Available at: <https://ssrn.com/abstract=1269427>
- (2) Safi,(P.A.C.) and Sigurdsson,(K.), "Price Efficiency and Short Selling", Review of Financial Studies, Vol.24, No.3, 2011, p.822. Available at: https://www.jstor.org/stable/20869255#metadata_info_tab_contents & Boehmer,(E.) and Julie,(W.U.), "Short Selling and the Price Discovery Process", Review of Financial Studies, Vol. 26, No. 2, 2013, p.318. Available at: <https://ssrn.com/abstract=972620> & Jonathan,(M.), Mark,(M.) and Jeffry(N.), 'Restrictions on Short Sales: An Analysis of the Uptick Rule and Its Role in View of the October 1987 Stock Market Crash' , Cornell Law Review, Vol.74, No.5, 1989, p. 800. Available at: <https://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol74/iss5/1> & Jing (c.), McMillan (G.) and Mike (B.),"Information Transmission Across European Equity Markets During Crisis Periods", The Manchester School, Vol. 86, No. 6, 2018, p. 772. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3262906>
- (3)Stefano,(A.) and Pedro,(G.P.), What Does Academic Research Say about Short-Selling Bans?, WFE Research Working Papers, World Federation of Exchanges, 29 April, 2020, p.6. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3775704>

للمستثمرين الآخرين الأقل معرفة والذين قد يشترون أسهمًا مبالغ فيها^(١). ويستوي في ذلك، حماية المساهمين المستقبليين في الشركات المستهدفة من الدفع الزائد لتلك الأسهم. أو حماية المساهمين الحاليين عن طريق التخفيف من مخاطر فقاعات الأسعار Market Bubbles وانهيارات السوق^(٢).

وبتلاقي كل من المستثمرين المتفائلين الذين يضاربون على الصعود والمستثمرين المتشائمين الذين يضاربون على الانخفاض^(٣) يحدث نوع من التوازن وضبط إيقاع السوق^(٤). وهذا كله، ما حدا بالبعض إلى وصف البيع على المكشوف بأنه

(1) Christopher, (L.C.) and Heaton (J.B.), " The Economics of Naked Short Selling", Regulation, spring 2008, p.46. Available at: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2008/2/v31n1-6.pdf> & Angel, (J.J.) and McCabe, (D.M.), Op.Cit., p. 241 & Miller, (E.M.), "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion.", Op.Cit, p.1066.

فالمواقف التي ينشر فيها البائعون على المكشوف معلومات صادقة تشير إلى أن السهم مبالغ فيه، تضر بالتأكد بالمالكين الحاليين للأسهم على المدى القصير. ومع ذلك، فإن البائع على المكشوف يساعد أيضًا في حماية المستثمرين من شراء الأسهم المبالغة في تقديرها من خلال خفض السعر أقرب إلى قيمته الاقتصادية الحقيقية. إذا تم بالفعل المبالغة في تقدير قيمة السهم، فمن المحتمل أن يستيقظ السوق في النهاية على هذه الحقيقة وسوف تنخفض قيمة السهم على أي حال. وبالتالي، فإن الضرر الذي يلحق بالمساهمين الحاليين الذين قد يرغبون في البيع يقابله فائدة للمشتريين المحتملين الذين قد يشترون أسهمًا باهظة الثمن.

(2) IOSCO, IOSCO Technical Committee Members' Initiatives Relating To Restrictions on Short Sales, 2008, p.2. available at: <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS129.pdf>

(٣) فلو فرض أن السوق لم يكن به سوى المستثمرون المتفائلون، لأدى ذلك إلى نوع من التحيز الصعدي في الأسعار، وقد يكون هذا الارتفاع غير مبرر، ومن ثم يحدث ارتفاع كبير في جانب الطلب على الأوراق المالية، مقارنة بالمعروض منها. كما أن من يملك بعضًا من تلك الأوراق المالية سيعمد إلى الاحتفاظ بها أملًا في ارتفاع سعرها أكثر مما هو عليه.

(4) Bernal, (O.), Herinckx, (A.), and Szafarz, (A.), "Which short-selling regulation is the least damaging to market efficiency? Evidence from

الحارس ضد أي احتيال مالي يقع من أي شركة من الشركات المتداولة أسهمها في السوق^(١)؛ نظرًا لأن سعر سهم الشركة مراقب بشكل فعال ومستمر.

Europe", International Review of Law and Economics, Vol. 37, 2014, p. 246. Available at:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0144818813000872>

وقد عبرت لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية عن هذه الفائدة بأنه " عندما يضارب البائع على المكشوف أو يتحوط ضد حركة هبوطية في الورقة المالية، فالصفقة هي صورة طبق الأصل عن الشخص الذي يشتري الورقة المالية تحسباً لارتفاع سعر الورقة المالية أو يتحوط ضد مثل هذه الزيادة؛ حيث يأمل كل من المشتري والبائع على المكشوف في الربح، أو التحوط من الخسارة، عن طريق شراء الورقة المالية بسعر محدد وبيعها بسعر أعلى. ولكن تختلف الاستراتيجيات في المقام الأول في تسلسل المعاملات. فالمشاركين في السوق الذين يعتقدون أن سعر السهم مبالغ فيه يخرطوا في عمليات البيع على المكشوف في محاولة للاستفادة من التباين الملحوظ في الأسعار عن القيم الاقتصادية الحقيقية. ومن ثم، يضيف هؤلاء البائعون على المكشوف مزيداً من الكفاءة في تسعير الأسهم لأن معاملاتهم تعلم السوق بتقييمهم لأداء سعر السهم في المستقبل. ثم ينعكس هذا التقييم في سعر السوق الناتج للأوراق المالية". ولمزيد من التفصيل، انظر التقرير الذي أعدته لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية عام ٢٠١٠ بشأن إدخال بعض التعديلات على التنظيم الذي يحكم البيع على المكشوف، ص ١٣-١٤. متاحة على الرابط التالي:

<http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595>

(1) See: Staley,(K.F.)," The Art of Short Selling", John Wiley & Sons, Hoboken, 1997, p. 3 & Karpoff,(J.M.) and Xiaoxia,(L.),"Short Sellers and Financial Misconduct", PhD thesis, University of Washington,2007, pp. 9-11. Available at: <https://0811jmze8-1105-y-https-search-proquest-com.mplbci.ekb.eg/docview/304793470/fulltext78282> & Pan,(K.), The Regulation of Short Sellers in Australia, Op.Cit, pp.6-8, Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3671146> & Howell,(E.), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?, Op.Cit, p.21. & Massa,(M.), Zhang,(B.) and Zhang,(H.), The Invisible Hand of Short Selling: Does Short Selling Discipline Earnings Management?. Review of Financial Studies, Vol.28, No.6, 2015, p. 1701. Available at: <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/28/6/1701/1610243?redirectedFrom=fulltext> & Fang,(V.W.),Huang,(A.) and Karpoff, (J.M.), Short Selling and Earnings Management: A Controlled Experiment , Journal of Finance, Vol 71, No. 2016, p. 1251, Available at: <https://ssrn.com/abstract=2286818>

• توفير مزيد من السيولة للسوق:

لا يؤدي البيع على المكشوف إلى زيادة كفاءة التسعير في السوق فحسب، بل يسهم أيضًا في زيادة معدلات السيولة وتنشيط حركة التداول وزيادة معدل حركة الأوراق المالية^(١). فالبائعون على المكشوف يقومون بالعديد من عمليات البيع والشراء للأوراق المالية وهذا يسهم في زيادة السيولة، كما أنهم يقومون بالبيع في وقت تكون

ولتحديد الآليات الأكثر فاعلية للكشف عن الاحتيال في الشركات، تم دراسة جميع حالات الاحتيال المبلغ عنها في الشركات الأمريكية الكبيرة بين عامي ١٩٩٦ و ٢٠٠٤. ووجدوا أن اكتشاف الاحتيال لا يعتمد على الجهات الرسمية فحسب، بل إن هناك بعض اللاعبين الرئيسيين في اكتشاف الاحتيال. وجاء البائعون على المكشوف بنسبة ١٤.٥ % من حالات الاحتيال المبلغ عنها في تلك الفترة المذكورة. ولمزيد من التفصيل، راجع:

- DYCK,(A.), MORSE,(A.), and ZINGALES,(L.), “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?”, *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 6, 2010, pp.2224-2226. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.2010.01614.x>

وقد تناول البعض هذه المسألة تحت عنوان البيع على المكشوف كأداة لحوكمة الشركات Short Selling as a Corporate Governance Tool. انظر:

- Nijs,(R.), Short selling as a corporate governance tool, Master thesis, Tilburg University, 2016. Available at: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=140843>

(1) Blau,(B.M.) and Whitby,(R.J.),"How does short selling affect liquidity in financial markets?" , *Finance Research Letters*, Vol 25, June 2018, pp. 244-250. available at: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612317303562> & Ye,(Q.), Zhou,(S.), and Zhang,(J.), Short-selling, margin-trading, and stock liquidity: Evidence from the Chinese stock markets. *International Review of Financial Analysis*, Vol.71, 2020, pp. 101549-101554. Available at: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521920301939?dgcid=rss_sd_all & Howell,(E.), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?, Op.Cit, p.24.

الأغلبية فيه تُفضل الشراء ومن ثم يقومون بإحداث نوع من التوازن بين جانبي الطلب والعرض على تلك الأوراق، ونفس الأمر يحدث في حالة تحقق توقعات البائعين على المكشوف واتجاه السوق نحو الهبوط، فهم يقومون بإحداث هذا التوازن مرة أخرى؛ حيث أنهم ينحازون لجانب الطلب مع أن الأغلبية تصب في جانب العرض، وبعبارة أخرى، يقوم البائعون على المكشوف وحدهم بالشراء - لتصفية مراكزهم المالية المفتوحة- في وقت تقوم فيه الأغلبية بالبيع نظرًا لانخفاض السعر^(١).

ثانيًا: عيوب البيع على المكشوف

بالنسبة للعميل المقرض: على الرغم من أن إقراض الأسهم ضمن نظام تسليف الأسهم يحقق العديد من المزايا لمقرض الأوراق المالية، إلا أن هناك ثلاثة أنواع من المخاطر التي قد يواجهها المقرض عند إقراض الأسهم: مخاطر الاستثمار *investment risk*، ومخاطر الطرف المقابل *counterparty risk*، والمخاطر التشغيلية *operational risk*^(٢).

(1) Financial Services Authority (FSA), "Discussion paper on short selling", Op.Cit, p.10. & Moosa (I.A.), "Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation", Palgrave Macmillan UK, London, 2015, p.188. & Beber,(A.), and Pagano,(M.), "Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis, Journal of Finance, vol. 68, No. 1, 2013, p.359. available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2012.01802.x>

(٢) لمزيد من التفصيل حول هذه المخاطر، راجع:

- Fabozzi (F.J.), " Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards ", John Wiley& Sons, New Jersey, 2004, pp.13-14. & Reed, (A.V.), Short Selling, Op.Cit, pp. 253-254.

وعلى الرغم من أن احتفاظ مقرض الأوراق المالية بكافة الحقوق والمزايا المرتبطة بأوراقه المالية المقرضة، إلا أنه يفقد امتياز وحيد من تلك الحقوق المرتبطة بأوراق المالية، وهو الحق في التصويت في الشركة؛ حيث يؤول هذا الحق إلى مشتري تلك الأوراق المالية^(١) والقول بغير ذلك، يجعل هناك تصويت مزدوج، المقرض من ناحية، والمشتري من ناحية أخرى.

وجدير بالذكر أن فقد الحق في التصويت يمكن أن يجعل من البيع على المكشوف وسيلة مباشرة لتسهيل تداول الأصوات *Trading of votes*، ومن ثم طريق غير مباشر للتأثير على قرارات الشركة عند التصويت عليها. كأن تتجمع غالبية الأصوات في يد مجموعة قليلة من أصحاب الحق في التصويت بما يمكنهم من التحكم في قرارات الشركة أو محاولة السيطرة عليها^(٢). وبعبارة أخرى، يمكن أن تؤدي

(1) See: Fabozzi (F.J.), " Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards ", Op.Cit, p12& Christoffersen (S.), Geczy (C.), Musto (D.) and Reed (A.), "How and Why do Investors Trade Votes, and What Does it Mean?" working paper, Wharton School of Business, University of Pennsylvania, March 2004. Available at: <http://web.hec.ca/scse/articles/Christoffersen.pdf>

(٢) راجع في هذه المسألة:

- Angel,(J.J.) and McCabe,(D.M.), "The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling", Op.Cit, pp.241-246. & Duffie,(D.), Garleanu,(N.), and Pedersen,(L.H.), Securities lending, shorting and pricing, Journal of Financial Economics, Vol. 66, No. 3, 2002, pp.307–339. Available at: [https://mplbci.ekb.eg/MuseProxyID=1105/MuseSessionID=08100d59e/MuseProtocol=https/MuseHost=www.jstor.org/MusePath/stable/pdf/40294836.pdf?ab_segments=0%252Fbasic_SYC-5187_SYC-5188%252Fcontrol&Christoffersen,\(S.E.\),Geczy,\(C.C.\),Musto,\(D.K.\),andReed,\(A.V.\),VoteTradingandInformationAggregation,TheJournalofFinance,Vol.62,No.6,2007,](https://mplbci.ekb.eg/MuseProxyID=1105/MuseSessionID=08100d59e/MuseProtocol=https/MuseHost=www.jstor.org/MusePath/stable/pdf/40294836.pdf?ab_segments=0%252Fbasic_SYC-5187_SYC-5188%252Fcontrol&Christoffersen,(S.E.),Geczy,(C.C.),Musto,(D.K.),andReed,(A.V.),VoteTradingandInformationAggregation,TheJournalofFinance,Vol.62,No.6,2007,)

عمليات البيع على المكشوف إلى السيطرة على الشركات من خلال الحصول على حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم المقترضة^(١).

وبطبيعة الحال، إذا رغب مُقرض الأوراق المالية في ممارسه حقه في التصويت فيمكنه طلب استرداد أوراق المالية وإنهاء عقد القرض مبكرًا وفقًا للشروط المتفق عليها^(٢).

بالنسبة للعميل المقترض: يواجه البائع على المكشوف عدة مخاطر، منها:

ارتفاع أسعار الأسهم محل البيع على المكشوف: يأتي في مقدمة المخاطر التي قد يواجهها البائعون على المكشوف، خطر تحرك الأسعار في الاتجاه العكسي لتوقعاتهم، فهم يقومون بعملية البيع على أمل الشراء مرة أخرى بسعر أقل وذلك يستلزم سوقًا هابطًا، فإذا ما حدث العكس وأتت الرياح بما لا تشتهي السفن وتحول السوق إلى سوق صاعد، فهنا على العميل أن يقوم بزيادة الضمانات المقدمة منه، وإلا سيتم غلق مركزه المالي القصير، واستخدام حصيلة بيع الأوراق المالية المباعة على المكشوف لشراء أوراق مالية مماثلة لها وأيًا كان سعرها الحالي.

وتكمن المشكلة في حدوث ارتفاع حاد في سعر السهم بسبب أخبار إيجابية من قبل الشركة؛ حيث يؤدي ذلك إلى اندفاع جميع البائعين على المكشوف إلى الشراء من أجل تغطية مراكزهم المالية القصيرة. وهذا الأمر مؤداه استمرار ارتفاع سعر السهم،

pp. 2897–2929. Available at: <https://research.cbs.dk/en/publications/vote-trading-and-information-aggregation>

(1)Ali,(P.U.), Regulating Short Sales in the 21st Century, In: Gregoriou,(G.N.), Ed, Handbook of Short Selling, Elsevier, USA, 2012, p.332.

(2)Ibid, p. 331. & Curley,(M.T.), Op.Cit, p.46. & Reed, (A.V.), Short Selling, Op.Cit, p.253.

نظراً لوجود الطلب المتزايد عليه. الأمر الذي يؤدي إلى تضخيم الخسائر لدي هؤلاء البائعين على المكشوف وتعرف هذه العملية باسم " Short Squeeze " ^(١). وقد ذهب البعض إلى القول بأن البيع على المكشوف هو رهان على حدوث تحول هبوطي في الطلب، ولكن البيع على المكشوف، في حد ذاته، لا يسبب ذلك التحول الهبوطي. فلا يمكن للبائع على المكشوف أن يربح من انخفاض الأسعار الذي يسببه بيعه على المكشوف ما لم يحدث تحول في الطلب. وبدلاً من التحول الهبوطي قد يحدث تحول صعودي في الطلب، وبالتالي ارتفاع الأسعار ^(٢).

عدم محدودية الخسائر: تُوصف الخسائر التي يمكن أن يتحملها البائع على المكشوف في حالة ارتفاع أسعار بأنها غير محدودة بينما الأرباح التي يمكن أن يجنيها

(١) ربما واحدة من أكثر الحالات شهرة للعملية المذكورة حدثت في أسهم شركة فولكس فاجن Volkswagen. فمع دخول عام ٢٠٠٨، كانت صناعة السيارات تواجه مشاكل كبيرة بسبب الركود. ومع ذلك، استمر سعر سهم فولكس فاجن في الارتفاع بشكل مطرد، لذا بدأت صناديق التحوط - مثل SAC Capital و Greenlight Capital و Glenview Capital - في اتخاذ مراكز بيع على المكشوف كبيرة في ذلك السهم. ومع ذلك، كانت شركة بورش Porsche تشتري الأسهم في فولكس فاجن. وبحلول أكتوبر ٢٠٠٨، قالت شركة بورش إنها تمتلك ما يقرب من ٩٤.٢% من أسهم شركة فولكس فاجن. وكانت المشكلة أن البائعين على المكشوف قد قاموا ببيع على المكشوف من أسهم شركة فولكس فاجن بنسبة هائلة بلغت ١٢%. وبعبارة أخرى، لم يكن هناك ما يكفي من الأسهم لتغطية مراكزهم المفتوحة وارتفع سعر سهم فولكس فاجن أكثر، واضطر البائعون على المكشوف شراء أسهم الشركة بسعرها الحالي لكي يتمكنوا من إغلاق مراكزهم المفتوحة. وبلغت القيمة السوقية ٤٥٦ مليار دولار، مما جعلها الشركة الأكثر قيمة في العالم. ولمزيد من التفصيل، انظر:

- Howell,(E.), Short selling restrictions in the EU and the US: a comparative analysis, Journal of Corporate Law Studies, Vol.16, No. 2, 2016, p 339. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2793812 & Taulli (T.), Op.Cit, p. 34 & Lecce,(S.), Op.Cit, p.23.

(2) Christopher,(L.C.) and Heaton,(J.B.), " The Economics of Naked Short Selling", Regulation, Op.Cit, p.48.

محدودة؛ فأقصى ما يمكن تحقيقه من أرباح هو استمرار انخفاض سعر السهم ووصوله إلى صفر ويكون بهذا قد حقق ربحاً بنسبة ١٠٠%، بينما في حالة ارتفاع سعر السهم، فيمكن أن تتعدى الخسائر نسبة ١٠٠% من قيمة السهم؛ حيث ارتفاع الأسعار لا حدود له.

قابلية الأسهم المقترضة للاسترداد: تُعد قابلية الأسهم للاسترداد واحدة من أبرز المخاطر التي تواجه البائعين على المكشوف؛ حيث يمكن للمقرض طلب استرداد أسهمه في أي وقت من الأوقات وقبل انتهاء مدة العقد المُبرم^(١). وإذا لم يتمكن البائع القصير من العثور على مقرض آخر، فإنه يضطر إلى إغلاق مركزه، وذلك عن طريق شراء نفس الأسهم المقترضة من السوق وبأي سعر كانت عليه أو اقتراضها من مقرض آخر^(٢). وإذا فشل المقرض في إعادة الأسهم، فيمكن للمقرض استخدام ضمانات المقرض لشراء أسهم لتغطية القرض، وهو ما يُعرف باسم "a buy-in". وبعبارة أخرى، يمكن أن تجبر عمليات الاسترداد المقترضين على فك استراتيجيات التداول الخاصة بهم دون المستوى الأمثل أو تعرض المقرضين لتنفيذ سيئ في الشراء الإجمالي^(٣).

(١) إذا كان الأصل أنه يمكن للمقرض سحب الأسهم المقترضة في أي وقت. إلا أنه من النادر حدوث ذلك، وغالباً ما يتم تحديد مدة محددة لا يمكن استدعاء الأسهم قبل انقضاءها. وعلى الرغم من أن ذلك الوضع السابق يوفر مرونة أقل للمقرض إلا أنها تمنحه رسوماً أعلى.

(٢) حتى إذا وجد البائع على المكشوف مصدرًا آخر لاقتراض الأسهم في وقت لاحق، فإنه لا يزال يتحمل تكاليف المعاملات الإضافية من إغلاق المركز القصير وإعادة إنشاء مركز آخر. راجع:

- Paul,(S.), What Makes Short Selling Risky: Other Short Sellers, 20 October, 2020, p.3. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3715524>

(3) Taulli,(T.), Op.Cit, p. 30 & Engelberg (J.), Reed,(A.V.) and Ringgenberg,(M.C.), "Short-Selling Risk",. Journal of Finance, Vol.73, No. 2, 2017, pp. 759-764. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jofi.12601>

رد جميع الحقوق والعوائد المرتبطة بملكية الأوراق المالية المقترضة: لا يفقد العميل المقرض من الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية المقترضة سوى الحق في التصويت، وما عدا ذلك يظل محتفظاً بها لحين رد المقرض للأسهم المقترضة، فإذا تمت أية توزيعات أرباح من قبل الشركة المصدرة أو أسهم مجانية أو حقوق اكتتاب، فإن مشتري تلك الأسهم هو صاحب الحق فيها، فهو المالك لها. ومع ذلك، يقوم المقرض نفسه برد تلك المزايا التي تمت خلال مدة القرض مرة أخرى إلى المقرض^(١).

بالنسبة للسوق:

قد تؤدي عمليات البيع على المكشوف إلى انخفاضات غير مبرره في أسعار الأسهم، وذلك في حالة نشر معلومات خاطئة وكاذبة حول موقف الشركة^(٢). ولكن يرد البعض على هذا النقد بأنه صحيح أن البيع على المكشوف يخلق حوافز اقتصادية لبعض السلوكيات السيئة. ولا جدال في أن نشر معلومات خاطئة ومضللة أمر غير

(1)Curley,(M.T.), Op.Cit, p.46.

وأشار البعض إلى هذا العيب من عيوب قروض الأوراق المالية بصفة عامة والبيع على المكشوف بصفة خاصة؛ حيث يؤثر قرض الأوراق المالية على تشعب الآثار القانونية Legal Incidents للملكية وأثارها الاقتصادية Economic Incidents لها. ففي حين أن التحويل الأولي للأسهم بموجب قرض الأوراق المالية يمنح حق الملكية للمقرض وهذا الحق يحمل معه التمتع بالحقوق الاقتصادية التي تتدفق عادة من حق الملكية. إلا أن المقرض ملزم، بموجب شروط القرض، بدفع أي توزيعات للمقرض يتلقاها الأول خلال مدة القرض. راجع:

Ali,(P.U.), Op.Cit, p.332.

(٢) يظهر هذا الأمر في حالة البيع على المكشوف العاري أكثر من البيع على المكشوف المغطي؛ حيث يؤدي إساءة استخدام البيع على المكشوف إلى إنشاء إشارات مضللة حول جانب العرض بالنسبة للأسهم المباعة، وكذلك حول التقييم الصحيح لتلك الأسهم. راجع:

- Financial Services Authority (FSA), "Discussion paper on short selling", Op.Cit, p.11.

قانوني. إلا أنه مع ذلك، هناك الكثير من الحوافز الاقتصادية للسلوك الإجرامي. حقيقة أن البيع على المكشوف يخلق مثل هذا الحافز لا يعني في حد ذاته أن البيع على المكشوف هو بطبيعته غير أخلاقي. على سبيل المثال، يخلق وجود التأمين على الحياة حوافز للمستفيد من بوليصة التأمين لتقصير عمر المؤمن عليه. ومع ذلك، هذا لا يعني أن التأمين على الحياة نفسه غير أخلاقي ويجب حظره. فالفوائد التي تعود على المجتمع والمؤمن عليه تفوق بكثير المخاطر الأخلاقية الناتجة. وبالمثل مع البيع على المكشوف، يجب مقارنة الفوائد التي تعود على المجتمع بالمخاطر المفروضة^(١).

ويمكننا القول، بأن البيع على المكشوف في حد ذاته لا يمثل أي مشكلة بل تكمن المشكلة في تطبيقه في مواقف معينة، فالبايع على المكشوف التقليدي يقوم ببيع السهم على أمل انخفاض سعره في المستقبل من تلقاء نفسه نتيجة لتوقعاته الشخصية. وهذا البائع يختلف عن غيره من البائعين على المكشوف الذين يقومون بتعمد نشر معلومات كاذبة عن الشركة المستهدفة بعد القيام بعمليات البيع على المكشوف من أجل خفض سعر السهم. وبهذا يُستخدم البيع على المكشوف في تلك الحالة كأداة للتلاعب بالسوق. كما يمكن اتفاق مجموعة من المتداولين على البيع المكثف لشركة ما بيئاً على المكشوف بهدف خفض أسعار أسهمها. وبغض النظر عن الموقف المالي للشركة

(1)Angel,(J.J.) and McCabe,(D.M.), "The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling", Op.Cit, p.244.

فلا جدال في أنه حالة نشر معلومات صادقة، يعود ذلك بالنفع على المستثمرين الراغبين في الشراء والسوق بشكل عام. لكن في حالة الإجراءات التي يسعى فيها البائعون على المكشوف إلى إلحاق الضرر بالشركة من خلال نشر معلومات خاطئة ومضللة فهي إجراءات خاطئة وغير قانونية. ويمكننا القول بأن البائعين على المكشوف في هذه الحالة لا يستفيدون فقط من بؤس الآخرين، بل يتسببون فيه. حقيقة أنه ليس من الخطأ بالضرورة الاستفادة من بؤس الآخرين، طالما أن المرء لا يزيد معاناتهم في هذه العملية. بل إن من ينتفع من بؤس الآخرين قد يخفف في بعض الأحيان من تلك المعاناة، كالطبيب الذي يعالج المرضى. إلا أنه في حالة سعي البائعون على المكشوف إلى إحداث انخفاض في سعر السهم الذي يراهنون عليه يعد أمر غير قانوني وغير أخلاقي.

المستهدفة. وبعبارة أخرى، في الصورتين السابقتين، يعتمد البائعون على المكشوف انخفاض سعر السهم المستهدف الذي يرغبون في الربح منه.

كما يمكن أن تؤدي عمليات البيع على المكشوف في ظروف معينة إلى أضرار كارثية بالنسبة للشركات المستهدفة والاقتصاد بشكل عام، ففي أزمات الائتمان حيث تواجه بعض الشركات تحديات السيولة، ولكنها في ذات الوقت قادرة على الوفاء بديونها، قد يؤدي انخفاض سعر أسهمها الناجم عن البيع على المكشوف إلى مزيد من التشديد على الائتمان لهذه الشركات، بما قد يؤدي في نهاية الأمر إلى إفلاسها وهذا النوع من البيع على المكشوف يُطلق عليه البيع على المكشوف المفترس ^(١) Predatory short selling.

المطلب الثاني

الأنظمة المشابهة للبيع على المكشوف

قد يتشابه نظام البيع على المكشوف مع بعض الأنظمة المعمول بها في بورصات الأوراق المالية في بعض الجوانب، إلا أنه يختلف عنها في جوانب أخرى

(١) لمزيد من التفصيل، راجع:

- IOSCO, IOSCO Technical Committee Members' Initiatives Relating To Restrictions on Short Sales, Op.Cit, p.2 & Brunnermeier,(M.K.), and Oehmke,(M.), "Predatory Short Selling". Review of Finance, Vol.18, No.6, 2014, pp. 2153-2178. Available at: https://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/002/213/437/RUG01-002213437_2015_0001_AC.pdf

تجعله متميزًا عنها. وقبل أن نعرض لتلك الأنظمة، فإننا سنتناول أولاً الدوافع وراء استخدام نظام البيع على المكشوف.

وترتيبًا على ما سبق، فإننا سنقسم هذا المطلب إلى فرعين، نتناول في الفرع الأول دوافع البائعين على المكشوف، ونخصص الفرع الثاني للتمييز بين البيع على المكشوف وغيره من الأنظمة المشابهة له.

الفرع الأول

دوافع البائعين على المكشوف^(١)

إن اتخاذ مراكز قصيرة Short positions هو أسلوب استثماري مرتبط بشكل شائع بصناديق التحوط Hedge Funds. ومع ذلك، يتم استخدام البيع على المكشوف من قبل مجموعة واسعة من المشاركين في السوق، وهؤلاء يتباينون باختلاف دوافعهم، فهناك المضارب Speculator، والمتحوط Hedger، وصانع السوق Market Maker، وأخيرًا المراجح Arbitrageur^(٢).

(١) راجع:

- Hauwermeiren (R.V), "Short selling during and after the financial crisis: regulatory initiatives in Belgium, the United Kingdom and Europ", Master's thesis, Faculty of Law Ghent University, 2014, p10. Available at: https://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/002/213/437/RUG01-002213437_2015_0001_AC.pdf & Lecce,(S.), The impact of short selling in financial markets, PhD Thesis, University of Sydney, 2011, pp.35-39. Available at: <http://hdl.handle.net/2123/7661>

(2) U.S. SEC, "Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO", available at: <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm> & Shadab,(H.B.), Regulating Short Sales in the 21st Century, In: Gregoriou,(G.N.), Ed, Handbook of Short Selling, Elsevier, USA, 2012, p.86. & Sirri,(E.R.),

وعليه قد تتم عمليات البيع على المكشوف بغرض المضاربة، أو التحوط، أو صناعة السوق، وأخيرًا بهدف المراجعة. ونعرض لتلك الدوافع بشيء من التفصيل، وذلك تباعًا على النحو التالي:

أولاً: المضاربة

فالمضارب يريد تحقيق ربح من الانخفاض المتوقع لسعر السهم، فهو يعتقد أن ورقة مالية معينة مبالغ فيها وبالتالي يتوقع انخفاضًا في السعر. وهناك مجموعة متنوعة من الأسباب التي تجعل البائع على المكشوف يعتقد أن سعر السهم لا يمثل بشكل واقعي قيمته الأساسية وأن هناك تناقض بين سعر السهم وقيمه الأساسية أو ما يُسمى خطأ في التسعير Pricing error. فالمضارب الشهير جيمس تشانوس رئيس شركة Kynikos، وهي شركة استثمارية متخصصة في البيع على المكشوف. قام في عام ١٩٩٩ بإجراء بحث حول الوضع المالي لشركة Enron. وسرعان ما اكتشف أن هناك تناقضًا بين أرباح Enron المعلنة وأرباحها الفعلية. كما أسفر البحث عن أن الشركة المذكورة بالكاد حققت أرباحًا ضئيلة جدًا. لذلك، وفقًا له، لم تكن شركة إنرون مبالغًا فيها فحسب، بل كانت أيضًا ترتكب الاحتيال من خلال جعل مستثمريها يعتقدون خلاف ذلك. واقتناعًا منه بأنها كانت مجرد مسألة وقت حتى يعكس سعر سهم إنرون الوضع المالي الحقيقي للشركة، بدأت شركة Kynikos في بيع أسهم إنرون على المكشوف^(١). كما يمكن أيضًا استخدام البيع على المكشوف كوسيلة للربح من التغيرات

=
'Regulatory Politics and Short Selling', University of Pittsburgh Law Review , Vol 71, No.3, 2010, p. 520. Available at: <https://lawreview.law.pitt.edu/ojs/index.php/lawreview/article/view/145/145>

(١) لمزيد من التفصيل، راجع:

- Sauer,(R.C.), Selling America Short: The SEC and Market Contrarians in the Age of Absurdity, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2010, pp.121-129.

في الأسعار النسبية. وفي هذه الحالة، فإن المستثمر، الذي لا يعرف ما إذا كان السهم "س" مبالغاً في سعره أم أن السهم "ص" أقل من سعره، سوف يبيع السهم "س" بيعاً على المكشوف ويشتري السهم "ص". فإذا تبين أن المستثمر على حق وصح السوق الأسعار النسبية، إما عن طريق انخفاض سعر السهم "س" أو زيادة سعر السهم "ص"، أو كليهما، فإن المستثمر سوف يربح من تغيرات الأسعار النسبية. وهذا يسمى بـ "تجارة الأزواج pairs trade"^(١).

ثانياً: التحوط

أما النوع الثاني من البانعين على المكشوف، فهو المتحوط، وهذا لديه دافع عكس المضارب، وهو الحد من الخسائر المحتملة الناجمة عن ورقة مالية معينة يمتلكها؛ حيث يقوم البائع ببيع كمية مساوية أو أقل من الأوراق المالية التي سبق وأن باعها على المكشوف، مع أنه بالفعل يملك في حسابه أوراقاً مالية مماثلة. فالمضارب الذي يبيع على المكشوف يعرض نفسه للمخاطرة من خلال محاولة جني الأرباح من انخفاض السعر الحالي. بينما المتحوط، يلجأ إلى البيع على المكشوف فقط خشية حدوث مثل هذا الانخفاض في الأسعار. وبعبارة أخرى، ليس في نية المتحوط تحقيق ربح فعلياً من انخفاض الأسعار. ولكنه يريد فقط تقليل الخسائر التي قد يتكبدها إذا حدث ذلك. وتُعرف تلك العملية بـ "البيع على المكشوف ضد الصندوق Selling short against the box"^(٢).

(1) Financial Services Authority (FSA), "Discussion paper on short selling", Op.Cit, p.7.

(٢) فلو صدقت توقعات هذا البائع بشأن اتجاه الأسعار على المدى القصير وحدث انخفاض في قيمة تلك الأوراق المالية، فإن الأرباح المحققة من خلال عملية البيع على المكشوف التي قام بها سوف تحتوي الخسائر التي لحقته في الأوراق المالية التي يملكها بالفعل، وإذا خابت التوقعات، وارتفعت الأسعار، فيستطيع هذا البائع استخدام الأوراق المالية التي بحوزته لسداد القرض دون أن يتحمل بأي خسارة.

=

ثالثاً: صناعة السوق

وبالنسبة لصانع السوق، فإن لديه دافع فني للبيع على المكشوف، لأنه يريد توفير السيولة والاستقرار للسوق^(١). فنظراً لأن الوظيفة الرئيسية لصانع السوق تتمثل في توفير السيولة للسوق من خلال الاستعداد المستمر لشراء الأسهم من العملاء الذين يرغبون في بيع الأسهم وبيعها للعملاء الذين يرغبون في الشراء. فهو يلجأ إلى البيع على المكشوف لتجنب المواقف التي يريد فيها شخص ما شراء سهم ما، ولكن لا يمكنه العثور على بائع والعكس صحيح. ومع ذلك، لا يسعى صانع السوق وراء هذا الهدف مجاناً؛ حيث إنه يشتري بأسعار منخفضة ويبيع بأسعار مرتفعة، وهذا يسمى انتشار العرض والطلب وهو المصدر الرئيسي لتعويض صانع السوق. وعلى الرغم من ذلك، لا

وجدير بالذكر أنه إذا كان الغالب أن يقوم المتحوط بشراء كمية مماثلة للأوراق المالية التي يحتفظ بها، وهذا ما يسمى بالتحوط المثالي Perfect Hedge، إلا أن النوع من التحوط قد يكون له عواقب ضريبية سلبية، ولهذا يحاول بعض المتحوظين تجنب هذا الأمر من خلال بيع سهمها مشابهاً - أي في نفس القطاع - للسهم المحتفظ به " مركز طويل" كأن يكون هذا الأخير لشركة الخطوط الجوية الأمريكية American Airlines، والسهم المبيع لشركة الخطوط الجوية المتحدة United Airlines. ومع ذلك، فهذا ليس تحوطاً مثالياً؛ حيث أنه من الممكن أن يتباعد السهمان، بسبب قرارات الإدارة السيئة. وبعبارة أخرى، قد تنخفض أسهم شركة الخطوط الجوية المتحدة وقد ترتفع أسهم الخطوط الجوية الأمريكية، مما يعني أنك قد تنتهي بخسارة إجمالية في هذه الحالة. ولمزيد من التفصيل، راجع:

- Taulli,(T.), Op.Cit, pp. 21-23.

(1) John,(E.P.), Robert,(C.R.), Schwert,(G.) and Geoffrey (S.),"Short Sales, Damages and Class Certification in 10b-5 Actions", (July 2001). Simon School of Business Working Paper No. FR 01-19. Available at: <https://ssrn.com/abstract=285768> <https://ssrn.com/abstract=285768>; & European Commission, Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. 2010/0251 (COD), p.11, available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&>

يحاول صانع السوق الاستفادة من الزيادة أو الخسارة في أسعار الأوراق المالية في حالة البيع على المكشوف. فعندما يبيع على المكشوف سهما ما، فإنه لا يفعل ذلك لأنه يتوقع انخفاض سعره. وذلك لأن صانع السوق عادةً ما يغلّق مركزًا قصيرًا في غضون دقائق أو حتى ثوانٍ بعد فتحه. بل يفعل ذلك فقط عندما يريد العميل شراء سهم لا يتوافر لدى صانع السوق.

رابعًا: المراجعة

وأخيرًا، يستخدم المراجح البيع على المكشوف كوسيلة للربح، وذلك في حالة إذا كان سعر السهم في بورصتين مختلفتين مختلفًا في ذات الوقت. فيحقق المراجح ربحًا إذا كان سعر السهم في بورصة معين يختلف عن سعر نفس السهم في بورصة أخرى. فعندما تكون بعض الأسهم أرخص في البورصة (أ) منها في البورصة (ب)، فإن المراجح سيشتري هذه الأسهم في البورصة (أ) ويبيعها في البورصة (ب). وبذلك، سيرتفع سعر الأسهم في البورصة (أ). وسيستمر المراجح في إرسال أوامر الشراء حتى لا يتم تسعير الأسهم في البورصة "أ" بأقل من قيمتها الحقيقية. وهناك طريقة أخرى للربح من هذا الموقف وهي بيع الأسهم في البورصة ب، حيث تكون قيمتها أكثر من قيمتها في البورصة أ. ومرة أخرى، سيستمر المراجح في بيعها حتى تتطابق أسعار الأسهم في البورصة أ وب. نظرًا لأن المراجحين يتداولون بأعداد ضخمة من الأسهم، فمن المرجح أنهم لا يمتلكون ما يكفي من الأسهم لبيعها في البورصة الأكثر تكلفة. لذلك، سوف يبيعون هذه الأسهم على المكشوف^(١).

(1) DUBIL,(R.), An Arbitrage Guide to Financial Markets, John Wiley & Sons, England, 2004, p. 12.

وترتيباً على ما سبق، يمكننا القول بأن الاهتمام الأكبر ينصب على صورة البيع على المكشوف الذي يستهدف الاستفادة من الانخفاضات في أسعار الأوراق المالية، إلا أن تلك الصورة جزء من الصورة الأكبر للبيع على المكشوف، بل إنها قد تكون تمثل جزءاً ضئيلاً من نشاط البيع على المكشوف؛ فعلى سبيل المثال، يشير بنك Credit Suisse في تقرير صادر في ٢٩ أغسطس ٢٠٠٨ إلى أن ٠.٧% فقط من المبيعات على المكشوف لصناديق التحوط هي عمليات بيع على المكشوف مخصصة Dedicated Shorts، أو مصممة لتحقيق الربح من الانخفاضات المتوقعة في أسعار أسهم معينة، بينما الكثير من عمليات البيع على المكشوف لصناديق التحوط هي جزء من استراتيجية تطابق عمليات البيع على المكشوف مع المراكز الطويلة Long Positions لديها^(١). وتُمثل المبيعات على المكشوف في صناعة السوق أو استراتيجيات التداول والتحوط المعقدة التي لا تستهدف الانخفاضات المتوقعة في أسعار الأسهم النسبة الأكبر من عمليات البيع على المكشوف؛ حيث إنها تُسهل المعاملات من قبل الآخرين، أو هي جزء من تقنية أوسع تعتمد على الأسعار النسبية للأوراق المالية المختلفة^(٢).

- (1) Avramovic, (A.), What Happened When Traders' Shorts Were Pulled Down?, Credit Suisse Market Commentary, 29 September 2008, p.5. Available at: https://finpko.ku.edu/myssi/FIN425/Articles%20on%20Liquidity%20Crisis%20of%20Sept%202008/SEC_Short_Ban_Credit%20Suisse_Sep-29-08.pdf
- (2) McCaffrey, (D.B), "Review of the Policy Debate Over Short Sale Regulation During the Market Crisis", Albany Law Review, Vol. 73, No.2, 2010, p.484. Available at: http://www.albanylawreview.org/Articles/Vol73_2/73.2.0007%20MCCAFFREY.pdf

الفرع الثاني

التمييز بين نظام البيع على المكشوف وما يتشابه معه من أنظمة

قد يخلط البعض بين نظام البيع على المكشوف وغيره من الأنظمة المشابهة له. فمن ناحية يشترك البيع على المكشوف مع الشراء بالهامش في العديد من أوجه التشابه إلا أن الاختلاف بينهما يظل قائماً، وكذلك الأمر بالنسبة لاتفاق إعادة الشراء. وأخيراً قد تزداد صعوبة التمييز بين البيع على المكشوف وخيار البيع. ولذلك كان لزاماً علينا أن نبين أوجه الشبه والاختلاف بين البيع على المكشوف وغيره من الأنظمة المشار إليها. وهذا ما سنحاول بيانه في هذا الفرع، وذلك تباعاً على النحو التالي:

أولاً: البيع على المكشوف والشراء بالهامش

يُعرف الشراء بالهامش بأنه شراء للأوراق المالية بالانتمان. فهو عملية استثمارية تقوم على فكرة الرفع المالي؛ حيث يقوم المستثمر بتمويل جزء من ثمن الأسهم المشتراة من أمواله الخاصة، والباقي بقرض يحصل عليه من شركة السمسرة^(١). كما عرفه المشرع المصري بأنه "الاتفاق بين الشركة وأحد عملائها على أن تتولى الشركة توفير التمويل اللازم لسداد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب هذا العميل"^(٢).

(١) لمزيد من التفصيل، راجع: د/ محمد عبدالمقصود محمد خانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠١٩، ص ٩٩ وما بعدها & د/ محمود فكرى عبد الصادق الشاهد، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٢٠، ص ٣٥ وما بعدها.

- Curley,(M.T.), Op.cit. , p. xi.

(٢) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، وقد تم تعديل هذه المادة أكثر من مرة بموجب قرارى وزير الاستثمار رقم ١٩٢ لسنة ٢٠٠٥ والقرار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧ سابق الإشارة إليهما.

ويعتمد كل من نظامي البيع على المكشوف والشراء بالهامش على فكرة المتاجرة بالهامش. ومع ذلك، هناك أوجه اختلاف بينها، وذلك على النحو التالي:

١- يلجأ العميل إلى استخدام الشراء في الهامش في حال توقعه ارتفاع الأسعار " سوق صاعد Bull Market". بينما يضارب العميل من خلال البيع على المكشوف على انخفاض الأسعار " سوق هابط Bear Market".

٢- يختلف محل عقد كلا النظامين؛ ففي الشراء بالهامش يقوم العميل باقتراض مبلغ من النقود لشراء الأوراق المالية، بينما في البيع على المكشوف يقوم العميل باقتراض أوراق مالية لإعادة بيعها، وبعبارة أخرى، محل العقد في الشراء بالهامش هو مبلغ النقد، بينما في البيع على المكشوف يكون محل العقد هو الأوراق المالية.

٣- يلتزم المشتري بدفع الهامش في الشراء بالهامش، بينما يكون البائع " العميل المقترض" هو الملتزم بإيداعه في البيع على المكشوف. كما يختلف التكيف القانوني للهامش في كلا النظامين؛ حيث يُعد الهامش في البيع على المكشوف ضمان للوفاء بالتزامات العميل، ويتم رده للعميل في نهاية مدة العقد. بينما في عمليات الشراء بالهامش يُمثل جزءاً من ثمن الأوراق المالية المشتراة بالإضافة إلى كونه ضماناً وأماناً للوسيط لاسترداد قيمة القرض^(١).

٤- تُوصف الأرباح في الشراء بالهامش أنها غير محدودة بينما الخسائر محدودة، أما في البيع على المكشوف فإن الأرباح محدودة بينما الخسائر غير محدودة.

(١) د/ محمد عبدالمقصود محمد غانم، مرجع سابق، ص ١٧٣.

ثانياً: البيع على المكشوف واتفاق إعادة الشراء Repo^(١)

يتم تقسيم سوق إقراض الأوراق المالية الحديثة- بوجه عام- إلى سوقين، أحدهما يتحدد بدافع المقرض (السوق المدفوع بالأوراق المالية "securities driven" market) والآخر بدافع المقرض (السوق المدفوع بالنقد "cash driven" market). ففي الفئة الأولى، وهي النوع الأكثر شيوعاً من المعاملات، يسعى المقرض إلى الحصول على أوراق مالية محددة، عادة لتغطية التعرض لمركز قصير. وفي الفئة الثانية، يسعى مقرض الأوراق المالية إلى الحصول على النقد، وغالباً لأغراض تمويل الأسهم بأسعار فائدة أفضل من سعر الاقتراض غير المضمون.

ويُعرف اتفاق إعادة الشراء بأنه اتفاق بين طرفين يحتاج أولهما إلى مال بصفة مؤقتة ولديه أوراق مالية، فيقوم ببيعها إلى من لديه فائض في الأموال على أن يقوم بإعادة شرائها بسعر أعلى من سعر البيع في موعد متفق عليه. وقد يكون اتفاق إعادة الشراء لمدة ليلة واحدة وهذا أكثر شيوعاً من اتفاقات إعادة الشراء التي تستمر لمدة أطول. وبعبارة أخرى، لا تخرج اتفاقيات إعادة الشراء عن كونها قرصاً نقدياً مضموناً^(٢)، فالذي يدخل في تلك الاتفاقيات لا يهدف إلا إلى الحصول على قرض بضمان

(١) اختصاراً لـ Repurchase Agreement.

(2) Choudhry,(M.), The REPO Handbook (Securities Institute Global Capital Markets) , 2ed , Butterworth-Heinemann, USA, 2010, p. 115.

ويرى البعض الآخر أن التوصيف الصحيح لاتفاقيات إعادة الشراء هو أنها عمليات شراء وبيع منفصلة للأوراق المالية. وليست قروضاً أو أوراقاً مالية مستقلة.

- Schatz,(H.R.), The Characterization of Repurchase Agreements in the Context of the Federal Securities Laws, St. John's Law Review, Vol. 61, No. 2, 1987, p.309. Available at: <https://scholarship.law.stjohns.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2025&context=lawreview>

الأوراق المالية التي يودعها لدى المقرض، ويتعهد بإعادة شرائها مرة أخرى في تاريخ لاحق محدد مسبقًا وبسعر أعلى من سعر بيعها^(١).

ويظهر مما سبق، أن الدافع وراء اتفاقيات إعادة الشراء هو الحاجة للنقود، بينما عمليات البيع على المكشوف تكون مدفوعة بالحاجة إلى الأوراق المالية. كما أن البائع في اتفاقية إعادة الشراء يحصل على كامل قيمتها السوقية كئمن، وذلك على عكس البائع على المكشوف؛ حيث أن هذا الأخير لا يحصل على حصة بيع الأوراق المالية المقترضة. كما يلاحظ أن المقرض في اتفاقيات إعادة الشراء مهتد بالخسارة في حال ارتفعت أسعار الأوراق المالية في السوق عن السعر المتفق عليه في اتفاقية إعادة الشراء، وذلك على عكس المقرض في عمليات البيع على المكشوف؛ حيث أنه يحصل على أوراقه المالية بالإضافة إلى عوائد استثمارها. وأخيرًا، فإن مالك الأوراق المالية في اتفاقية إعادة الشراء هم من يدفعون الفائدة في حين أنهم في البيع على المكشوف يحصلون على الفائدة^(٢).

ومثال اتفاقيات إعادة الشراء في القانون المصري، ما نصت عليه المادة (٢٧٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما على أنه

(١) د/ عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٧٣.

(٢) وقد نصت المادة (١٧/١) من لائحة الاتحاد الأوروبي ٢٣٦ لسنة ٢٠١٨ على أنه يجب ألا يتضمن تعريف البيع على المكشوف اتفاقية إعادة شراء بين طرفين حيث يبيع أحد الطرفين للآخر ورقة مالية بسعر محدد مع التزام بإعادة شراء الورقة المالية في تاريخ لاحق بسعر محدد آخر أو عقد مشتق حيث يكون وافقت على بيع الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ مستقبلي.

"The definition of a short sale should not include a repurchase agreement between two parties where one party sells the other a security at a specified price with a commitment to buy the security back at a later date at another specified price or a derivative contract where it is agreed to sell securities at a specified price at a future date".

"يجوز للشركة أن تبرم اتفاقات تتضمن الأحكام المنظمة لعمليات إعادة شراء السندات بعد بيعها وحقوق والتزامات أطراف الاتفاق، ويتم تنفيذ هذه الاتفاقات بموجب تبادل وثائق يبيع بموجبها أحد أطراف الاتفاق سندات إلى الطرف الآخر مع التزامها بإعادة بيعها للطرف الأول في تاريخ لاحق"^(١).

ثالثاً: البيع على المكشوف وخيار البيع Put Option

يُعد شراء خيار البيع والدخول في صفقة بيع على المكشوف استراتيجيات هبوطية **Bearish Strategies**، فهما الطريقتان الأكثر شيوعاً للمتداولين لتحقيق الربح عندما ينخفض سعر الأصل الأساسي. ويتم استخدام كليهما إما للمضاربة أو للتحوط. ففي البيع على المكشوف، يقترض المستثمر أسهماً وبيعهما في السوق بسعرها الحالي، على أمل انخفاض سعرها لاحقاً حتى يتمكن من شرائها مرة أخرى بتكلفة أقل. وفي شراء خيار البيع، فإن المستثمر يشتري الحق في بيع الأصل الأساسي بسعر محدد في عقد خيار البيع. فيكون للمستثمر الاستفادة من الانخفاض - على فرض حدوثه- في سعر الأصل الأساسي مع الحد أيضاً من مقدار الخسارة التي قد يتعرض لها. ويلتزم المستثمر في الحالتين بدفع مبلغ نقدي، يكون بمثابة ضمان.

وعلى الرغم من أوجه التشابه السابقة، إلا أنه يوجد اختلافاً جذرياً بينهما، وذلك على النحو التالي:

- ١- إذا ارتفع السعر بشكل كبير، يحق لمشتري خيار البيع ألا يقوم بالتنفيذ مقابل خسارته للعلاوة التي سبق وأن قدمها كضمان للتنفيذ. بينما الأمر في البيع على

(١) معدلة بموجب قرار وزير الاقتصاد رقم ٤٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. الوقائع المصرية العدد ٢٠، بتاريخ ٢٦-١-٢٠٠٠.

المكشوف على خلاف ذلك؛ حيث إن البائع على المكشوف ملزم قانوناً بإعادة شراء أسهم مماثلة لتلك السابق اقتراضها وإعادتها للمقرض في الميعاد المتفق عليه، دون نظر إلى سعرها المرتفع في السوق- وذلك إذا خابت توقعاته بشأن الأسعار- فالأمر بالنسبة للبائع على المكشوف إجباري وليس اختياري.

٢- البيع على المكشوف هو أكثر خطورة من شراء خيار البيع؛ حيث إن الخسارة محدودة في حالة خيار البيع، فأقصى ما يمكن أن يخسره المستثمر هو مبلغ العلاوة الذي دفعت لشراء الخيار، وحتى هذا قد يُعوضه - ولو بشكل جزئي- الارتفاع في الأسهم أو المحفظة، في حين أن الربح المحتمل مرتفع. وهذا المبلغ المحدود من الخسارة هو العامل الذي يمكن أن يكون جذاباً جداً للمتداولين المبتدئين. بينما الخسارة في البيع على المكشوف غير محدودة؛ حيث يمكن أن تتعدى الخسائر نسبة ١٠٠% من قيمة السهم؛ حيث ارتفاع الأسعار لا حدود له. وتكون الأرباح محدودة.

٣- لا يكون مشتري خيار البيع عُرضة لمكالمات الهامش Margin call في حالة ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية. على عكس البائع على المكشوف، الذي يكون محلاً لمكالمات الهامش عند انخفاض قيمة الضمانات المقدمة منه مقارنة بالقيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة. وبعبارة أخرى، ينتهي التزام مشتري خيار البيع بدفعة العلاوة المتفق عليها، بينما يلتزم البائع على المكشوف بالمحافظة على قيمة الهامش المدفوع طيلة مدة العقد.

٤- تُعد التكاليف والإجراءات المرتبطة بإبرام عملية بيع على المكشوف أكبر مما هو عليه في شراء خيار بيع.

المبحث الثاني

الطبيعة القانونية لنظام البيع على المكشوف

إن الوقوف على الطبيعة القانونية لنظام البيع على المكشوف يستلزم منا أن نُهد أولاً ببيان مراحل عملية البيع على المكشوف، وذلك وصولاً إلى وضع تكييف قانوني سليم لذلك النظام. وعليه فإننا سنتناول في هذا المبحث الطبيعة القانونية لنظام البيع على المكشوف، وذلك من خلال مطلبين على النحو التالي:

المطلب الأول: مراحل إتمام عملية البيع على المكشوف.

المطلب الثاني: التكييف القانوني للبيع على المكشوف.

المطلب الأول

مراحل إتمام عملية البيع على المكشوف

تمر عملية البيع على المكشوف بأربعة مراحل؛ حيث تتمثل المرحلة الأولى في تكوين وعاء أوراق مالية للإقراض، مروراً بالمرحلة الثانية وهي مرحلة اقتراض الأوراق المالية، ووصولاً إلى المرحلة الثالثة وفيها يتم تنفيذ التسوية، وأخيراً، المرحلة الرابعة وهي مرحلة رد الأوراق المالية المقترضة وإنهاء عملية البيع على المكشوف. وتتناول هذه المراحل تباعاً في أربعة فروع على النحو الآتي.

الفرع الأول

مرحلة تكوين وعاء أوراق مالية للإقراض

تبدأ أولى مراحل عملية البيع على المكشوف بالبحث عن المستثمرين الراغبين في إقراض ما يملكونه من أوراق مالية، وبدون هؤلاء المستثمرين لا يمكن أن تتم عمليات البيع على المكشوف. ومقرضو الأوراق المالية Securities Lenders يتمثلون فيما يلي: ١- بنوك الإيداع Custodian Banks والتي كانت قديماً تُعد من أكبر مقرضي الأسهم. فبعد الحصول على إذن المالك المستفيد Beneficial Owner، يمكن لتلك البنوك أن تعمل كوكلاء إقراض للمالكين المستفيدين من خلال إقراض الأسهم للمقترضين. ويشترك البنك والمالكون المستفيدون في أي إيرادات ناتجة عن إقراض الأوراق المالية باتفاقية مشاركة رسوم مُعدة مسبقاً؛ حيث يحصل المالك المستفيد على ٧٥ ٪ من الإيرادات بينما يحصل البنك الوكيل على الباقي^(١). ٢- المستثمرون المؤسسيون Institutional Investors؛ حيث يمتلكون عادةً الأوراق المالية على المدى الطويل مثل صناديق التقاعد وصناديق التأمين وصناديق التحوط. فهؤلاء المستثمرون يمثلون مصدر الإقراض الرئيسي للأوراق المالية؛ حيث ينجذبون إلى إقراض الأوراق المالية من خلال مصدر الدخل الإضافي الذي يقدمه^(٢). ٣-

(1) Fabozzi,(F.J.), " Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards ", Op.Cit, p11.

(2) Technical Committee of International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries (CPSS), Securities lending transactions: market development and implications, 1999, p.18. available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD96.pdf>

الشركات المالية مثل البنوك والسماصرة المتعاملين Broker-Dealers، فقد أصبح إقراض الأوراق المالية لدى تلك الشركات نشاطاً تجارياً مهماً في حد ذاته. فقد توفر هذه الأعمال إما خدمة العملاء أو تمكن الشركة من استغلال فرص السوق على أساس الملكية. فعلى سبيل المثال، تقوم الشركة باقتراض الأوراق المالية على أمل أن يكون الآخرون على استعداد قريباً لدفع المزيد لاقتراضها. وبدلاً من ذلك، قد تحاول الاستفادة من فروق أسعار الفائدة. وتقوم تلك الشركات بإقراض الأوراق المالية بصفقتها إما كأصيل أو وكيل. فقد يمتلك السمسار رصيد من تلك الأوراق المالية ومن ثم يقوم بإقراضها لحسابه الخاص. وهذا بطبيعة الحال، لا يحدث إلا في الأسواق التي تسمح للسماصرة بعقد عمليات لحسابها الخاص^(١). وقد يلجأ السمسار إلى أحد عملائه ممن يمتلكون رصيد من الأوراق المالية المطلوبة، أو يلجأ إلى أحد السماصرة الآخرين الذين يملكون رصيد من تلك الأوراق المالية أو أحد عملائهم ولديهم الرغبة في إقراضها^(٢).

وبالنسبة للوضع في مصر، فقد تبني المشرع نظاماً لتسليف الأوراق المالية؛ حيث عهد إلى الهيئة العامة للرقابة المالية بوضع نظام لإقراض الأوراق المالية بغرض البيع مقابل ضمان نقدي تحدده قواعد هذا النظام كنسبة مئوية من القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة (م ٢٩٨ لائحة). ويتم تكوين وعاء الإقراض على النحو التالي:

(١) لا يعرف القانون المصري نظام السمسار المتعامل؛ حيث تنص المادة ٩٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري السابق الإشارة إليه على أنه "يحظر على شركة السمسرة اتباع سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم كما يحظر عليها عقد عمليات لحسابها الخاص".

(2) Curley,(M.T.), Op.Cit, p.46.

وفقاً لنص المادة (١/٨) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ بشأن تنظيم مزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع^(١) يلتزم أمناء الحفظ بإعداد وإدارة نظام متكامل لحسابات العملاء المقرضين يتضمن توثيق لجميع مراحل وإجراءات العمل، وعلى الأخص إثبات المتاح للإقراض من خلاله وبيانات عمليات الاقتراض وبيانات العملاء المقرضين وبيانات العملاء المقترضين وبيانات إنهاء عمليات الاقتراض. ويلتزم أمناء الحفظ والعملاء المقرضين بإبرام عقد لإقراض الأوراق المالية وفقاً للنموذج الاسترشادي الصادر عن الهيئة في هذا الشأن^(٢)، والذي يجب أن يتضمن النص على رغبة وقبول العميل إقراض أوراقه المالية من خلال نظام الإقراض وكذا موافقته على الإقراض كلياً أو جزئياً من الأرصدة الورقية المملوكة له".

ومن هذا النص، فإن الأمر يبدأ بقيام العميل الراغب في إقراض أسهمه وإتاحتها في وعاء الإقراض: ١- بالتعاقد مع أمين الحفظ على إقراض كل أو جزء من أرصده النقدية المملوكة له وذلك في حدود النسب المحددة قانوناً. ٢- إنشاء أمين الحفظ وعاء خاص للأوراق المالية المتاحة للإقراض بناءً على العقود المبرمة بينه وبين العملاء المقرضين. ٣- قيام أمين الحفظ بإرسال كافة بيانات الأوراق المالية المتاحة للإقراض وتفاصيل عمليات الإقراض إلى شركة الإيداع المركزي.

(١) صادر بتاريخ: ٢٠١٩/٢/٢٦. متاح على الرابط التالي:

http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/FRA

(٢) وقد صدر قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٦٠٩ لسنة ٢٠١٩ بتاريخ: ٢٠١٩/١٢/١٨ بشأن نموذج العقد الاسترشادي لعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع. متاح على الرابط التالي:

http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/pdf.jsp?itemId=UG49165&itemType=3&parentId=UG49164&parentType=2

وبهذا الأمر أصبح لدينا طرف مهم جدًا من أطراف عملية البيع على المكشوف وهو العميل الراغب في إقراض أسهمه.

وعلى الرغم من أهمية تبني نظام مركزي لإقراض الأوراق المالية بغرض البيع من خلال عمل صندوق لإقراض الأسهم لدى جهة الإيداع والقيود المركزي في السوق المعني، بحيث يتم وضع أسهم العملاء الذين يرغبون في إتاحتها للإقراض لمستثمرين آخرين مقابل نسبة فائدة محددة فيه. الأمر الذي سيساهم في تنفيذ عمليات اقتراض الأسهم بغرض البيع بشكل كبير؛ حيث إن الأسهم موجودة بشكل مستمر ومتاحة في أي وقت، وبالتالي تستطيع شركات السمسرة طلب أيًا من الأسهم المراد اقتراضها من مكان واحد محايد دون التعرض إلى رغبة أو مصلحة أي طرف آخر. إلا أن المشرع المصري لم يتبن مثل هذا النظام المركزي لإقراض الأوراق المالية بغرض البيع - على الرغم من أهميته- بل جعل لأمناء الحفظ دورًا جوهريًا من خلال تسليف الأسهم المتاحة لديهم بوعاء الإقراض إلى أي شخص معين دون غيره. وإن كانت تلك السلطة التقديرية لأمناء الحفظ في تسليف الأوراق المالية لعمالهم والمتاحة في بوعاء الإقراض لديهم مقيدة؛ حيث إنه لا يجوز لأمين الحفظ إقراض الأوراق المالية للعميل إلا لشركة سمسرة من تلك الشركات المحددة من قبل العميل في عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض والمفوضة بالاقتراض من حساب العميل لصالح عملائها.

الفرع الثاني

مرحلة اقتراض الأوراق المالية وبيعها

تأتي المرحلة الثانية من مراحل عملية البيع على المكشوف بعد التأكد من وجود أوراق مالية متاحة للإقراض في أوعية الإقراض لدى أمناء الحفظ، وذلك بإعلان العميل رغبته في اقتراض أوراق مالية من خلال نظام الإقراض بغرض بيعها وإعادتها

في وقت لاحق طبقًا لما هو متفق عليه. ويتم هذا الاتفاق من خلال عقد يبرمه العميل المقترض مع شركة السمسرة والعميل المقرض يتضمن كافة تفاصيل عملية الاقتراض ومدته مع مراعاة الضوابط المنصوص عليه في المادة (٢٩٩ مكرر) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي تنص على أنه " يجب أن تبرم الشركة والعميل عقداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ويجب أن يكون العقد مكتوباً، مع مراعاة ما يلي...".

ثم يقوم العميل بإصدار أوامره إلى شركة السمسرة لتنفيذ عملية الاقتراض خصماً من وعاء الأوراق المالية المتاحة لدى أمين الحفظ. على أن تقوم شركات السمسرة بعد ذلك بتسجيل عمليات الاقتراض وإخطار أمناء الحفظ وشركة الإيداع المركزي، لكي تتولى الأخيرة عملية تحويل الأوراق المالية المطلوب اقتراضها من حساب العميل المقرض إلى حساب العميل المقترض.

وتقوم شركة السمسرة بعد إيداع العميل المقترض للضمان النقدي أو الضمانات الأخرى المنصوص عليها، بتنفيذ أمر بيع الأوراق المالية المقترضة، وتكون أوامر البيع الخاصة بعمليات الاقتراض صالحة ليوم واحد Day Order، وفي حالة عدم تنفيذها خلال اليوم تعتبر عملية الاقتراض بغرض البيع غير قائمة ولا يترتب عليها أية حقوق أو التزامات، على أن تقوم شركة السمسرة بتسجيل طلبات الاقتراض غير المنفذة وإرسالها لشركة الإيداع المركزي والتي تتولى عملية رد الأسهم من حساب العميل المقترض إلى حساب العميل المقرض^(١).

(١) المادة (٢/٨) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

وفي البورصة المصرية، يكون تسجيل أوامر البيع للأسهم المقترضة خلال جلسة التداول فقط من الساعة العاشرة صباحًا وحتى الثانية والنصف ظهرًا، أي أنه لا يمكن تسجيل هذا النوع من الأوامر خلال جلسة الاستكشاف السعرية. وعلاوة على وجوب تسجيل هذا النوع من أوامر البيع بمدة صلاحية " يوم "، فإنه في حالة إلغاء عمليات على الأوراق المالية المسموح عليها تسجيل أوامر بيع لأوراق مالية مقترضة أثناء جلسة التداول، سيتم إلغاء الأوامر الخاصة بهذا الخاصة. كما أنه لا يتم تمييز أوامر البيع للأسهم المقترضة في السوق عن أوامر البيع التقليدية، ولكنها تكون مميزة بالنسبة لكل شركة سمسة قامت بإدخال هذه النوعية من الأوامر. كما يجب تسجيل هذا النوع من الأوامر بدون أية اشتراطات كمية^(١).

وأخيرًا، لا يمكن تسجيل أمر بيع لأسهم مقترضة بسعر السوق Market Price؛ حيث أن هناك آلية تسعير لهذا النوع من الأوامر. فقد نصت المادة (١/٢٩٩/ب) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن " يكون تداول الأوراق المالية المقترضة بالشروط الآتية:....(ب) أن يكون سعر بيع الأوراق المالية المقترضة إما: ١- يزيد على آخر سعر للتداول. أو ٢- يساوي آخر سعر للتداول بشرط أن يكون آخر تغير في سعر التداول بالزيادة". ومقتضى هذا النص، أنه لا يمكن أن يكون سعر أمر بيع لورقة مالية مقترضة إلا أحد أمرين: ١- أن يكون السعر المحدد بأمر البيع أكبر من سعر آخر تداول Last Trade Price بوحدة سعرية واحدة على الأقل وهذا القاعدة تُسمى بقاعدة ارتفاع السعر Uptick Rule. ٢- أن يكون السعر المحدد بأمر البيع مساوي لآخر سعر تداول على

(١) البورصة المصرية، آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع " دليل بداية التطبيق"، مرجع سابق، ص ٣١.

أن يكون آخر تغير في سعر التنفيذ بالزيادة أي أن سعر التنفيذ ذو اتجاه صاعد وهو ما يُعرف بـ **Zero+ Tick Rule**^(١).

ولتوضيح آلية التسعير المشار إليها، فإننا نضرب المثال التالي: لنفترض أن السعر المرجعي للورقة المالية هو ٣٧.٤٥ جنيه. ١- في حالة عدم وجود أية عمليات منفذة في السوق أو وجود تنفيذ بالسعر المرجعي: فإن نظام التداول سيقبل تسجيل أمر بيع لورقة مالية مقترضة فقط بسعر أكبر من السعر المرجعي أي بسعر ٣٧,٤٦ جنيه أو أكبر، ويتم رفض تسجيل أمر البيع إذا كان السعر هو نفس السعر المرجعي ٣٧,٤٥ أو أقل. ٢- في حالة السوق الصاعد أو الثابت بعد صعود: سيقبل نظام التداول تسجيل أمر بيع لورقة مالية مقترضة بسعر مساوي أو أكبر من سعر آخر عملية منفذة، وعلى فرض وجود سعر تنفيذ بـ ٣٧,٥٠ فضلاً عن السعر المرجعي ٣٧,٤٥، فإن النظام لن يقبل تسجيل أمر البيع إلا إذا كان بسعر ٣٧,٥٠ أو أكبر. ٣- في حالة السوق الهابط أو السوق الثابت بعد هبوط: لا يمكن تسجيل أمر بيع لورقة مالية مقترضة إلا بسعر يزيد على سعر آخر عملية منفذة، وعلى فرض أن آخر سعر تنفيذ هو ٣٧,٥٠، فإن النظام لن يقبل أمر بيع في هذه الحالة إلا إذا كان السعر هو ٣٧,٥١ أو أكبر، ويتم رفض تسجيل الأمر عند محاولة التسجيل بنفس سعر آخر تنفيذ أو أقل^(٢).

وجدير بالذكر أنه يتم تغذية أمر بيع ورقة مالية مقترضة كما هو معتاد بالنسبة لأوامر البيع التقليدية؛ حيث يتم اختيار السوق، والورقة المالية، وتحديد كمية الأمر، وكود العميل، وكذلك كود أمين الحفظ. ويتم اختيار Short للدلالة على الرغبة في بيع

(١) ذات المرجع السابق، ص ٢٣.

(٢) تم الاستعانة هنا بالأمثلة الرقمية على تسعير الأوامر SSO في البورصة المصرية، والمنصوص عليها في: البورصة المصرية، آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع " دليل بداية التطبيق"، ص ٥٦-٦٢.

أوراق مالية مقترضة. ويتم تطبيق المعالجة السعرية المتعلقة بتلك الآلية بشكل آلي عند تسجيل أمر البيع، وبالتالي يتم قبول تسجيل الأمر ويظهر في السوق إذا كان السعر مطابقاً للمعايير السابقة، ويتم رفضه في حالة عدم التطابق^(١).

وأما عن الوضع في الولايات المتحدة الأمريكية^(٢)، فإن جذور قاعدة ارتفاع السعر Uptick Rule ترجع إلى المشرع الأمريكي؛ حيث اعتمدت لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) في عام ١٩٣٨ تلك القاعدة، والمعروفة بشكل رسمي أكثر باسم القاعدة "Rule 10a-1" وذلك لتقييد البيع على المكشوف في حالة تراجع السوق. ومقتضى القاعدة المذكورة أنه - مع مراعاة بعض الاستثناءات - يجوز بيع ورقة مالية مدرجة على المكشوف: (أ) بسعر أعلى من السعر الذي تم به البيع السابق مباشرة. أو (ب) بسعر البيع الأخير إذا كان أعلى من السعر السابق^(٣). وقد ظلت الأحكام الأساسية للقاعدة ١٠ أ - ١ دون تغيير تقريباً منذ اعتمادها. إلا أنه مع ذلك، واستجابة للتغيرات في أسواق الأوراق المالية، أضافت اللجنة العديد من الاستثناءات إلى القاعدة المذكورة، الأمر الذي حدا بلجنة الأوراق المالية والبورصات

(١) البورصة المصرية، آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع " دليل بداية التطبيق"، ص ٢٩-٣١.

(٢) لمزيد من التفصيل ، راجع:

- Paredes,(T.), Statement at Open Meeting and Dissent Regarding the Adoption of Amendments to Regulation SHO (the "Alternative Uptick Rule"), 2010. Available at: <https://www.sec.gov/news/speech/2010/spch022410tap-shortsales.htm> & Shadab,(H.B.), Regulating Short Sales in the 21st Century, Op.Cit, pp.87-96.

(3) Rule 10a-1(a)(1) provided that, subject to certain exceptions, a listed security may be sold short (A) at a price above the price at which the immediately preceding sale was effected (plus tick), or (B) at the last sale price if it is higher than the last different price (zero-plus tick).

إلى تبني التنظيم SHO سابق الإشارة إليه ونصت المادة (202T) منه على تعليق العمل مؤقتًا بقاعدة التسعير المعمول بها، إلى أن تم إلغاؤها في عام ٢٠٠٧؛ نظرًا لعدم فعاليتها في تقليل التلاعب بالأسعار وتأثيرها السلبي على السيولة. وفي ٢٦ فبراير ٢٠١٠، واستجابة لتقلبات السوق المتزايدة والانخفاضات الحادة في أسعار الأسهم^(١)، قدمت لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية قاعدة بديلة للحفاظ على ثقة المستثمرين وتعزيز كفاءة السوق^(٢)، وفي نفس الوقت منع التلاعب بالسوق وتفاقم انخفاض الأسعار. وتفرض القاعدة الجديدة (القاعدة ٢٠١) من التنظيم SHO التي تمت الموافقة عليها قيودًا على البيع على المكشوف؛ بحيث إذا انخفض سعر الورقة المالية إلى ما دون ١٠٪ بالنسبة لآخر سعر إقفال، فلا يُسمح بالبيع على المكشوف إلا

(١) يرى البعض أن إعادة تقديم قاعدة اختبار السعر مشتق مرة أخرى من الضغط السياسي الذي تمت ممارسته على لجنة الأوراق المالية والبورصات في أعقاب الأزمة المالية ٢٠٠٧/٢٠٠٨. تماشيًا مع خلفية قيود البيع على المكشوف الأوروبية، ويشير إعادة تقديم اختبار السعر إلى أن النهج التنظيمي للجنة الأوراق المالية والبورصات يخضع حاليًا لمخاوف العلاقات السياسية أكثر من النتائج الاقتصادية؛ حيث إن النتائج التجريبية التي تدرس فعالية القاعدة الجديدة منذ تقديمها أخفقت في توثيق أي فوائد واضحة مستمدة منها ولا تبرر تكاليفها الباهظة. ويؤكد وجهة النظر السابق، أن الوقت الذي تم فيه إلغاء القاعدة لم يتسبب في إثارة اهتمام عام كبير، ولكن بمجرد حدوث الأزمة المالية، تعرضت لجنة الأوراق المالية والبورصات لانتقادات متزايدة بسبب قرارها. كما تصاعد الضغط إلى درجة وصف إلغاء القاعدة بأنه خرق للثقة العامة وأسس لفصل رئيس لجنة الأوراق المالية والبورصات. راجع:

- Howell,(E.), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?, Op.Cit, p.160.

(٢) صرحت ماري شابيرو ary Schapiro رئيسة لجنة الأوراق المالية والبورصات، أنه القاعدة الجديدة كانت مصممة للحفاظ على ثقة المستثمرين وتعزيز كفاءة السوق. كما أعلنت أيضًا أن القاعدة ستحقق التوازن الصحيح لأنها أدركت أن البيع على المكشوف يمكن أن يكون له تأثير مفيد وضار على الأسواق اعتمادًا على الظروف. راجع:

- Schapiro,(M.), 'Speech by SEC Chairman: Statement at SEC Open Meeting — Short Sale Restrictions', 24 February 2010, p.1. available at: <https://www.sec.gov/news/speech/2010/spch022410mls-shortsales.htm>

إذا كان سعر بيع الورقة المالية أعلى من أفضل سعر طلب وطني حالي National Best Bid. ويكون هذا القيد فعالاً فقط ليوم التداول الحالي واليوم التالي^(١).

وعلى مستوى الاتحاد الأوروبي، لم يأخذ المشرع بنهج وضع قيود على تسعير بيع الأوراق المالية المقترضة كقاعدة الارتفاع سألقة البيان التي أخذ بها المشرع الأمريكي والمصري. ولكنه مع ذلك نظم سلطة تقييد البيع على المكشوف للأدوات المالية مؤقتاً في حالة حدوث انخفاض كبير في السعر، وذلك بموجب المادة (٢٣) من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ سابق الإشارة إليها على النحو التالي:

١- في حالة انخفاض سعر الأداة المالية في مكان التداول بشكل كبير خلال يوم تداول واحد فيما يتعلق بسعر الإقفال في ذلك المكان في يوم التداول السابق، يتعين على السلطة المختصة في الدولة العضو لذلك المكان النظر فيما إذا كان من المناسب حظر أو تقييد الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين من المشاركة في البيع على المكشوف للأداة المالية في مكان التداول هذا أو تقييد المعاملات في تلك الأداة المالية في ذلك المكان من أجل منع حدوث انخفاض غير منظم في سعر الأداة المالية. وإذا اقتنعت السلطة المختصة بأنه من المناسب القيام بذلك، فيجب عليها في حالة وجود سهم أو

(1) "trading center shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed to: 1 - Prevent the execution or display of a short sale order of a covered security at a price that is less than or equal to the current national best bid if the price of that covered security decreases by 10% or more from the covered security's closing price as determined by the listing market for the covered security as of the end of regular trading hours on the prior day; and 2- Impose the requirements of paragraph (b)(1)(i) of this section for the remainder of the day and the following day when a national best bid for the covered security is calculated and disseminated on a current and continuing basis by a plan processor pursuant to an effective national market system plan.

أداة دين، حظر أو تقييد الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من الدخول في بيع على المكشوف في مكان التداول هذا أو في حالة نوع آخر من الأدوات المالية، وكذلك يجب تقييد المعاملات في تلك الأداة المالية في مكان التداول هذا من أجل منع حدوث انخفاض غير منظم في سعر الأداة المالية. ٢- ويطبق ذلك الإجراء المشار إليه لمدة لا تتجاوز نهاية يوم التداول التالي ليوم التداول الذي حدث فيه انخفاض السعر. وإذا كان هناك، في نهاية يوم التداول التالي ليوم التداول الذي حدث فيه انخفاض السعر، على الرغم من الإجراء المفروض، انخفاض كبير آخر في قيمة الأداة المالية على الأقل ٥% من سعر إغلاق يوم التداول الأول، يجوز للسلطة المختصة تمديد الإجراء لفترة أخرى لا تتجاوز يومين تداول بعد نهاية يوم التداول الثاني. ٣- ويجب على السلطة المختصة في الدولة العضو في المكان الذي انخفضت فيه الأداة المالية خلال يوم تداول واحد بقيمة ١٠% أو أكثر من سعر إقفال يوم التداول السابق إخطار هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية ESMA^(١) بالقرار المتخذ بموجب الفقرة ١ في آخر ساعتين بعد النهاية في يوم التداول هذا. ويجب على ESMA إبلاغ السلطات المختصة في الدول الأعضاء الأصلية على الفور بالأمكان التي تتداول فيها نفس الأداة المالية. فإذا لم توافق السلطة المختصة على الإجراء الذي اتخذته سلطة مختصة أخرى بشأن أداة

(1) European Securities and Markets Authority.

وقد تأسست الهيئة كنتيجة مباشرة لتوصيات تقرير "دي لاروسبير" عام ٢٠٠٩ الذي دعا إلى إنشاء نظام أوروبي للرقابة المالية كشبكة لامركزية. وقد بدأت عملياتها في ١ يناير ٢٠١١ وفقاً للائحة التأسيسية لديها وحلت محل لجنة منظمي الأوراق المالية الأوروبية التي كانت شبكة من سلطات الاتحاد الأوروبي التي عززت الإشراف المستمر في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي وقدمت المشورة للمفوضية الأوروبية. وتعمل الهيئة على الحفاظ على استقرار النظام المالي للاتحاد الأوروبي من خلال تعزيز حماية المستثمرين وتعزيز الاستقرار والنظام للأسواق المالية. ولمزيد من التفصيل، راجع موقع الهيئة على الرابط التالي:

<https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>

مالية يتم تداولها في أماكن مختلفة تنظمها هيئات مختصة مختلفة، فقد تساعد ESMA تلك السلطات في التوصل إلى اتفاق وفقاً للمادة ١٩ من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٠١٠/١٠٩٥. يتم الانتهاء من المصالحة قبل منتصف الليل في نهاية نفس يوم التداول. وإذا فشلت السلطات المختصة المعنية في التوصل إلى اتفاق خلال مرحلة التوفيق، يجوز لـ ESMA اتخاذ قرار وفقاً للمادة (٣/١٩) من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٠١٠/١٠٩٥. ويجب اتخاذ القرار قبل افتتاح يوم التداول التالي^(١).

- (1) Power to restrict short selling of financial instruments temporarily in the case of a significant fall in price: 1. Where the price of a financial instrument on a trading venue has fallen significantly during a single trading day in relation to the closing price on that venue on the previous trading day, the competent authority of the home Member State for that venue shall consider whether it is appropriate to prohibit or restrict natural or legal persons from engaging in short selling of the financial instrument on that trading venue or otherwise limit transactions in that financial instrument on that trading venue in order to prevent a disorderly decline in the price of the financial instrument. Where the competent authority is satisfied under the first subparagraph that it is appropriate to do so, it shall in the case of a share or a debt instrument, prohibit or restrict natural and legal persons from entering into a short sale on that trading venue or in the case of another type of financial instrument, limit transactions in that financial instrument on that trading venue in order to prevent a disorderly decline in the price of the financial instrument. 2. The measure under paragraph 1 shall apply for a period not exceeding the end of the trading day following the trading day on which the fall in price occurs. If, at the end of the trading day following the trading day on which the fall in price occurs, there is, despite the measure being imposed, a further significant fall in value of at least half of the amount specified in paragraph 5 of the financial instrument from the closing price of the first trading day, the competent authority may extend the measure for a further period not exceeding 2 trading days after the end of the second trading day. 4. A competent authority of the home

=

وبمقارنة موقف المشرع الأمريكي من الاتحاد الأوروبي، نجد أن هناك اختلافات في نهج القيود المتعلقة بسعر أوراق مالية مباحة على المكشوف؛ حيث في الاتحاد الأوروبي، لا تكون الإجراءات المنصوص عليها تلقائية التطبيق، فيتعين على السلطة المختصة في الدولة المعنية NCA⁽¹⁾ أو هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية اتخاذ قرار بشأن فرض قيود معينة في تلك الحالة. وعلى النقيض مما سبق، ففي الولايات المتحدة إذا انخفض سعر الورقة المالية إلى ما دون ١٠٪ بالنسبة لآخر سعر إقفال، فلا يُسمح بالبيع على المكشوف إلا إذا كان سعر بيع الورقة المالية أعلى من أفضل سعر طلب وطني حالي National Best Bid. ويكون هذا القيد فعالاً فقط ليوم التداول الحالي واليوم التالي.

=

Member State of a venue where a financial instrument has during a single trading day fallen by the value referred to in paragraph 5 shall notify ESMA about the decision taken under paragraph 1 at the latest 2 hours after the end of that trading day. ESMA shall immediately inform the competent authorities of the home Member States of venues which trade the same financial instrument. If a competent authority disagrees with the action taken by another competent authority on a financial instrument traded on different venues regulated by different competent authorities, ESMA may assist those authorities in reaching an agreement in accordance with Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010. The conciliation shall be completed before midnight at the end of the same trading day. If the competent authorities concerned fail to reach an agreement within the conciliation phase, ESMA may take a decision in accordance with Article 19(3) of Regulation (EU) No 1095/2010. The decision shall be taken before the opening of the next trading day. 5. The fall in value shall be 10 % or more in the case of a liquid share, as defined in Article 22 of Regulation (EC) No 1287/2006, and for illiquid shares and other classes of financial instruments an amount to be specified by the Commission.

(1) National Competent Authority.

الفرع الثالث

مرحلة تنفيذ التسوية

تأتي مرحلة تنفيذ التسوية بعد إتمام بيع الأوراق المالية المقترضة بالبورصة، فإذا كان من الطبيعي أن يتم تحويل الأوراق المالية محل العملية من حساب العميل البائع لدى أمين الحفظ البائع إلى حساب العميل المشتري لدى أمين الحفظ المشتري. كما يتم خصم قيمة عمليات التداول التي تتم تسويتها من الحساب النقدي لعضو التسوية المشتري وإضافتها في الحساب النقدي لعضو التسوية البائع لدى الشركة. ثم يقوم أمين الحفظ البائع فور استلامه كشف حساب التسوية الآلي من شركة مصر للمقاصة بإصدار كشف حساب للعميل يوضح رصيده من الأوراق المالية لديه بعد تسوية عملية البيع. كما يقوم أمين الحفظ المشتري فور استلامه كشف حساب التسوية الآلي من شركة مصر للمقاصة بإصدار كشف حساب للعميل المشتري يوضح إضافة الأوراق المالية المشتراة في حسابه بعد تسوية عملية الشراء. وإلى هنا تكمن خصوصية عمليات البيع على المكشوف؛ حيث لا يحصل بائع الأوراق المالية المقترضة على حصيلة بيع تلك الأوراق، بل يتم وضع تلك الحصيلة في حساب خاص باسم شركة السمسرة، لكي يتم استثمارها من تاريخ الإقراض -وهو هنا تاريخ تسوية عملية البيع- لصالح العميل المقرض في وثائق استثمار صناديق النقد أو حسابات جارية ذات عائد على أن يتم تحويل صافي العائد من الاستثمار بالكامل إلى حساب العميل المقرض من خلال أمين حفظ العميل المقرض وشركة مصر للمقاصة بعد إقفال عملية الاقتراض مع خصم العمولات والمصاريف المستحقة لشركة السمسرة (م ٤ من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ - والبند السادس من نموذج العقد النموذجي الاسترشادي سابق الإشارة إليه).

الفرع الرابع

مرحلة رد الأوراق المالية المقترضة

تتسم عقود البيع على المكشوف بأنها مفتوحة المدة أو متجددة باستمرار، إلا أنه مع ذلك هناك حالات يتم فيها إنهاء عقد البيع على المكشوف، ويمكن رد تلك الحالات إلى نوعين: حالات إرادية وأخرى إجبارية، وذلك على النحو التالي:

أولاً: حالات إنهاء عملية البيع على المكشوف الإرادية

يمكن أن يكون الاحتفاظ بصفقة بيع على المكشوف مكلفاً؛ إذ سيظل البائع بحاجة إلى دفع فائدة شهرية على قرض الهامش. ولهذا السبب، غالباً لا يحتفظ البائعون على المكشوف بمراكزهم المكشوفة لأكثر من عام. وتُسمى عملية إنهاء البائعين لمراكزهم المكشوفة بالتغطية القصيرة Covering the short⁽¹⁾.

ويمكن إجمال حالات قيام البائع على المكشوف بإنهاء عملية البيع على المكشوف طواعية فيما يلي:

- ١- إذا صدقت توقعات البائع على المكشوف وانخفضت الأسعار بالشكل الذي توقعه، وحقق الأرباح المستهدفة.
- ٢- إذا خابت توقعات البائع على المكشوف بشأن انخفاض الأسعار وحدث ارتفاع حاد في الأسعار ويريد أن يضع حدًا لتلك الخسائر المتوقعة.

(1) Taulli,(T.), "All About Short Selling", Op.Cit, p.17 & Curley,(M.T.), Op.Cit, p.51.

وفي الحالتين السابقتين، يقوم البائع بإنهاء عملية البيع على المكشوف من خلال أحد طريقتين^(١): الأول: الرد من خلال رصيد متاح لذات الأوراق المالية المقترضة؛ حيث يقوم البائع بإصدار تعليماته إلى شركة السمسرة بإنهاء عملية الاقتراض بغرض البيع - جزئياً أو كلياً- عن طريق تحويل ذات كمية الأوراق المالية المقترضة المطلوب ردها من الرصيد المتاح له من ذات الوقة المالية المقترضة، وتقوم شركة السمسرة بإخطار أمين الحفظ وتنفيذ التحويل، ويتم حساب الضمان النقدي - جزئياً أو كلياً- بحساب البائع وفقاً لآخر سعر إقفال للورقة المالية. أما الطريق الثاني فيتم الرد فيه من خلال إعادة شراء الأوراق المالية؛ حيث يُصدر البائع تعليماته لشركة السمسرة بشراء الكمية المطلوبة وتسوية العملية من حساب الضمان النقدي في يوم التسوية.

ثانياً: حالات إنهاء عملية البيع على المكشوف الإجبارية

علاوة على ما سبق ذكره من حالات إنهاء عملية البيع على المكشوف الإرادية، فإن البائع على المكشوف قد تواجهه بعض الحالات التي تُجبره على إنهاء مركزه القصير ورد الأوراق المالية المقترضة إلى المقرض، وهي على النحو التالي^(٢):

١ - طلب مقرض الأوراق المالية استرداد أوراق المالية المقترضة في نهاية مدة القرض وعدم رغبة في التجديد، وفي تلك الحالة لا يجد البائع على المكشوف أمامه مفر من إعادة ما تم اقتراضه من أوراق مالية، وذلك: إما بشراء ذات الكمية من الأوراق المالية من السوق بسعرها الحالي أو أن يلجأ إلى الاقتراض من مقرض

(١) م (٣/٨) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

(٢) البند ٢ / ١٠ من نموذج العقد الاسترشادي الصادر عن الهيئة سابق الإشارة إليه & م (٣/٨) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

آخر لديه نفس الأوراق المالية المطلوب ردها. وفي حالة عدم قيام البائع على المكشوف برد الأوراق المالية المقترضة في الموعد المحدد، تقوم شركة السمسرة بشراء الأوراق المالية في اليوم التالي خصمًا من حساب العميل المقترض لدى الشركة وإخطاره بذلك، واحتساب قيمتها السوقية يوم التسوية بسعر إقفال يوم الشراء وإنهاء عملية الاقتراض، وتتولى شركة مصر للمقاصة تحويل الأوراق المالية من حساب العميل المقترض " البائع على المكشوف" إلى حساب العميل المقرض لإنهاء عملية الاقتراض.

٢- إذا وردت تعليمات من بورصة الأوراق المالية بخروج ورقة مالية ما من قائمة الأوراق المالية المسموح عليها بإجراء عمليات البيع على المكشوف، يلتزم أمين الحفظ وشركة السمسرة باستبعاد الورقة المالية من أوعية الإقراض ووقف طلبات الحجز والإقراض على الورقة المالية المستبعدة، وقيام شركة السمسرة بإنهاء عمليات الاقتراض خلال المدة التي تحددها البورصة ورد الأوراق المالية للعملاء المقرضين إلى رصيدهم المتاح لدى أمناء الحفظ.

٣- في حالات إيقاع الحجز التحفظي على الأوراق المالية محل الإقراض أو صدور أوامر منع من التصرف أو في حالة وفاة المستثمر سواء كان مقرض أو مقترض، حيث تلتزم شركة السمسرة في هذه الحالات بإخطار شركة الإيداع المركزي والبورصة المصرية وأمين الحفظ بموقف العميل المقترض وعدم وقف الكود الخاص به لحين إنهاء عملية الاقتراض بغرض البيع، ويتم ذلك من خلال قيام شركة السمسرة بشراء الأوراق المالية المقترضة من ناتج بيعها من قبل العميل المقترض بالإضافة إلى ناتج بيع الضمانة المقدمة من العميل المقترض في حالة عدم كفاية ناتج الأسهم المقترضة لتغطية المركز المكشوف. إذا كانت الضمانة غير نقدية- وتتولى شركة الإيداع المركزي تحويل الأوراق المالية بعد الشراء من حساب العميل المقترض إلى حساب العميل المقرض لإنهاء عملية الاقتراض كليًا.

المطلب الثاني

التكييف القانوني للبيع على المكشوف

إن محاولة وضع تكييف قانوني لعملية البيع على المكشوف تستلزم منا أن نفرق بين صورتى تلك العملية، وذلك في فرعين متتاليين على النحو التالي.

الفرع الأول

البيع على المكشوف المغطى

في هذه الصورة من صور البيع على المكشوف، يقوم البائع بتسليم الأوراق المالية المباعة في تاريخ التسوية المحددة، ومع ذلك حتى نستطيع إضفاء التكييف القانوني الصحيح على تلك الصورة، يجب أن نفرق بين حالتين: الأولى، وجود الأوراق المالية وقت تنفيذ أمر البيع في البورصة. والثانية تتمثل في وجود الأوراق المالية المباعة في حوزة البائع بعد تنفيذ أمر البيع في البورصة وقبل تنفيذ التسوية في التاريخ المحدد لها قانوناً. وذلك على النحو التالي:

أولاً: وجود الأوراق المالية المباعة في حوزة البائع قبل تنفيذ أمر البيع في البورصة:

هذه الصورة من صور البيع على المكشوف هي الأكثر شيوعاً في دول العالم، والأكثر تنظيمًا وتشجيعاً على التعامل بها. وفيها يقوم البائع ببيع أوراق مالية موجودة بحوزته فعلاً من خلال اقتراضها سلفاً، ومن ثم فهو يبيع صحيح يقوم فيه البائع ببيع ما يملكه. والبيع على المكشوف يبيع مرتبط بقرض مضمون برهن محله ثمن الأوراق المالية المقترضة المباعة؛ حيث تبدأ عملية البيع على المكشوف بإبرام العميل المقترض " البائع على المكشوف " عقداً مع شركة السمسرة والعميل المقترض تقوم

بمقتضاه شركة السمسرة بالاقتراض باسم ولصالح العميل الراغب في البيع على المكشوف - أو تقوم الشركة نفسها بإقراضه في الدول التي تسمح بذلك. وإذا كان القرض يُعرَّف بأنه "عقد يلتزم به المقرض أن ينقل إلى المقرض ملكية مبلغ من النقود أو أي شيء مثلي آخر، على أن يرد إليه المقرض عند نهاية القرض شيئاً مثله في مقداره ونوعه وصفته"^(١)، إلا أن القرض في نطاق عمليات البيع على المكشوف له بعض الخصوصية؛ فإذا كان المقرض مالك للشيء محل القرض يتصرف فيه كيفما شاء، إلا أن المقرض في عملية البيع على المكشوف مقيد بأن يكون قرض الأوراق المالية بهدف إعادة البيع دون أي غرض آخر. كما أن المقرض في عمليات البيع على المكشوف لا يلتزم برد أوراقاً مالية مماثلة للأوراق المالية المقترضة فحسب، بل يرد كذلك كافة التوزيعات والأرباح التي تقوم بها الشركة المصدرة للأوراق المالية محل القرض. وكذلك إذا حدثت تجزئة للقيمة الاسمية للأسهم، فيلتزم برد الأسهم الناتجة عن تلك التجزئة^(٢).

ويتمثل عقد السمسرة في إصدار العميل أو امره لشركة السمسرة في الأوراق المالية ببيع الأوراق المالية المقترضة، وكذلك إعادة شرائها مرة أخرى في وقت لاحق لردها في نهاية عملية البيع على المكشوف. بينما يتمثل عقد الرهن في أنه إذا تم بيع الأوراق المالية المقترضة، فإن ثمنها يتم رهنه مع ما قدمه العميل من ضمان نقدي - أو أوراق مالية أخرى مقبولة- حتى يتم رد الأوراق المالية المقترضة في نهاية مدة القرض المتفق عليها. وأخيراً، يتمثل عقد الوكالة، في أن العميل يوافق على قيام شركة

(١) المادة ٥٣٨ من القانون المدني ١٣١ لسنة ١٩٤٨. والمنشور بالوقائع المصرية العدد ١٠٨ مكرر بتاريخ ٢٩-٧-١٩٤٨.

(٢) د/ سامي عبد الباقي أبو صالح، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة - دراسة خاصة في اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، الشراء بالهامش، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١، ص ٦٤.

السمسرة بإدارة حساباته شراءً أو بيعاً، وذلك بالنسبة للأوراق المالية المقترضة أو المقدمة كضمان وفقاً لشروط العقد المبرم بينهما أو في حالة إخلاله بالتزاماته. وكذلك موافقته على قيام الشركة باتخاذ إجراءات شراء الأوراق المالية المقترضة دون الرجوع إليه في حالة عدم قيامه بزيادة قيمة الضمانات عند إخطاره بذلك.

وترتيباً على ما سبق، يمكننا القول بأن عملية البيع على المكشوف تتم من خلال عقد مركب متميز قائم بذاته أطلق عليه المشرع المصري تسمية " عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع"، ويحتوي على مجموعة من العقود متعددة كالسمسرة والوكالة والقرض والرهن، وقد نظم المشرع بعضاً من أحكامه، ويتقيد تطبيق أحكام تلك العقود بأحكام عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، فهذا الأخير هو الذي يرسم الحدود التي يعمل فيها كلٌّ من عقود الوساطة والوكالة والقرض والرهن، فتأخذ أحكام عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع أولوية في التطبيق ولا يتم الرجوع إلى أحكام تلك العقود الأخيرة إلا عند خلو النص، وبما لا يتعارض مع طبيعة العقد الأصلي.

ثانياً: وجود الأوراق المالية المباعة في حوزة البائع بعد تنفيذ أمر البيع في البورصة وقبل تنفيذ التسوية في التاريخ المحدد لها قانوناً:

هذه الصورة من صور البيع على المكشوف قد تثير بعض الصعوبة في تكييفها القانوني؛ حيث إن البائع على عكس الصورة السابقة لا توجد الأوراق المالية في حوزته وقت تنفيذ أمر البيع في البورصة ولكنه استطاع الحصول عليها قبل ميعاد تسليمها. وهنا يثور التساؤل، هل البائع في تلك الحالة يبيع ما يملك أم أنه يبيع ملك الغير؟

على الرغم من أن تلك الصورة السابقة لا يتصور وجودها في القانون المصري؛ حيث استلزم المشرع سبق الاقتراض لعملية البيع على المكشوف، ومن ثم فإن البائع مالك للأوراق المالية محل البيع على المكشوف بموجب عقد القرض الذي أبرمه. إلا أن هناك بعض القوانين الأخرى تسمح بالبيع على المكشوف دون أن يقوم البائع باقتراض الأوراق المالية محل البيع وقت تنفيذ أمر البيع في البورصة، كالقانون الأمريكي؛ تنص المادة (٢٠٣/أ/٢) من التنظيم SHO سابق الإشارة إليه على أن السمسار لا يمكنه أن يقبل أمر بيع على المكشوف للأوراق المالية مالم يكن: ١- قام باقتراض لتلك الأوراق المالية، أو دخل بحسن نية في اتفاق لاقتراض تلك الأوراق. ٢- لديه أسس معقولة للاعتقاد بأن الأوراق المالية يمكن أن يتم اقتراضها ومن ثم تسليمها في الميعاد المحدد للتسليم^(١). كما تنص المادة (٢/١/٢) من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ سابق الإشارة إليها- والتي تبنت أحكامها كل دول الاتحاد الأوروبي- على أن البائع يمكنه البيع على المكشوف دون سبق الاقتراض إذا كان وافق على اقتراض الأوراق المالية المباعة بما يسمح له بتسليمها وقت التسوية^(٢). كما

(1) Electronic Code of Federal Regulations, Title 17. Commodity and Securities Exchanges, Chapter II. Securities and Exchange Commission, Part 242. Regulations M, SHO, ATS, AC, NMS, and SBSR and Customer Margin Requirements for Security Futures, Section 242.203 Borrowing and delivery requirements,(b-1). “ A broker or dealer may not accept a short sale order in an equity security from another person, or effect a short sale in an equity security for its own account, unless the broker or dealer has: (i) Borrowed the security, or entered into a bona-fide arrangement to borrow the security; or (ii) Reasonable grounds to believe that the security can be borrowed so that it can be delivered on the date delivery is due.

(2) short sale' in relation to a share or debt instrument means any sale of the share or debt instrument which the seller does not own at the time

=

نصت المادة ١٢ من ذات اللائحة على قيود على البيع على المكشوف غير المغطى، وذلك بأنه لا يجوز لأي شخص طبيعي أو اعتباري الدخول في عملية بيع على المكشوف لسهم يسمح له بالتداول في مكان تداول منظم بدون استيفاء أحد الشروط التالية: ١- الافتراض السابق للسهم أو أي عملية قانونية لها نفس تأثير القرض. ٢- الدخول في اتفاقية لاقتراض الكمية المطلوبة من الأسهم أو لديه مطالبة أخرى قابلة للتنفيذ نهائياً بموجب العقد أو القانون لنقل ملكية عدد مماثل من الأوراق المالية من نفس الفئة بحيث يمكن تنفيذ التسوية عند استحقاقها^(١). ٣- الترتيب مع طرف آخر أكد بموجبه ذلك الطرف أن الأسهم ستتوافر في الميعاد المحدد واتخذ تدابير تجاه أطراف أخرى ضرورية للشخص الطبيعي أو الاعتباري للحصول على توقع معقول بأن التسوية يمكن أن يحدث عندما يحين موعدها. كما أنه من أجل ضمان شروط موحدة لتطبيق ما سبق، يجب على هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية وضع المعايير الفنية التنفيذية لتحديد أنواع الاتفاقات والترتيبات والتدابير التي تضمن بشكل كاف أن الأسهم ستكون متاحة للتسوية. وعند تحديد التدابير اللازمة للحصول على توقع معقول بأن التسوية يمكن أن تتم عندما يحين موعدها، يجب أن تأخذ الهيئة في الاعتبار - من بين أمور أخرى - التداول اليومي وسيولة الأسهم^(٢).

=

of entering into the agreement to sell including such a sale where at the time of entering into the agreement to sell the seller has borrowed or agreed to borrow the share or debt instrument for delivery at settlement”

(١) ويتم إجراؤها عن طريق الأنواع التالية من الاتفاقية أو العقد أو المطالبة الملزمة قانوناً لمدة البيع على المكشوف: العقود الآجلة وعقود المبادلات، عقود الخيارات، اتفاقيات إعادة الشراء، والاتفاقات المتعلقة بحقوق الاكتتاب.

(2) “ Restrictions on uncovered short sales in shares”

1- A natural or legal person may enter into a short sale of a share admitted to trading on a trading venue only where one of the

=

ومع ذلك، فإن تلك القوانين السابقة تستلزم وجود الأوراق المالية عند تسوية عمليات البيع لكي يتم تسليمها للمشتري، وفي حالة الفشل في تسليم الأوراق المالية فإن هذا البيع يدخل في نطاق بيع ملك الغير، وهو بيع قابل للإبطال لمصلحة المشتري. لكن الصعوبة تثور في حالة استطاعة البائع على المكشوف تسليم الأوراق المالية في الميعاد المحدد للتسليم. فهل البيع في تلك الحالة صحيح من الناحية القانونية؟ إن الإجابة عن هذا التساؤل تستلزم منا أن نطرح تساؤلاً آخر، وهو متى تنتقل ملكية الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية؟ هل تنتقل بمجرد تنفيذ الأمر في البورصة، أم أنها تتراخي لوقت آخر؟

=

following conditions is fulfilled: (a) the natural or legal person has borrowed the share or has made alternative provisions resulting in a similar legal effect; (b) the natural or legal person has entered into an agreement to borrow the share or has another absolutely enforceable claim under contract or property law to be transferred ownership of a corresponding number of securities of the same class so that settlement can be effected when it is due; (c) the natural or legal person has an arrangement with a third party under which that third party has confirmed that the share has been located and has taken measures vis-à-vis third parties necessary for the natural or legal person to have a reasonable expectation that settlement can be effected when it is due.

2. In order to ensure uniform conditions of application of paragraph 1, ESMA shall develop draft implementing technical standards to determine the types of agreements, arrangements and measures that adequately ensure that the share will be available for settlement. In determining what measures are necessary to have a reasonable expectation that settlement can be effected when it is due, ESMA shall take into account, inter alia, the intraday trading and the liquidity of the shares.

إذا كانت القواعد العامة في البيع تستوجب انتقال ملكية المبيع بمجرد التعاقد ودون حاجة لإجراء آخر، إلا أن القانون ينص أيضاً على بعض الاستثناءات التي يلزم فيها اتخاذ بعض الإجراءات اللاحقة لانتقال الملكية كما في حالة تسجيل العقار. وبالنسبة لنقل ملكية الأوراق المالية في البورصة؛ فإننا نفرق بين مرحلتين: المرحلة الأولى: عندما كانت الأوراق المالية في الشكل المادي المتمثل في صكوك ورقية مطبوعة، فإن الوضع المستقر وقتئذ أن الملكية تنتقل فور التعاقد وينطبق الأثر الناقل للعقد؛ حيث أن الأوراق المالية في تلك الصورة كانت تُعد من المثليات، وهذه الأخيرة تنتقل ملكيتها بمجرد العقد. أما المرحلة الثانية: وتتمثل في تحول الأوراق المالية من شكلها المادي إلى مجرد قيود حسابية يتم التعامل عليها عبر النقل من حساب إلى آخر^(١)، وهي بهذا الشكل الجديد أصبحت من المثليات، وهذه الأخيرة تنتقل ملكيتها بالإفراز، وإذا كان شكل الإفراز يختلف وفقاً لطبيعة الشيء المبيع، فإن الإفراز بالنسبة للأوراق يتحقق بقيد البيع في حساب مستقل للمشتري^(٢).

(١) وقد تبنت فرنسا نظام الأوراق المالية غير المادية من خلال قيد الأوراق المالية في حساب مركزي موحد بموجب المادة (٢/٩٤) من القانون رقم ٨١-١١٦٠ الصادر بتاريخ ٣٠ ديسمبر ١٩٨١ والمنشور بالجريدة الرسمية للجمهورية الفرنسية، بتاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٨١، ص ٣٥٣٩. كما انتقلت مصر إلى تبني نظام الأوراق المالية غير المادية مع صدور قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ - والمنشور بالجريدة الرسمية، العدد ٢٠ تابع (ب)، بتاريخ: ١٨-٥-٢٠٠٠. والمعدل بالقانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٢٠. والمنشور بالجريدة الرسمية، العدد ٢٧ مكرر (ب)، بتاريخ: ٦-٧-٢٠٢٠. حيث نصت المادة (١/١١) منه على أنه " يجب أن تودع لدى الشركة الأوراق المالية المقيدة في إحدى بورصات الأوراق المالية وجميع الأوراق المالية التي تصدرها أي شركة إذا طرحت أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام. ويجوز إيداع غير ذلك من الأوراق المالية....".

(٢) د/ هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٥، ص ١٥٦، ١٧٨.

وفي فرنسا، تنتقل ملكية الأوراق المالية من وقت قيد الأوراق المالية في حساب المشتري. وذلك في التاريخ ووفقًا للأحكام التي تحددها اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية^(١)، وهو موعد أقصاه اليوم الثاني من افتتاح نظام التسوية والتسليم بعد التداول، باستثناء الحالات المنصوص عليها في الفقرة ٢ من المادة ٥ من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٠١٤/٩٠٩ الصادرة في ٢٣ يوليو ٢٠١٤ بشأن تحسين تسوية الأوراق المالية في الاتحاد الأوروبي وهيئات الإيداع المركزي للأوراق المالية^(٢). ومع ذلك، يلتزم كل من المشتري والبائع التزامًا نهائيًا بمجرد تنفيذ الأمر

(1) “ Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur.

Lorsque les titres financiers sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1, le transfert de propriété résulte de l'inscription des titres au compte-titres de l'acquéreur, à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers....”

(2) Lorsque des transactions sur des titres financiers sont conclues sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation et que le compte du teneur de compte-conservateur de l'acheteur, ou le compte du mandataire de ce teneur de compte-conservateur, est crédité dans les livres du dépositaire central, l'inscription prévue au I a lieu à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison.

Cette date intervient au plus tard le deuxième jour d'ouverture du système de règlement et de livraison après la négociation, à l'exception des cas prévus au point 2 de l'article 5 du règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres.”

بالبورصة، الأول بدفع الثمن، والثاني بتسليم الأدوات المالية، وذلك في التاريخ المحدد في الفقرة ٣ من المادة (ل ٢١١-١٧) من ذات التقنين^(١).

أما في مصر، فإنه طبقاً لنص المادة (٤) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠^(٢) "لا تنتقل ملكية الأوراق المالية التي تم إيداعها لدى الشركة إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها". كما أحالت المادة (١٥) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ على الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن تحديد فترة التسوية^(٣). وقد حُددت تلك الفترة بيومي عمل بعد يوم التداول مع مراعاة الاستثناءات المنصوص عليها لبعض الأوراق المالية^(٤).

(1) " L'acheteur et le vendeur d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 211-1 sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer, à la date mentionnée au III de l'article L. 211-17."

(٢) منشور بالجريدة الرسمية العدد ٢٠ تابع (ب) بتاريخ: ١٨-٥-٢٠٠٠.

(٣) " تجري الشركة عمليات المقاصة والتسوية في الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل سداد الثمن، ويجب ألا تتجاوز الفترة بين إجراء عملية التداول وإتمام التسوية الخاصة بها المدة التي يصدر بتحديددها قرار من مجلس إدارة الهيئة".

(٤) فبالنسبة للأسهم المسموح بالتعامل عليها بيعاً وشراءً في ذات الجلسة، والمستوفاة لشروط الهيئة العامة للرقابة المالية وبورصة الأوراق المالية للتعامل بهذه الآلية. يتم التسوية في ذات جلسة التداول، أما بالنسبة لسندات الخزنة المصرية المقيدة بنظام الإيداع المركزي. واختيارياً بالنسبة للأسهم ووثائق صناديق المؤشرات المقيدة بالبورصة المصرية، فتتم التسوية بعد يوم العمل اللاحق ليوم التداول. وفيما يتعلق بالأوراق المالية غير المقيدة وغير المحفوظة بنظام الإيداع المركزي فيتم تسويتها بعد ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول. راجع: البورصة المصرية، نظام المقاصة والتسوية للأوراق المالية. متاح على الرابط التالي:

https://www.egx.com.eg/ar/Clearing_Settlement.aspx

وتجدر الإشارة إلى أن تراخي انتقال ملكية الأوراق المالية إلى وقت لاحق للتعاقد لا يؤثر على التزامات طرفي عقد التداول، فتكون رابطة الالتزام، بما يرتبه من آثار، قائمة بينهما من تاريخ تنفيذ الأوامر لا من تاريخ انتقال الملكية^(١).

وترتيباً على ما سبق، يمكننا القول بأن عملية البيع التي قام بها البائع على المكشوف الذي لم يكن بحوزته الأوراق المالية المباعة وقت تنفيذ الأمر في البورصة، ولكنه استطاع الحصول عليها في الوقت المحدد لانتقال ملكيتها للمشتري بناءً على توافر حالة من الحالات السابق ذكرها في القوانين التي تسمح بتلك الصورة، عملية صحيحة قانوناً.

ويُضيف البعض بأن البيع على المكشوف يكون صحيحاً أيضاً من الناحية القانونية إذا وجدت تأكيدات بتوافر الأوراق المالية المباعة بناءً على أي وسيلة من الوسائل سابق الإشارة إليها، إلا أنه على الرغم من ذلك فشل في الحصول على تلك الأوراق يوم انتقال الملكية، ومن ثم فشل في التسليم. فهذا البيع صحيح إذا وجدت ضمانات تغطي قيمة الأوراق المالية المقترضة غير الموجودة. أما إذا كانت تلك الضمانات غير كافية، فالبيع صحيح في حدود الضمانات المتوافرة^(٢).

(١) د/ هشام فضلي، المرجع السابق، ص ١٨٧.

(٢) د/ سامي عبدالباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ٧١.

الفرع الثاني

البيع على المكشوف العاري

كما ذكرنا سابقاً^(١) بأن البائع في تلك الصورة الماثلة من صور البيع على المكشوف يبيع سهماً لا يملكه، ولم يقد باقتراضها قبل البيع، أو حتى قام بعمل ترتيبات لضمان اقتراضه لهذا السهم، كما أن البائع ليس لديه النية في الاقتراض لتسليم المشتري السهم محل البيع في تاريخ التسوية المحدد إلا عندما ينخفض سعرها في السوق.

ولا خلاف في التكييف القانوني لتلك الصور من صور البيع على المكشوف، فهذا البائع يبيع ما هو مملوك للغير، وهو بيع باطل، فالمادة ٦٦ ١/٤ من القانون المدني المصري تنص على أنه "إذا باع شخص شيئاً معيناً بالذات وهو لا يملكه، جاز للمشتري أن يطلب إبطال البيع...". وتجدر الإشارة إلى أن البطلان المنصوص عليه في تلك المادة مقرر لمصلحة المشتري وحده.

وإذا كان بيع ملك الغير يعد بيعاً قابلاً للإبطال، فإن بيع الشيء المستقبل صحيح، على العكس من ذلك، يُعد بيعاً صحيحاً بشرط موافقة المشتري على أن يتم نقل ملكية الشيء المبيع في وقت لاحق بعد إبرام العقد. فإذا كان المحل غير موجود أصلاً وقت التعاقد ولكنه سيوجد فيما بعد فهذا هو الشيء المستقبل، وهو يصح أن يكون محلاً للالتزام بشرط أن يكون معيناً أو على الأقل قابلاً للتعيين؛ حيث تنص المادة ١٣١/١ من القانون المدني المصري على أنه "يجوز أن يكون محل الالتزام شيئاً مستقبلاً..."^(٢).

(١) راجع سابقاً ص ١٢ وما بعدها.

(٢) ذات المرجع السابق، ص ٦٧.

ومع ذلك، فإن محاولة تكييف البيع على المكشوف العاري على أنه بيع شيء مستقبل، ومن ثم فهو بيع صحيح، يصطدم بأن القواعد القانونية التي تحكم بورصات الأوراق المالية بصفة عامة وقواعد تسوية العمليات التي تتم فيها بصفة خاصة تُعد قواعد أمر لا يملك المتعاملون في البورصات الاتفاق على ما يخالفها إلا إذا سمح بذلك القانون. ومن ثم، لا يُتصور وجود اتفاق بين البائع والمشتري على تأجيل انتقال ملكية الأوراق المالية المباعة في البورصة لحين تملك البائع للأوراق المالية المباعة في المستقبل.

الفصل الثاني

النظام القانوني لتنفيذ عمليات البيع على المكشوف

تمهيد وتقسيم:

إذا كانت مباشرة عمليات البيع على المكشوف لا يجوز أن تتم إلا عن طريق شركة من شركات السمسرة، فيثار التساؤل عن الشروط الواجب توافرها لمزاولة تلك العمليات. وإذا توافرت الشروط في شركة السمسرة وحصلت بالفعل على ترخيص لمزاولة عمليات البيع على المكشوف، فما هي الالتزامات الملقاة على عاتقها وعلى عاتق باقي الأطراف؟ وما هي الحقوق التي يتمتع بها كل طرف؟

ونتيجة للآثار المترتبة على التعامل بالبيع على المكشوف في أي بورصة من بورصات الأوراق المالية، فقد ثار التساؤل منذ نشأة هذا النظام وحتى يومنا الحالي، هل الأفضل منع العمل بهذا النظام وحظره حظرًا مطلقًا نظرًا للآثار السلبية المرتبطة به، أم العمل به وإقراره كأى آلية من آليات التداول، وهنا يظل التساؤل مطروحًا، وهو مدى مستوى التنظيم المطلوب لهذا النظام بحيث تعمل القواعد المنظمة على تحقيق أكبر قدر ممكن من الفوائد المحتملة للبيع على المكشوف، مع تقليل المخاطر المحتملة المرتبطة به، وكذلك منع إساءة استخدامه.

وبناءً على ذلك، نرى تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين. نتناول في المبحث الأول التزامات وحقوق أطراف آلية البيع على المكشوف، ونكرس المبحث الثاني للإشراف والرقابة على عمليات البيع على المكشوف. وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: التزامات وحقوق أطراف آلية البيع على المكشوف.

المبحث الثاني: الإشراف والرقابة على عمليات البيع على المكشوف.

المبحث الأول

التزامات وحقوق أطراف آلية البيع على المكشوف

تمهيد وتقسيم:

تنطوي آلية البيع على المكشوف على عدد من الأطراف وهم: العميل، أمين الحفظ، شركة السمسرة، شركة الإيداع المركزي، البورصة، والهيئة العامة للرقابة المالية. وسنرجى دراسة البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية كأطراف في آلية البيع على المكشوف عند دراسة دور الجهات الرقابية على تلك الآلية؛ حيث إن دورها يميل إلى الدور الرقابي أكثر من اعتبارها أطراف يكتسبون حقوقًا ويتحملون بالتزامات جراء مزاولة عمليات البيع على المكشوف.

وكما أسلفنا القول بشأن تباين التشريعات في السماح للسمسار بالتعامل لحسابه من عدمه، ومن ثم إمكانية إقراضه للأوراق المالية. فإننا لسنا في حاجة للبحث عن مقرض للأوراق المالية حيث إن السمسار يقوم بتلك المهمة ويكمل عملية البيع على المكشوف. وعلى العكس من ذلك، في حالة السمسار الذي لا يجوز له التعامل لحسابه الخاص – كما هو الحال في مصر^(١) - فإننا نبحث أولاً عن عميل يقبل إقراض أوراق

(١) مع مراعاة التعديلات المهمة التي أدخلت على قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ - والمنشور بالجريدة الرسمية ، العدد ١٠ مكرر (هـ) بتاريخ ٢٠١٨/٣/١٤ - ومن ضمنها ما نصت عليه المادة (٢٦ مكرر ١٢) بأنه " يجوز لشركة الوساطة التعامل في العقود لحسابها بشرط الإفصاح لبورصة العقود الآجلة والهيئة عن كافة تعاملات الشركة لحسابها الخاص أو لحساب العاملين بها، وذلك وفقاً للإجراءات التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة. وتلتزم الشركة عند قيامها بالتعامل لحسابها بإعطاء الأولوية لأوامر العملاء، ويحظر عليها الدخول في تعاقد بالبيع أو بالشراء مع أحد عملائها دون الحصول على موافقته المسبقة كتابة، وبمراعاة الضوابط التي تضعها الهيئة".

بيد أن جواز تعامل شركة الوساطة لحسابها يقتصر على بورصة العقود الآجلة دون غيرها.

مالية مملوكة له وهذا القبول يتم التعبير عنه من خلال عقد يُبرم بين العميل من جانب وأمين الحفظ من جانب آخر، ويُسمى بـ " عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض ". ثم هناك عقد آخر بمقتضاه يقوم العميل الراغب في الاقتراض باقتراض تلك الأوراق المالية المتاحة للإقراض من خلال شركة السمسرة التي يتعامل معها ويُطلق على هذا العقد " عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ". ويترتب على العقدین سالفی الذکر مجموعة من الحقوق لأطرافها، وكذلك يتحملون بطائفة من الالتزامات.

ويجدر بنا الإشارة إلى الالتزامات الملقاة على عاتق كل من أمين الحفظ وشركة السمسرة بوصفها طرفين في أيًا من العقدین سابق الإشارة إليها، وبين صفتها كطرفين في نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

كما لا يمكننا أن نغفل الدور المهم الذي تلعبه شركة الإيداع المركزي بشأن آلية البيع على المكشوف، فكان لزامًا علينا أن نعرض لالتزامات الملقاة على عاتقها، والحقوق التي تكتسبها.

وترتيبًا على ما سبق، ارتأينا تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، نتناول في المطلب الأول التزامات أطراف نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، ثم نعرض في المطلب الثاني التزامات وحقوق أطراف عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض، ونخصص المطلب الثالث لمبحث التزامات وحقوق أطراف عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

المطلب الأول

التزامات أطراف نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع

نتناول أولاً التزامات أمين الحفظ، ثم التزامات شركة السمسرة، وأخيرًا التزامات شركة الإيداع والقيود المركزي، وذلك تبعًا في ثلاثة فروع.

الفرع الأول

التزامات أمين الحفظ

يقع على أمين الحفظ بوصفه طرفاً في نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع مجموعة من الالتزامات، والتي تتمثل فيما يلي:

أولاً: الالتزام بإنشاء وعاء خاص للأوراق المالية المتاحة للإقراض: يلتزم أمين الحفظ بإنشاء وعاء خاص للأوراق المالية المتاحة للإقراض يحتوي على أرصدة الأوراق المالية المملوكة للمستثمرين الراغبين في إقراضها بناءً على العقد المبرم بينهما، وتتمثل بيانات الأوراق المالية المتاحة بوعاء الإقراض فيما يلي:

- ١- اسم الشركة مصدرة الورقة المالية. ٢- عدد الأسهم/ السندات/ الأدوات المالية. ٣- النسبة لإجمالي الأوراق/ الأدوات المالية للشركة. ٤- مدة الإتاحة بوعاء الإقراض^(١).

ثانياً: الالتزام بتوثيق كافة مراحل عمليات البيع على المكشوف وتمكين الجهات المختصة من الاطلاع عليها: يلتزم أمين الحفظ بإثبات كافة بيانات الأوراق المالية المتاحة للإقراض وتفاصيل عمليات الإقراض التي تتم من خلاله على نظم إدارة عملية الإقراض والاقتراض وخطوط الربط الآلي وإرسالها إلى شركة الإيداع المركزي وأمناء الحفظ وذلك لتحويل الأوراق المالية المقترضة إلى حساب العميل المقترض^(٢). هذا بالإضافة إلى إعداد وإدارة نظام متكامل لحسابات العملاء المقرضين يتضمن توثيق لجميع مراحل وإجراءات العمل،

(١) بند (٢) من العقد الاسترشادي بشأن إتاحة الأوراق المالية للإقراض سابق الإشارة إليه.

(٢) المادة (٣/٥) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

وعلى الأخص إثبات المتاح للإقراض من خلاله وبيانات عمليات الاقتراض وبيانات العملاء المقرضين وبيانات العملاء المقترضين وبيانات إنهاء عمليات الاقتراض. وعلاوة على ما سبق، يلتزم أمين الحفظ بإمسك دفاتر وفتح حسابات مستقلة آلية وبطريقة مؤمنة لتسجيل عمليات إقراض الأوراق المالية^(١).

وبالتبعية لما سبق، يلتزم أمين الحفظ بتمكين البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية من الاطلاع على جميع البيانات والمستندات المتعلقة بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع^(٢).

ثالثاً: الالتزام بتبصير العميل الراغب في التعامل بالبيع على المكشوف: يلتزم أمين الحفظ بتسليم العميل بياناً موضعاً فيه مفهوم نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع والمزايا والمخاطر الاستثمارية التي قد يتعرض لها عند التعامل بهذا النظام، وبقبوله تحمل تلك المخاطر، وكذلك القواعد والإجراءات المنظمة لهذا النظام. والقواعد والإجراءات الصادرة عن شركة الإيداع المركزي بشأن عمليات المقاصة والتسوية للعمليات المنفذة بالبورصة المصرية بآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، وأي تعديلات تطرأ عليها.

رابعاً: الالتزام بإعداد البيانات والمعلومات والتقارير المتعلقة بعمليات البيع على المكشوف وموافاة الجهات المختصة بها: يلتزم أمين الحفظ بموافاة شركة الإيداع المركزي بالبيانات والمعلومات والتقارير التي تمكنها من موافاة الهيئة والبورصة بما تطلبه من تقارير وبيانات فور طلبها، وعليها إصدار التقارير

(١) بند (٤/٥) من العقد الاسترشادي بشأن إتاحة الأوراق المالية للإقراض سابق الإشارة إليه.

(٢) بند (٥/٥) من العقد الاسترشادي بشأن إتاحة الأوراق المالية للإقراض سابق الإشارة إليه.

الدورية الآتية للهيئة والبورصة في نهاية كل أسبوع: ١- تقرير بإجمالي الكمية المقترضة لكل ورقة مالية. ٢- تقرير بإجمالي الكمية المقترضة لكل شركة سمسرة. ٣- تقرير بإجمالي الكميات الموجودة بملف المقرضين لكل ورقة مالية. ٤- تقرير بموقف الضمان النقدي لكل شركة سمسرة. ٥- تقرير بإجمالي الكمية المقترضة لكل عميل وورقة مالية وشركة سمسرة^(١).

الفرع الثاني

التزامات شركة السمسرة

نعرض أولاً للشروط الواجب توافرها في شركة السمسرة حتى تكتسب وصف الطرف في نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع. ثم نسرد بعد ذلك الالتزامات الملقة على عاتقها بهذا الوصف. وذلك تبعاً على النحو التالي:

أولاً: الشروط الواجب توافرها لاكتساب شركة السمسرة ترخيصاً بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع:

على الرغم من الاحتكار القانوني الذي منحه المشرع لشركات السمسرة بشأن ممارسة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع؛ حيث تنص المادة (٢/٢٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما على أنه " لا يجوز مباشرة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إلا عن طريق شركة من شركات السمسرة". ومع ذلك، حتى تستطيع شركة السمسرة مزاولة تلك العمليات يلزمها أولاً الحصول على تصريح من الهيئة العامة للرقابة المالية بمزاولةها.

(١) المادة (١/١٠) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

وإمعاناً من المشرع في التأكد من مدى قدرة شركات السمسرة على مواجهة المخاطر التي ترتبط بأنشطتها وعمالها والأوراق المالية التي تتعامل فيها بصفة عامة وعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بصفة خاصة^(١). نصت المادة (٤/٢٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما على أنه " يجب ألا يقل صافي حقوق المساهمين بالشركة الراغبة في مزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع عن خمسة ملايين جنيه مصري، وبالنسبة للشركات الراغبة في مزاوله كل من عمليات الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية معاً فيجب ألا يقل صافي حقوق المساهمين بالشركة عن عشرة ملايين جنيه". ويُعد صافي حقوق المساهمين أكثر تعبيراً عن وضع الشركة الحقيقي من رأس المال المصدر والمدفوع؛ ذلك أن صافي حقوق المساهمين تتكون من رأس المال المدفوع، والاحتياطات، والأرباح المحتجزة، ويمثل ناتج قسمة إجمالي حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القيمة الدفترية للسهم العادي، كما يتم حساب صافي حقوق المساهمين عن طريق طرح إجمالي أصول الشركة من إجمالي خصومها (التزاماتها)^(٢).

وتقدم الشركة طلباً إلى الهيئة العامة للرقابة المالية بالموافقة على مزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، مرفقاً به مجموعة من المستندات منها ما يتعلق بالجانب المالي للشركة، وبعضها يشمل جانب البنية التكنولوجية والتقنية بها، والبعض الآخر يتعلق بالعنصر البشري بالشركة والمتمثل في القائمين على إدارة هذا النوع من العمليات، وذلك على النحو التالي:

(١) والتي تشمل على سبيل المثال لا الحصر مخاطر السوق ومخاطر التسوية ومخاطر الانتماء ومخاطر التشغيل ومخاطر السيولة.

(٢) د/ محمد عبدالمقصود محمد غانم، مرجع سابق، ص ٢٠١.

أولاً- المرفقات التي تتعلق بالمركز المالي للشركة:

تتمثل المرفقات التي تتعلق بالمركز المالي للشركة في الآتي:

(١) بياناً بصافي رأس المال السائل للشركة^(١) وإجمالي التزاماتها في آخر يوم عمل من الشهر السابق على تاريخ الطلب وفقاً للنموذج الذي تحدده معايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية^(٢)، وموقعاً من المدير المالي والعضو المنتدب للشركة ومرفقاً به تقرير مراقب الحسابات عن مراجعة هذا النموذج.

(٢) آخر قوائم مالية سنوية معتمدة، أو قوائم مالية دورية تالية لها مرفقاً بها تقرير مراقب الحسابات عن مراجعة أو فحص هذه القوائم المالية.

ثانياً- المرفقات التي تتعلق بالجهاز الإداري بالشركة:

يجب أن يتوافر لدى الشركة الراغبة في الحصول على ترخيص بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، إدارة متخصصة لا يقل عدد العاملين فيها عن

(١) يمثل "صافي رأس المال السائل" مركز السيولة لدى الشركة في تاريخ إعداد بيان صافي رأس المال السائل، وهو مقياس لمدى توفر سيولة لدى الشركة لمواجهة التزاماتها المالية سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة في مركزها المالي وذلك بترجيح القيمة الدفترية- أو القيمة السوقية بحسب الأحوال- لكل بند من بنود الأصول بمعامل ترجيح يعكس درجة سيولة الأصل بعد خصم نسبة مئوية معينة HCR)Cut Rate -Hair وفقاً لدرجة المخاطر المحيطة بالأصل.

ويتم حساب صافي رأس المال وفقاً للمعادلة التالية "قيمة أصول الشركة المرجحة بمعاملات ترجيح السيولة مخصوصاً منها التزامات الشركة المدرجة بالمركز المالي وكذلك التزاماتها غير المدرجة بالمركز المالي المترتبة على مزاولة نشاطها والتزاماتها العرضية".

(٢) يتم تنظيم معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بموجب قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٤-٢-٢٠٠٧، وتعديلاته. متاحة على الرابط التالي:

http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/bod_decisions.jsp.

ثلاثة أفراد تتوافر في كل منهم الشروط الآتية: ١- خبرة عملية في مجال سوق رأس المال. ٢- ألا يكون قد صدر ضده جزاءات تأديبية من الهيئة أو البورصة خلال الثلاث سنوات السابقة على تقديم الطلب. ٣- ألا يكون قد سبق الحكم عليه خلال الثلاث سنوات السابقة على تقديم الطلب بعقوبة جنائية أو بعقوبة جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة أو في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قانون سوق رأس المال، أو في قانون البنك المركزي والنقد أو قانون مكافحة غسل الأموال، ما لم يكن قد رد إليه اعتباره.

ثالثاً- المرفقات التي تتعلق بالنواحي الفنية بالشركة:

تتمثل المرفقات التي تتعلق بالنواحي الفنية للشركة في الآتي:

(١) بياناً بالنظام الفني لمعالجة المعلومات وما يفيد وجود خط ربط إلكتروني بين الشركة والهيئة والبورصة وشركات الإيداع والقيود المركزي بما يحقق المتابعة والرقابة وكذلك ما يفيد وجود نظام تسجيل هاتفي على النحو الوارد بالمادة (٢٦٣) من هذه اللائحة^(١).

(١) جدير بالذكر أن قيمة شراء شركات السمسرة للنظام الإلكتروني الخاص بآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ستكون عاملاً مهماً بالنسبة لتلك الشركات ؛ حيث أن شركات السمسرة كبيرة الحجم لديها أنظمة إلكترونية، قادرة على تنفيذ عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، بينما يفتقد عدد كبير من الشركات الأخرى لتلك الميزة، مما يقلص قدرتها على الاستفادة من الآلية الجديدة، والمشاركة في تلك العمليات. وترتيباً على ما سبق، كانت المناقشات تدور حول ثلاثة بدائل، وهي: الأول: أن يكون طرفاً العملية (المقرض والمقترض) من داخل شركة سمسرة واحدة، والثاني: أن يعرض المستثمر المقرض أسهمه على شاشة التداول والمتاحة لكل شركات السمسرة ليتمكن من العثور على عميل مقترض. والثالث: يتضمن اختيار العميل المقرض لعدد معين من شركات السمسرة التي يرغب في تنفيذ عملية الاقتراض معها. والبديل الثالث هو ما استقر عليه العمل. ولمزيد من التفصيل، راجع: شريف عمر، سعر نظام التداول الإلكتروني يفجر أزمة جديدة قبل إطلاق «الشورت سيلينج»، جريدة المال، بتاريخ: ٢٠١٩/١٢/١. متاح على الرابط التالي:

(٢) نظام حفظ المستندات.

(٣) نظم وأسس الرقابة الداخلية والمراجعة المالية

(٤) شهادة من مراقب حسابات الشركة بأن النظام المحاسبي المطبق بها يكفل تحقيق الالتزام بمتطلبات العمليات المطلوب مزاولتها.

(٥) ما يفيد التزام الشركة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية الصادرة عن مجلس إدارة الهيئة.

وعلاوة على ما سبق، تلتزم الشركة الراغبة في الحصول على ترخيص بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، تقديم ما يفيد عدم صدور تدابير إدارية من الهيئة أو البورصة المصرية خلال مدة ستة أشهر السابقة على تقديم الطلب، فيما عدا التدابير الواردة بالبند (أ) من المادة (٣١) من قانون سوق رأس المال^(١) إذا قدمت الشركة ما يفيد قيامها بإزالة أسبابه. وكذلك تقديم نموذج العقد الذي تبرمه الشركة مع عملائها في شأن اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، وذلك وفقاً للنموذج الاسترشادي الصادر عن الهيئة في هذا الشأن.

وتصدر الهيئة قرارها في شأن الطلب خلال أسبوعين من تاريخ تقديمه أو من تاريخ استيفاء المستندات التي تطلبها. وللهيئة الإعفاء من كل أو بعض المرفقات المشار إليها إذا كانت شركة السمسرة كان قد سبق للشركة الحصول على موافقة الهيئة بمزاولة شراء عمليات الأوراق المالية بالهامش. وتكون موافقة الهيئة

=

<https://almaalnews.com/9%89->

[%D9%8A%D9%81%D8%AC%D9%91%D8%B1-% /](#)

(١) ويتعلق هذا التدبير الوارد بالبند (أ) من المادة (٣١) من قانون سوق رأس المال بـ " توجيه تنبيه إلى الشركة".

على طلب مزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع في ضوء حاجة السوق^(١).

ثانياً: التزامات شركة السمسرة بوصفها طرفاً في نظام إدارة الأوراق المالية بغرض البيع:

تلتزم شركة السمسرة الحاصلة على ترخيص بمزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع^(٢) بما يلي:

أولاً: الالتزام ببذل عناية الرجل الحريص للتحقق من قدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم: تلتزم شركة السمسرة الحاصلة على ترخيص بمزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ببذل عناية الرجل الحريص للتحقق من قدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم الناتجة عن عمليات اقتراض الأوراق المالية في ضوء حالتهم المادية وأهدافهم الاستثمارية ومصادر التمويل المتاحة لهم والمعلومات الأخرى المتوافرة لدى الشركة عنهم عند التعاقد.

ثانياً: الالتزام بفتح حساب للعميل خاص بعمليات البيع على المكشوف: تلتزم شركة السمسرة بفتح حساب لكل عميل- وهذا بخلاف حساب التداول العادي^(٣) -

(١) المادة (٧/٢٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري. وكذلك المادة (٣/٢) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

(٢) بلغ عدد الشركات الحاصلة على ترخيص بمزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع (٤٨) شركة سمسرة حتى تاريخ ٢٠٢١/١/٢. وللإطلاع على قائمة بتلك الشركات، راجع موقع البورصة المصرية على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/ar/MemberFirmsList.aspx?saId=5>

(٣) فوفقاً لنص المادة ٢٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما " تلتزم الشركة بإبرام عقد فتح حساب من كل عميل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات وحقوق الطرفين بما يتفق مع أحكام القانون وهذه اللائحة وذلك على وثائق تعدها الشركة لهذا الغرض وفقاً للنموذج المرفق بهذا القرار...".

خاص بعمليات التداول على الأوراق المالية من خلال آلية الاقتراض بغرض البيع، ويُسمى هذا الحساب بحساب الهامش (Margin account)؛ حيث تنص المادة (٢٩٩ مكرر/١/٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أن " يتم فتح حساب مستقل للعميل لدى الشركة لجميع عمليات بيع الأوراق المالية المقترضة".

ثالثاً: الالتزام بالتبصير: تلتزم شركة السمسرة الحاصلة على ترخيص بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بتسليم العميل عند إبرام الاتفاق معه بياناً موضحاً فيه على وجه التفصيل مفهوم اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، والإجراءات والمزايا والمخاطر والأحكام الأساسية له.

رابعاً: الالتزام بصافي رأس المال السائل: تلتزم شركة السمسرة الحاصلة على ترخيص بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بالاحتفاظ في كل وقت بالحد الأدنى لصافي رأس المال السائل وفقاً لمعايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة. وفي حالة انخفاض صافي رأس مال الشركة السائل عن الحد المشار إليه، تلتزم الشركة بالتوقف عن قبول طلبات جديدة لاقتراض أوراق مالية بغرض البيع، وعلى الشركة خلال خمسة أيام على الأكثر زيادة صافي رأس المال السائل إلى الحد الأدنى المقرر. وفي حالة عدم الالتزام بذلك يتم منع الشركة من مزاولة العمليات وإلغاء الموافقة الصادرة من الهيئة في هذا الشأن واتخاذ ما يلزم من إجراءات^(١).

(١) المادة ٢٩١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري سابق الإشارة إليهما، والمعدلة بموجب قرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧. والمنشور بالوقائع المصرية، العدد ٦٦ تابع، بتاريخ ٢٣/٣/٢٠٠٧.

خامساً: الالتزام بإمساك دفاتر وحسابات مستقلة: تلتزم شركة السمسرة الحاصلة على ترخيص بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بإمساك دفاتر وحسابات مستقلة لتسجيل عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع؛ حيث تنص المادة (٢٩٩ مكرر ١/١) على أن " تلتزم الشركة التي تزاول نشاط اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بقيد جميع عمليات اقتراضها وبيعها في سجلات خاصة تتضمن البيانات الآتية:

(أ) أسماء العملاء.

(ب) أوامر التداول واسم الأوراق المالية محل التداول.

(ج) حجم العمليات التي تمت.

(د) جميع العمولات والمصاريف.

سادساً: الالتزام بعدم أية عمليات اقتراض للأوراق المالية بغرض البيع إلا على الأوراق المالية المسموح بها: تلتزم شركة السمسرة الحاصلة على ترخيص بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بعدم إجراء أية عمليات اقتراض للأوراق المالية بغرض البيع إلا على الأوراق المالية التي تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة. (م ٢٩٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري). وبالفعل صدر قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية رقم ٧٥٧ لسنة ٢٠١٩ بشأن معايير اختيار الأوراق المالية المسموح عليها إجراء تعاملات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع والمعدل بموجب قرار رئيس مجلس البورصة المصرية رقم ٦١٨ لسنة ٢٠٢٠. وتستند البورصة إلى ٧ معايير كمية لاختيار الأوراق المالية المؤهلة لآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، متى استوفت المعايير النوعية المنصوص عليها في قرار رئيس البورصة رقم ١٣٣٧ لسنة ٢٠١٨، وذلك على النحو التالي:

- رأس المال السوقي للأسهم حرة التداول ٠.٠٠١.
- أيام التداول ٩٥%.
- المتوسط اليومي لشركات السمسرة ١٠%.
- المتوسط اليومي للمتعاملين ٠.٣%.
- معدل دوران الأسهم حرة التداول ٢٠% أو متوسط قيمة تداول السهم اليومي ٠.٠٠١.

- عدد أسهم الشركة المصدرة ٣٠٠ مليون فأكثر.

كما تنص المادة الثانية من القرار المذكور على إضافة وثائق صناديق المؤشرات المتداولة ETFs لقائمة الأوراق المالية المسموح عليها إجراء تعاملات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

وجدير بالذكر أن المادة (٧/١) من قرار رئيس مجلس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٨٢ لسنة ٢٠١٢ بشأن قواعد تداول حقوق الاكتتاب، قد نصت صراحة على أنه " لا يجوز التعامل على حقوق الاكتتاب من خلال آلية الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف"^(١).

سابقاً: الالتزام بإبرام عقوداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع مع عملائها والاحتفاظ بها: يجب أن تبرم شركة السمسرة والعميل عقداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ويجب أن يكون العقد مكتوباً^(٢).

(١) منشور بالوقائع المصرية، عدد ١١١، بتاريخ ١٥-٥-٢٠١٢.

(٢) المادة (٢٩٩ مكرر) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

والكتابة المتطلبه هنا للإثبات وليست للانعقاد^(١). كما تلتزم شركة السمسرة بالاحتفاظ بالعقود المبرمة بينها وبين العميل المقترض والعميل المقرض وتحت مسؤوليتها. كما تلتزم أيضًا بإعداد وإدارة نظام متكامل لحسابات عملائها يتضمن توثيق جميع مراحل وإجراءات التعامل من خلال آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، وعلى الأخص إثبات بيانات عمليات الاقتراض التي تتم من خلالها وبيانات العملاء المقرضين والعملاء المقترضين وكذلك بيانات إنهاء عمليات الاقتراض^(٢).

ثامناً: الالتزام بإخطار الجهات الرقابية وتمكينها من الاطلاع: تلتزم شركة السمسرة الحاصلة على ترخيص بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بتمكين الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة من الاطلاع والحصول على جميع البيانات والمستندات المتعلقة بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، وعلى شركة السمسرة بناءً على طلب أي منهما توفير تلك البيانات عن طريق خط الربط الإلكتروني.

كما تلتزم شركة السمسرة بإخطار تفاصيل العمليات التي تبرمها أولاً بأول لشركة الإيداع والقيود المركزي وأمناء الحفظ. وكذلك إخطار أمين الحفظ (المودع لديه الأوراق المالية أو التي ستنقل إليه الأوراق المالية محل العقد) بصورة من العقد المبرم.

(١) لمزيد من التفصيل حول هذه المسألة، راجع: د/ محمد عبدالمقصود غانم، المرجع السابق، ص ١٨٩ وما بعدها. وانظر عكس ذلك: د/ سامي عبد الباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ٦٢؛ حيث يرى سيادته بأن الكتابة هنا ركن من أركان العقد يترتب على تخلفها بطلان العقد بطلاناً مطلقاً.

(٢) المادة (٢، ١/٤) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

وعلاوة على ما سبق، تلتزم شركة السمسرة بموافاة شركة الإيداع المركزي بالبيانات والمعلومات والتقارير التي تمكنها من موافاة الهيئة والبورصة بما تطلبه من بيانات وتقارير فور طلبها. وعلى شركة السمسرة موافاة الهيئة والبورصة بذات التقارير التي يلتزم أمين الحفظ بإصدارها في نهاية كل أسبوع^(١).

وأخيراً، تلتزم شركة السمسرة بأن تُخطر الهيئة والبورصة في أول يوم عمل من كل أسبوع وعند مطالبة الهيئة أو البورصة بالتقارير والبيانات المطلوبة، وبصفة خاصة ما يلي: ١- إجمالي الضمان النقدي لدى الشركة لعملاء بيع الأوراق المالية المقترضة. ٢- إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة لصالح العملاء. ٣- نسبة الضمان النقدي إلى إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة لصالح العملاء. ٤- عدد وقيمة إخطارات العملاء لزيادة الضمان النقدي التي لم يقدّمها العملاء بالوفاء بها. ٥- حالات شراء الأوراق المالية لتسوية حسابات العملاء المقترضين وإنهاء عمليات الاقتراض^(٢).

الفرع الثالث

التزامات شركة الإيداع المركزي

يقع على عاتق شركة الإيداع المركزي عدة التزامات بوصفها طرفاً في نظام اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، نجلها فيما يلي:

أولاً: الالتزام بإعداد المتطلبات الفنية اللازمة لآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع: تتولى شركة الإيداع المركزي بالتعاون مع البورصة إعداد وتجهيز

(١) انظر بشأن تلك التقارير، سابقاً ص ٥٨ .

(٢) المادة (٢/١٠) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

النظم الآلية والمتطلبات الفنية للعمل بآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع. وكذلك استخدام خط الربط الآلي بين نظام التداول ونظام الإيداع المركزي بما يسمح بتطبيق قواعد النظام^(١).

ثانيًا: الالتزام بتحويل الأوراق محل عملية الاقتراض بغرض البيع: تتولى شركة الإيداع عملية تحويل عملية الأوراق المالية المطلوب اقتراضها من حساب العميل المقرض إلى حساب العميل المقترض، وذلك بناءً على إخطار من شركة السمسرة بعد تسجيل عملية الاقتراض لديها^(٢).

ثالثًا: الالتزام بالإخطار: يجب على شركة الإيداع المركزي موافاة الهيئة والبورصة بتقرير شهري يتضمن إجمالي رصيد الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل شهر لكل شركة مصدرة ونسبتها لإجمالي الأوراق المالية المتداولة لهذه الشركة، وعلى البورصة نشر هذا التقرير على الشاشات المعدة لذلك، وللهيئة أن تطلب البيان المذكور في أي وقت^(٣). وتسهلاً لتلك المهمة، يحق لشركة الإيداع المركزي الحصول على البيانات والمعلومات والتقارير التي تمكنها من موافاة الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة بما تطلبه من تقارير وبيانات فور طلبها^(٤).

رابعًا: الالتزام بتعديل كميات المقرضين: تلتزم شركة الإيداع المركزي بتعديل كميات المقرضين طبقاً للأرصدة الجديدة في حالة وجود تأثير للحقوق المرتبطة

(١) المادة (١١) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

(٢) المادة (٢/٨) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

(٣) المادة (٢/٢٩٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

(٤) المادة (٣/٩) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

بالأوراق المالية محل الإقراض على الكمية الإجمالية للأوراق المالية
المصدرة سواء بالزيادة أو النقصان^(١).

خامساً: الالتزام بمتابعة نسب الإقراض والاقتراض: تلتزم شركة الإيداع المركزي
باستحداث النظم الإلكترونية والتقارير اللازمة التي تعمل على متابعة
نسب الإقراض والاقتراض وعدم تجاوز أيًا من النسب المحددة في المادة
(١/٧) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩. كما تقوم بعرض
بيانات نسب الإقراض يوميًا قبل بداية جلسة التداول بشركات السمسرة
وأمناء الحفظ^(٢).

وأخيرًا، تتولى شركة الإيداع المركزي في حالات الإنهاء المنصوص عليها في
المادة (٣/٨) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ تحويل الأوراق المالية من
حساب العميل المقترض إلى حساب العميل المقرض لإنهاء عملية الاقتراض كليًا أو
جزئيًا^(٣).

المطلب الثاني

التزامات وحقوق أطراف عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض

يلتزم أمين الحفظ -بصفة عامة- أن يبرم اتفاقًا مكتوبًا مع عملائه بمراعاة
القواعد التي تضعها الهيئة العامة للرقابة المالية، ويُسمى بـ " عقد فتح حساب حفظ

(١) المادة (٢/٩) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

(٢) المادة (٢/٧) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

(٣) المادة (٣/٣/٨) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

أوراق مالية"، وبموجبه يقوم بتقديم الخدمات المتعلقة بنشاط الحفظ، كما يلتزم أمين الحفظ أيضاً بفتح حساب نقدي للعميل لخصم وإضافة كافة الحقوق والالتزامات النقدية التي قد تكون متعلقة بنشاط أمناء الحفظ.

وإذا ما رغب العميل في تطوير العلاقة بينه وبين أمين الحفظ بإعلان رغبته في إتاحة أوراق مالية مملوكة له بوعاء الإقراض وقبوله إقراضها لعملاء آخرين وفقاً لنظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، فإن تلك الرغبة تتم ترجمتها بموجب عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض والذي يكون وفقاً لنموذج العقد الاسترشادي الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية سابق الإشارة إليه، وهذا العقد الأخير يدور وجوداً وعدمًا مع عقد فتح الحساب بحيث أنه لا يجوز للعميل إبرام مثل هذا العقد مع أمين الحفظ إلا في حال كونه متعاقدًا معه بموجب عقد فتح حساب حفظ أوراق مالية.

ويُرتب عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض مجموعة من الالتزامات والحقوق التي تنصرف إلى طرفي العقد وهما العميل المقرض من ناحية وأمين الحفظ من الناحية الأخرى. ونعرض للالتزامات وحقوق العميل أولاً، ثم للالتزامات وحقوق أمين الحفظ ثانياً، وذلك تباعاً في فرعين متتاليين على النحو التالي.

الفرع الأول

التزامات وحقوق العميل المقرض

إن العميل في عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض هو ذلك المستثمر الذي يرغب في إتاحة أوراقه المالية المملوكة له بوعاء الإقراض لدى أمين الحفظ ويوافق على إقراضها لعملاء آخرين وفقاً لنظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع. ونعرض أولاً للالتزامات العميل المقرض، ثم لحقوقه، وذلك على النحو التالي:

أولاً: التزامات العميل المقرض:

يُرتب عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض مجموعة من الالتزامات في ذمة العميل، فيلتزم العميل ويتعهد بما يلي^(١):

- فتح حساب لدى أمين الحفظ والتوقيع على كافة المستندات والأوراق المتعلقة بإتاحة وإقراض الأوراق المالية المملوكة له.

- تحديد شركات السمسرة المفوضة بالاقتراض من حساب العميل لصالح عملائها، وإرسال صورة من عقده مع كل منهم. ويتحمل العميل منفرداً المسؤولية الكاملة عن تحديث هذه القائمة في حال حدوث أي تغييرات تطراً عليها.

- دفع المصاريف والعمولات المتفق عليه والمحددة في العقد، وذلك عن طريق الخصم المباشر من حساب العميل لدى أمين الحفظ ودون الرجوع إلى العميل.

ثانياً: حقوق العميل المقرض:

يُكسب عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض العميل المقرض مجموعة من الحقوق، وذلك كما يلي:

وفقاً لنص البند (١/٤) من النموذج الاسترشادي لعقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض سابق الإشارة إليه يحق للعميل المقرض الحصول على نسبة...% من عوائد الاستثمار لقيمة الأوراق المالية المقرضة للغير عند انتهاء مدة الإقراض بعد خصم العمولات والمصاريف المستحقة المتفق عليها لأمين الحفظ، وكذلك أي مصاريف لسمسار المقترض طبقاً لما هو متفق عليه معه. والنص على حاله هكذا يُفسر على أن

(١) بند (٣) من العقد الاسترشادي بشأن إتاحة الأوراق المالية للإقراض سابق الإشارة إليه.

العميل المقرض يحصل على نسبة من عوائد الاستثمار. وهذا يتعارض مع صريح نص المادة (٤/٤) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه بأن " يتم توجيه عوائد الاستثمار بالكامل للعميل المقرض بعد خصم العمولات والمصاريف المقررة"

كما يحق للعميل المقرض الحصول على نسبة ... % من إجمالي قيمة الأوراق المالية المقترضة، وذلك إذا قام العميل المقترض بإنهاء عملية الاقتراض قبل انتهاء المدة المحددة بالعقد المبرم بينهما. وبصفة عامة لا يمكن أن تقل مدة إقراض الأوراق المالية عن ثلاثون يومًا من تاريخ بيع الأوراق المالية المقترضة^(١).

وعلاوة على ما سبق، يحق للعميل المقرض الحصول على أوراقه المالية المقرضة محملة بجميع الحقوق المالية والمزايا الأخرى في نهاية المدة المحددة للإقراض بالعقد، وعدم رغبته في التجديد.

وأخيرًا، يحق للعميل إقراض أكثر من عميل في حدود الكمية المملوكة له والمتاحة للإقراض^(٢).

(١) راجع الكتاب الدوري رقم ١٢ لسنة ٢٠١٩ بشأن المتطلبات الواجب توافرها في عقود آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بتاريخ: ٢٠١٩/٩/٤. متاح على الرابط التالي:

http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/FRA

(٢) المادة (٣/٢/٨) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

الفرع الثاني

التزامات وحقوق أمين الحفظ

يقصد بنشاط أمناء الحفظ كل نشاط يتناول حفظ الأوراق المالية والتعامل عليها وإدارتها بما في ذلك حسابات الأوراق المالية باسم ولصالح المالك أو باسم المالك المسجل لصالح المالك المستفيد وذلك كله في حدود تعليمات العميل^(١). وفي نطاق عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، عرفت المادة (٥/١) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه أمين الحفظ بأنه هو الذي يُبرم عقدًا مع العميل المقرض والقائم بإنشاء وعاء الأوراق المالية المتاحة للإقراض.

ونعرض أولاً لالتزامات أمين الحفظ، ثم لحقوقه ثانيًا. وذلك تباعًا على النحو التالي:

أولاً: التزامات أمين الحفظ^(٢):

يلتزم أمين الحفظ بإرسال البيان الموضح فيه مفهوم نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع والمزايا والمخاطر الاستثمارية التي قد يتعرض لها عند التعامل بهذا النظام للعميل مرة واحدة على الأقل سنويًا، وكذلك فور حدوث أي تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان المسلم للعميل. كما يلتزم أمين الحفظ ببذل

(١) المادة ٤٥ من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ سابق الإشارة إليه.

(٢) راجع بشأن التزامات أمين الحفظ بشكل عام المواد (٤٩ إلى ٥٢) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ سابق الإشارة إليه.

عناية الرجل الحريص في تنفيذ العقد، وإمساك السجلات والمستندات الدالة على ذلك^(١).

كما يلتزم أمين الحفظ في حال استبعاد أي ورقة مالية من قائمة الأوراق المالية المسموح بالتعامل عليها من خلال نظام الإقراض بغرض البيع، باتخاذ الإجراءات التالية: ١- استبعاد الورقة المالية من أوعية الاقتراض لديه. ٢- إنهاء عملية الإقراض. ٣- إنهاء عمليات الاقتراض خلال المدة التي تحددها الهيئة أو البورصة ويتم استرداد الأوراق المالية للعملاء المقرضين من سماسرة المقترضين إلى أرصدهم المتاحة لدى أمين الحفظ^(٢).

ثانياً: حقوق أمين الحفظ:

يتمتع أمين الحفظ بموجب عقد إتاحة الأوراق المالية للإقراض بمجموعة من الحقوق، نجملها فيما يلي:

١- الحق في تحديد هوية المستفيد من عمليات إقراض الأوراق المالية: يحق لأمين الحفظ طلب أية بيانات إضافية من العملاء طبقاً لقانون مكافحة غسل الأموال ولانحته التنفيذية^(٣) للتعرف على هوية المستفيدين الحقيقيين من العمليات التي يجريها العميل ومصادر الأموال التي يستثمرها بما ذلك الحصول على إقرارات كتابية من العميل بمصدر تلك الأموال.

(١) بند (١/٥، ٢) من العقد الاسترشادي بشأن إتاحة الأوراق المالية للإقراض سابق الإشارة إليه.

(٢) بند (٣/٥) من العقد الاسترشادي بشأن إتاحة الأوراق المالية للإقراض سابق الإشارة إليه.

(٣) قانون مكافحة غسل الأموال رقم ٨٠ لسنة ٢٠٠٢. والمنشور بالجريدة الرسمية، عدد ٢٠ مكرر بتاريخ: ٢٢-٥-٢٠٠٢. ولانحته التنفيذية الصادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٩٥١ لسنة ٢٠٠٣ والمنشورة بالجريدة الرسمية، عدد ٢٣ مكرر(أ) بتاريخ: ٩-٦-٢٠٠٣.

٢- الحق في الحصول على العمولات: يحق لأمين الحفظ الحصول على الأتعاب والعمولات والمبالغ المستحقة له بموجب العقد المبرم بينه وبين العميل نظير القيام بتنفيذ التزاماته^(١).

٣- الحق في الحصول على التعويض: يحق لأمين الحفظ الحصول على تعويض عن أية أضرار تلحق به نتيجة تنفيذ التزاماته بموجب العقد المبرم وطبقاً للأسلوب المتفق عليه.

المطلب الثالث

التزامات وحقوق أطراف عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع

وفقاً لنص المادة (٢٩٩ مكرر) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما " يجب أن تبرم شركة السمسرة والعميل عقداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ويجب أن يكون العقد مكتوباً". والعميل الطرف في ذلك العقد يُطلق عليه " العميل المقترض" وقد عرفته المادة (١/١) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه بأنه " المستثمر الذي يبرم اتفاقاً مع شركة السمسرة بشأن اقتراض أوراق مالية من خلال نظام الإقراض بغرض بيعها وإعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها.

(١) ووفقاً للبند السابع من العقد الاسترشادي لإتاحة الأوراق المالية للإقراض، يتقاضى أمين الحفظ عمولة بنسبة...% من مجموع سعر الأوراق المالية المقرضة طبقاً لسعر إقبالها في تاريخ الإقراض، بالإضافة إلى...% عن كل عملية إقراض. بالإضافة إلى أي مصروفات أخرى يسددها أمين الحفظ للأطراف من الغير في سبيل تنفيذ التزاماته.

وتمثل شركة السمسرة الحاصلة على ترخيص من الهيئة بمزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع الطرف الثاني في عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

وترتيباً على ما تقدم، سوف نقسم هذا المطلب إلى فرعين، نتناول في الفرع الأول التزامات وحقوق العميل المقترض، ونعرض لالتزامات وحقوق شركة السمسرة في الفرع الثاني. وذلك تباعاً على النحو التالي.

الفرع الأول

التزامات وحقوق العميل المقترض

نعرض أولاً لالتزامات العميل المقترض، ثم نتناول حقوقه ثانياً، وذلك تباعاً على النحو التالي:

أولاً: التزامات العميل المقترض:

يقع على عاتق العميل المقترض مجموعة من الالتزامات، نجملها فيما يلي:

١- الالتزام بسداد قيمة الهامش المحددة: يلتزم العميل بسداد قيمة الضمان النقدي مقدماً كضمان لعملية الاقتراض بغرض البيع قبل تنفيذها، ويحدد العقد نسبة الهامش النقدي التي يودعها العميل لدى الشركة بما لا يقل عن (٥٠%) من القيمة السوقية للأوراق المالية قبل اقتراضها وبيعها، وتكون نسبة هذا الهامش بما لا يقل عن (٢٠%) من القيمة السوقية للسندات الحكومية أو أحد الضمانات المنصوص عليها في المادة (٢٩٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال^(١) والتي

(١) م (٢٩٩ مكرر ٣/١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

تتمثل فيما يلي: (أ) خطابات ضمان مصرفية غير مشروطة صادرة لصالح الشركة من أحد البنوك أو فروع البنوك الأجنبية الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري. (ب) ودائع لدى أحد البنوك أو فروع البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري، بشرط أن يتم تجميدها لدى البنك لصالح الشركة وأن يجوز تسيلها عند طلب الشركة دون اشتراط موافقة العميل، على أن يتم تقييمها بنسبة (٩٠%) من أصل مبلغ الوديعة. (ج) سندات حكومية مصرية بشرط رهنها لصالح الشركة، على أن يتم تقييمها بنسبة (٩٠%) من قيمتها السوقية. (د) الأوراق المالية التي تتوافر بها الشروط المشار إليها بالمادة السابقة^(١) وتقبلها الشركة كضمان على أن يتم تقييمها بنسبة (٨٠%) من قيمتها السوقية وفقاً للضوابط التي يصدر بتحديددها قرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية^(٢). وقد أضافت

(١) حيث تنص المادة (٢٩٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما على أنه لا يجوز أن تجرى عمليات الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إلا على الأوراق المالية التي تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة.

(٢) والأوراق المالية المعتد بها كضمانات لعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع هي الأوراق المالية المسموح بمزاولة الأنشطة المتخصصة عليها والواردة بالقائمتين (أ) و(ب) والمستوفاة للمعايير المنصوص عليها في قرار رئيس البورصة المصرية رقم (٦٢٠) لسنة ٢٠٢٠ الصادر بتاريخ ٢٠٢٠/٨/١٠ بشأن معايير السماح بمزاولة الآليات والأنشطة المتخصصة. ووفقاً لنص المادة (٣) من القرار المذكور تقبل الأوراق المالية المدرجة بالقائمة (أ) كضمان حتى نسبة ١٠٠% من قيمتها السوقية، وتقبل الأوراق المالية المدرجة بالقائمة (ب) حتى نسبة ٨٠% من قيمتها السوقية. وذلك كله وفق تحليل المخاطر لدى كل شركة مسجلة على موافقة الهيئة على مزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

كما تدرج أسهم الطروحات الجديدة ضمن القوائم (أ) و (ب) اعتباراً من أول جلسة تداول لها عقب الطرح متى استوفت معايير كمية تقارن مع معايير مناظرة لمعايير تحديد القوائم (أ) و (ب) عن فترة ستة أشهر سابقة لتاريخ تنفيذ الطرح متى استوفت المعايير محددة في المادة (١) من قرار رئيس مجلس إدارة البورصة رقم ٦٢٣ لسنة ٢٠٢٠ بشأن معايير إدراج أسهم الطروحات الجديدة ضمن القوائم "أ" و "ب". متاح على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/18480d85-3f97-42ee-b9af-b050192190bb/Decree-620-for-2020-Sepcialized-Activities.aspx>

=

المادة (١) من قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية رقم ١٣٩٠ الصادر بتاريخ ١٣ نوفمبر ٢٠١٩^(١) وثائق صناديق الاستثمار النقدية كضمان لعمليات الشراء الهامشي للعميل مالك الوثيقة، وبالتبعية يمكن قبولها كضمان لعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع؛ حيث تنص على أن " يكون للجهات أو الشركات الأعضاء بالبورصة المصرية المسموح لهم بمزاولة عمليات الشراء الهامشي وكذا تلقي الاكتتابات في وثائق صناديق الاستثمار النقدية المكتتب فيها من خلالهم أن يعتد بهذه الوثائق كضمان لعمليات الشراء الهامشي للعميل مالك الوثيقة وذلك من خلال ذات الجهة أو الشركة متلقية الاكتتاب على أن تطبق عليها ذات الشروط الخاصة بالقائمة "أ" من قوائم الأنشطة المتخصصة".

٢- الالتزام بالمحافظة على قيمة الضمانات المقدمة: يلتزم العميل المقترض بزيادة ضمانات إضافية أو تغذية الحساب لزيادة قيمة الضمانات أو الضمان النقدي إلى ١٥٠% من قيمتها السوقية بالنسبة للأوراق المالية أو ١١٠% بالنسبة للسندات الحكومية، وذلك متى انخفضت قيمة الضمانات أو الضمان النقدي إلى نسبة ١٤٠% للأوراق المالية وإلى نسبة ١١٥% للسندات الحكومية وذلك بالمقارنة بقيمتها السوقية، وذلك بعد إنذاره من قبل شركة السمسرة^(٢).

&https://www.egx.com.eg/getdoc/ea429635-12f4-4591-a3e2-5f9886a122e5/Decree-623-for-2020-Specialized-Activities.aspx

(١) متاح على الرابط التالي:

https://egx.com.eg/getdoc/c585504c-d97b-49a6-ace3-b44db08dbe6f/Funds-Decree-No--1290-for-the-Year-2019.aspx

(٢) المادة (٢/٤/١/٨) من قرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

٣- الالتزام برد الأوراق المالية المقترضة: يقع على عاتق العميل المقترض التزامًا برد الأوراق المالية المقترضة محملة بجميع الحقوق المالية والمزايا الأخرى كأصل عام في نهاية مدة العقد المبرم، وعدم رغبة العميل المقرض في تجديد العقد مرة أخرى. كما يلتزم بالرد أيضًا في حالة الاتفاق على حق العميل المقرض في طلب استرداد أوراقه المالية في أي وقت طيلة مدة العقد.

٤- الالتزام بدفع المصاريف والعمولات المحددة: يلتزم العميل المقترض بدفع المصاريف والعمولات المحددة وفقًا لما هو متفق عليه في العقد المبرم بهذا الشأن، وكذلك أي تكاليف أخرى مقررة بمقتضى القوانين واللوائح، ويتم ذلك بالخصم المباشر من حساب العميل لدى الشركة، والتزامه الكامل بسداد رصيده المدين إذا طالبته شركة السمسرة بذلك^(١).

كما يلتزم العميل المقترض بدفع عائد استثمار لا يقل حده الأدنى عن خمسة أيام عمل من قيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة وذلك إذا استخدم حقه في رد الأوراق المالية المقترضة خلال خمسة أيام فقط من التنفيذ^(٢).

ولضمان التزام العميل المقترض بتنفيذ التزاماته المُشار إليها، فيتم الحصول على مجموعة من التعهدات والإقرارات من العميل كما يلي: ١- الموافقة على أن تنتقل الأوراق المالية التي يقدمها كضمان إلى أمين الحفظ الذي تحدده شركة السمسرة وأن توضع بحساب التجنيب. ٢- الموافقة على عدم أحقيته في المطالبة بالضمان النقدي أو الامتناع عن شراء الأوراق المالية المقترضة أو امتناعه عن زيادة الضمانات إلا وفقًا

(١) البند (٨/١/٤) من العقد الاسترشادي بشأن اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع سابق الإشارة إليه.

(٢) البند (٩/١/٤) من العقد الاسترشادي بشأن اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع سابق الإشارة إليه.

لشروط وأحكام العقد المبرم. ٣- الموافقة على أنه ليس من حقه الرجوع قانونياً على شركة السمسرة أو مطالبتها بأي طريقة من الطرق بأي تعويضات أو أموال أو أوراق مالية في حالة إذا استخدمت الشركة حقوقها الواردة في العقد وبصفة خاصة حقها في شراء الأوراق المالية المقترضة وفقاً لشروط وأحكام العقد حتى ولو انخفضت أسعارها بعد ذلك، أو توافرت حالة من حالات الإنهاء الواردة بقرار رئيس الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه^(١).

ثانياً: حقوق العميل المقترض:

يتمتع العميل المقترض بموجب عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بمجموعة من الحقوق، نجلها فيما يلي:

١- الحق في إنهاء العقد: يحق للعميل المقترض أن ينهي العقد في أي وقت وقبل انتهاء مدة العقدة المحددة، وذلك بأن يطلب تحويل ذات الكمية المقترضة من الأوراق المالية المتاحة لديه في رصيده، أو شرائها من السوق. مع دفع العمولات والمصاريف المتفق عليها مع شركة السمسرة في تلك الحالة.

٢- الحق في استبدال الضمانات المودعة منه: يحق للعميل المقترض استبدال الضمانات المقدمة منه بضمانات أخرى تقبلها الشركة. كما أن له الحق في استرداد ما الفرق في قيمة الضمانة في حال انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة أو ارتفاع القيمة السوقية للضمانات المقدمة حال كونها ورق مالية.

(١) البند (٢/٤) من العقد الاسترشادي بشأن اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع سابق الإشارة إليه.

٣- الحق في استثمار الضمان النقدي المقدم منه: يحق للعميل الاتفاق مع شركة السمسرة على أن تتولى استثمار الضمان النقدي المقدم منه، على أن يتضمن الاتفاق كيفية توزيع عائد الاستثمار طول مدة استغلاله للأوراق المالية المقترضة. ويتم إخطار العميل بأوجه الاستثمار والعائد الفعلي الناتج عن استثمار الضمان النقدي بتفاصيله. ويتم الاستثمار إما في وثائق صناديق النقد أو حسابات جارية ذات عائد.

الفرع الثاني

التزامات وحقوق شركة السمسرة

نعرض أولاً لالتزامات شركة السمسرة، ثم نتناول حقوقها ثانيًا، وذلك تبعًا على النحو التالي:

أولاً: التزامات شركة السمسرة:

تلتزم شركة السمسرة بوصفها طرفًا في عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بالعديد من الالتزامات، نجلها فيما يلي:

١- الالتزام ببذل عناية: تلتزم شركة السمسرة ببذل عناية الرجل الحريص في تنفيذ العقد المبرم بينها وبين العميل، وعليها إعادة تقييم حالة العميل المالية كلما رأت ضرورة لذلك وبحد أدنى مرة كل اثني عشر شهرًا.

٢- الالتزام بالتبصير: تلتزم شركة السمسرة بتسليم العميل عند إبرام الاتفاق معه بيانًا بشأن مفهوم اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع موضحة فيه على وجه التفصيل الإجراءات والمزايا والمخاطر والأحكام الأساسية له، كما تلتزم شركة

السمسرة بإعادة إرسال البيان المسلم للعميل عند إبرام الاتفاق معها، بصورة مستمرة، ويحد أدنى مرة واحدة سنويا، وكذلك فور حدوث أية تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان المسلم للعميل.

٣- الالتزام باستثمار حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة لصالح العميل المقرض: تلتزم شركة السمسرة بوضع حصيلة بيع الأوراق المالية في حساب خاص باسم الشركة واستثمارها من تاريخ تسوية عملية البيع لصالح العميل المقرض في وثائق استثمار صناديق النقد أو حسابات جارية ذات عائد. ويتم إخطار أمين الحفظ أو العميل المقرض بالوسائل المحددة في العقد بأوجه الاستثمار والعائد الفعلي الناتج عن استثمار حصيلة بيع الأسهم المقترضة.

٤- الالتزام بالإخطار: تلتزم شركة السمسرة بإرسال كافة تفاصيل عمليات الاقتراض بغرض البيع المطلوب تنفيذها من خلال شركة الإيداع والقيود المركزي وأمناء الحفظ عن طريق نظم إدارة عملية الاقتراض والإقراض وخطوط الربط الآلي وذلك لتحويل الأوراق المالية المقترضة إلى حساب العميل المقرض.

٥- الالتزام بإرسال كشف حساب للعميل: تلتزم شركة السمسرة بإرسال كشف حساب شهري للعميل، وفي حالة عدم اعتراض العميل على ما ورد فيه من بيانات خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ استلامه، فإن ذلك يُعد إقراراً منه بصحة وسلامة الكشف وما ورد فيه. وعلى العميل أن يبادر في طلب كشف الحساب خلال أسبوع من انقضاء المحدد لإرساله، وإلا سقط حقه في الاحتجاج بعدم وصوله.

٦- الالتزام بنسب الإقراض والاقتراض المحدد: تلتزم شركة السمسرة بعدم إجراء أية عمليات بيع بنظام الاقتراض إذا كان ذلك سيؤدي إلى زيادة نسبة الأوراق

المالية المتاحة لدى أمين الحفظ على ٢٥% من إجمالي عدد الأوراق المالية للشركة المصدرة، أو زيادة نسبة العميل المقرض الواحد على ٥% من إجمالي عدد أسهم الشركة المصدرة، أو زيادة نسبة ما يقترضه كل عميل ومجموعته المرتبطة على ٥,٥% من إجمالي عدد أسهم الشركة المصدرة طبقاً لتعريف الأشخاص المرتبطة الوارد بالباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال^(١).

كما تلتزم شركة السمسرة بتسجيل عمليات الاقتراض غير المنفذة وإرسالها لشركة الإيداع المركزي والتي تتولى عملية رد الأسهم من حساب العميل المقترض إلى حساب العميل المقرض، وتعتبر عملية البيع غير قائمة ولا يترتب عليها أية حقوق أو التزامات في حالة عدم تنفيذها خلال اليوم.

وعلاوة على ما سبق، تلتزم شركة السمسرة بإنهاء عمليات الاقتراض خلال المدة التي تحددها البورصة في حالة خروج الأوراق المالية المقترضة من قائمة الأوراق المالية المسموح بإجراء عمليات الاقتراض بغرض البيع عليها.

(١) عرفت المادة (٤/٣٢٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما "الأشخاص المرتبطة" بأنهم :

الأشخاص الذين يجمع بينهم اتفاق و/ أو عمليات تتم بغرض الاستحواذ أو السيطرة الفعلية على إحدى الشركات الخاضعة لأحكام هذا الباب سواء كان هذا الاتفاق مكتوباً أو غير مكتوب، أو اتفاق عند التصويت بجمعيتها العامة أو مجالس إدارتها. ويعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الطبيعيون وأي من أقاربهم حتى الدرجة الثانية، والأشخاص الاعتبارية المكونة من شخصين أو أكثر التي تكون غالبية أسهم أو حصص إحداهما مملوكة مباشرة أو بطريق غير مباشر للطرف الآخر، أو يكون مالكة شخصاً واحداً، والشركات القابضة والتابعة والشقيقة بحسب الأحوال. كما يعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الخاضعون للسيطرة الفعلية لشخص آخر.

٧- الالتزام بالتأكد من إيداع الضمان النقدي أو الضمانات المقدمة من قبل وكذلك متابعتها^(١): تلتزم شركة السمسرة بعدم تنفيذ أي أوامر بيع لأسهم مقترضة مالم يكن العميل قد أودع الضمان النقدي أو الضمانات الأخرى المتفق عليها.

كما تلتزم شركة السمسرة من خلال النظم الآلية لديها بإعادة تقييم الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل يوم عمل، وأن تراعي توافق قيمتها السوقية مع النسب القانونية المقررة للضمانات أو الضمان النقدي المقدم من العميل، واحتساب مقابل تكلفة الاقتراض.

وفي حالة انخفاض قيمة الضمانات أو الضمان النقدي إلى نسبة ١٤٠% للأوراق المالية وإلى نسبة ١١٥% للسندات الحكومية وذلك بالمقارنة بقيمتها السوقية، فتلتزم الشركة بإنذار العميل المقترض بضرورة تقديم ضمانات إضافية أو تغذية الحساب لزيادة قيمة الضمانات أو الضمان النقدي إلى ١٥٠% للأوراق المالية أو إلى ١٢٠% للسندات الحكومية.

أما في حالة ارتفاع الضمان النقدي للأوراق المالية إلى نسبة ١٦٠% للأوراق المالية أو نسبة ١٢٥% بالنسبة للسندات الحكومية بالمقارنة بقيمتها السوقية فتلتزم الشركة برد الزيادة إلى حساب العميل المقترض بعد مرور يومي عمل على حدوثها.

وجدير بالذكر أنه في حال قيام العميل بتنفيذ أكثر من عملية اقتراض لأكثر من ورقة مالية عن طريق شركة سمسرة واحدة، فتعتبر تلك العمليات كحساب واحد

(١) م (٤/٣/٨) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

للمعمل، ويتم زيادة قيمة الضمان في حالة وصول رصيد حساب العميل إلى النسب المقررة في هذا الشأن.

٨- الالتزام بالاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال للشركة المصدرة للأوراق المالية محل الإقراض: تلتزم شركة السمسرة بتحقيق رغبة العميل المقرض في الاكتتاب في الزيادة وفقاً لأوراقه المالية محل الإقراض في حالة قيام الشركة المصدرة باتخاذ إجراءات زيادة رأس المال لقدامى المساهمين، وذلك عن طريق قيام الشركة بشراء حق الاكتتاب للعميل المقرض أو شراء أسهم للعميل المقرض تعادل الكمية المقررة له حال الاكتتاب في حالة تعذر شراء حق الاكتتاب، وذلك كله خصماً من حساب الضمان النقدي المقدم من العميل المقترض، على أن يتحمل العميل المقرض تكلفة أسهم الزيادة بما لا يتعدى تكلفة الاكتتاب لنفس الكمية^(١).

٩- وأخيراً، تلتزم شركة السمسرة في حالة صدور قرار إداري من قبل الهيئة يترتب عليه وقف نشاط شركة السمسرة بتنفيذ تعليمات العميل بتحويل حسيبة بيع الأوراق المالية المقترضة مع الضمانة والعائد المستحق حتى تاريخ التحويل على شركة سمسرة أخرى حاصلة على موافقة الهيئة على التعامل بنظام الاقتراض بغرض البيع.

ثانياً: حقوق شركة السمسرة:

تتمتع شركة السمسرة بوصفها طرفاً في عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بالعديد من الحقوق، نجلها فيما يلي:

(١) م (٣/٩) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

١- يحق لشركة السمسرة عدم إجراء أية عمليات بيع أوراق مالية مقترضة إلا على الأوراق المالية التي تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة العامة للرقابة المالية وفقاً للقائمة التي تصدر عن البورصة دورياً في هذا الشأن^(١).

٢- الحق في قبول ضمان آخر من العميل غير الضمان النقدي: لشركة السمسرة أن تقبل من العميل المقترض أيًا من الضمانات المنصوص عليها بالمادة (٢٩٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال^(٢)، فالأمر جوازي هنا للشركة في قبول ضمان آخر غير الضمان النقدي من عدمه، على أن تلتزم شركة السمسرة حال قبولها لأوراق مالية كضمانة، أن تُعيد تقييم قيمتها السوقية في نهاية كل يوم عمل، وأن تراعي توافق قيمتها السوقية مع النسب القانونية المشار إليها بشأن الضمان النقدي^(٣).

٣- الحق في اتخاذ إجراءات شراء الأوراق المالية المقترضة لإغلاق المراكز المكشوفة دون الرجوع للعميل: يحق لشركة السمسرة اتخاذ إجراءات شراء الأوراق المالية المقترضة دون الرجوع إلى العميل في ثلاث حالات: ١- إذا قامت بإنذار العميل بزيادة الضمانات أو الضمان النقدي، ولم يقدّم العميل بالامتثال لذلك خلال يومي عمل على إخطاره. ٢- إذا انخفضت نسبة الضمان النقدي إلى ١٣٠% من قيمتها السوقية بالنسبة للأوراق المالية أو ١١٠%

(١) البند ١/٧-١ من العقد الاسترشادي بشأن اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع سابق الإشارة إليه.

(٢) راجع سابقاً ص ٧٣.

(٣) المادة (٢/٦) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

بالنسبة للسندات الحكومية. ٣- إذا حدثت ظروف وأحداث جوهرية على الورقة المالية المقترضة كعرض شراء أو كوبونات استثنائية أو خروج الورقة المالية من قائمة الأوراق المالية المسموح عليها بإجراء عمليات الاقتراض بغرض البيع^(١).

٤- الحق في الحصول على الأتعاب والعمولات المقررة: يحق لشركة السمسرة الحصول على الأتعاب والعمولات والمبالغ المستحقة لها بموجب العقد نظير قيامها بتنفيذ التزاماتها^(٢). ويحق للشركة كذلك تعديل الرسوم والمصروفات والعمولات مستقبلاً بموجب إخطار العميل المقترض ببدء سريان الرسوم أو العمولات أو المصروفات الجديدة بإحدى الطرق المتفق عليها، وفي حالة عدم اعتراض العميل خلال خمسة أيام عمل، يُعتبر ذلك موافقة ضمنية منه، وفي حالة عدم قبوله لتلك التعديلات فيطلب وقف التعامل وإنهاء العقد، مع الالتزام بإنهاء عملية الاقتراض وتسوية كامل المديونية المستحقة عليه للشركة.

٥- يحق لشركة السمسرة الحصول على تعويض عن أية أضرار تلحق بها نتيجة لتنفيذ التزاماتها أو إخلال العميل بالتزاماته.

وفي جميع الأحوال يحق لشركة السمسرة طلب أية بيانات إضافية من العميل للتعرف على هوية المستفيدين الحقيقيين من العمليات التي يجريها العميل ومصادر الأموال التي يستثمرها بما في ذلك الحصول على إقرارات كتابية من العميل بمصدر تلك الأموال. وكذلك صرف الأرباح والعوائد لأية أوراق مالية مملوكة للعميل أو المقدمة

(١) البند ١/٧ - ٢ ، ٣ من العقد الاسترشادي بشأن اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع سابق الإشارة إليه.

(٢) المادة ٢٩٩ مكرر/٢د من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

كضمان لزيادة ضمانه. كما يحق للشركة إجراء أية عمليات على الأوراق المالية محل العقد لضمان حقوقها قبل العميل المقترض سواء بالبيع أو الشراء أو الرهن أو خلافه وفقاً للقواعد الحاكمة. كما يحق لشركة السمسرة تحصيل قيمة الكوبونات لأية أوراق مالية واستلام الأسهم المجانية أو الناتجة عن تجزئة السهم أو أية حقوق أخرى مرتبطة بالأوراق المالية المقدمة كضمان، لتسوية أية مبالغ تكون مستحقة على العميل المقترض. هذا، علاوة على حقها في أن تحول الأرصدة النقدية والورقية في أي حساب من حسابات العميل المقترض وبأي عملة كانت لسداد جزء أو كل من مديونيات العميل في أي وقت ترى الشركة مصلحتها في ذلك وكذلك من وإلى كل الحسابات المرتبطة بالعميل مثل أبنائه القصر.

وأخيراً، يحق للشركة فور علمها بوفاة العميل أو صدور قرارات قضائية تتعلق بتجميد أرصدة العميل النقدية والورقية، إنهاء عملية الاقتراض وتسوية موقف جميع الأطراف دون أن يكون لورثة العميل أو لأي جهة أخرى حق الاعتراض على الإنهاء أو الرجوع على شركة السمسرة، ويتم ذلك من خلال تسليم أمين الحفظ حصيلة البيع للأوراق المالية المقترضة أو قيمة شراء الأسهم لصالح المقرض لردها للعميل المقرض وتحويل المبلغ المتبقي – إن وجد- لحساب المقرض في شركة السمسرة^(١).

(١) البند ٢/٧ من العقد الاسترشادي بشأن اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع سابق الإشارة إليه.

المبحث الثاني

الإشراف والرقابة على عمليات البيع على المكشوف

تمهيد وتقسيم:

يُسارع القانمون على أمر الأسواق المالية في معظم دول العالم عقب كل أزمة مالية بإلقاء اللوم على البانعين على المكشوف، وأن عمليات البيع على المكشوف هي السبب الأول والرئيس في تلك الأزمات^(١). ونتيجة لذلك تبادر بعض الدول بالجوء إلى اتخاذ تدابير طارئة لتقييد أو فرض شروط على عمليات البيع على المكشوف^(٢)، وتتخذ تلك التدابير أشكالاً مختلفة؛ فبعض الدول تفرض قيوداً سواء بالنسبة لأسهم محددة أو فئات محددة من الأسهم -كأسهم القطاع المالي على سبيل المثال- أو لجميع الأسهم المدرجة بالبورصة. وبعض الدول يُقيد أو يمنع نوعاً معيناً من أنواع البيع على المكشوف وهو عمليات البيع على المكشوف العارية. والبعض الآخر أدخل التزامات إفصاح من أنواع مختلفة. بينما تظل دولاً أخرى تسمح بمزاولة ذلك النشاط بشكل عادي مع تفعيل الدور الرقابي على تلك العمليات.

وعلى الرغم مما تقوم به بعض الدول من حظر أو تقييد لنشاط البيع على المكشوف، إلا أن الواقع يشهد بأن تلك الدول سرعان ما تبادر إلى رفع ذلك الحظر أو التخفيف من تلك القيود المفروضة على ذلك النشاط. وبدلاً من تلك الإجراءات، تلجأ إلى

(1) McCaffrey,(D.B), "Review of the Policy Debate Over Short Sale Regulation During the Market Crisis", Op.Cit, p.483.

(2) Beber,(A.), and Pagano,(M.), "Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis, Op.Cit, p.2.

سن تنظيم قانوني محكم^(١)، وتفعيل دور الهيئات الرقابية بشأن عمليات البيع على المكشوف في جميع مراحلها. وبعبارة أخرى، إذا كان من السهولة الإقرار بأن هناك تكاليف مترتبة على عدم التنظيم في الأسواق المالية بصفة عامة، ونشاط البيع على المكشوف بشكل خاص، إلا أن الصعوبة قد تثور بشأن مدى التنظيم المطلوب للمعالجة. وترتيباً على ما تقدم، نقسم هذا المبحث إلى مطلبين، نتناول في المطلب الأول مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية الخاصة بعمليات البيع على المكشوف، ونخصص المطلب الثاني لبيان التطورات التنظيمية لقواعد البيع على المكشوف.

المطلب الأول

مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية الخاصة بعمليات

البيع على المكشوف

تمهيد وتقسيم:

عكفت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية على تطوير مبادئ عالية المستوى لتنظيم فعال للبيع على المكشوف. وذلك لمساعدة المشرعين في مختلف الدول لوضع تنظيم قانوني فعال للبيع على المكشوف. وقد توصلت المنظمة بعد الأخذ في الاعتبار الممارسات في مختلف الأنظمة القانونية، والظروف المحلية لمختلف الدول، وكذلك آراء المشاركين في السوق، إلى ضرورة الالتزام بمبادئ أربعة في أي

(1) Gruenewald,(S.N.), Wagner,(A.F) and Weber,(R.H),"Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited", International Journal of Disclosure & Governance, Vol. 7, No. 2, 2010, p.111. Available at:: <https://ssrn.com/abstract=1439652>

محاولة لتنظيم للبيع على المكشوف، وذلك للوصول إلى نهج تنظيمي دولي أكثر اتساقاً لهذا النشاط، وذلك من أجل الحفاظ على سوق عادل ومنظم وفعال^(١).

وعليه، فإن اللجنة الفنية توصي بأن التنظيم الفعال للبيع على المكشوف يشمل المبادئ الأربعة التالية^(٢):

(1) IOSCO, Regulation on Short Selling – Consultation Report, 2009, Op.Cit, pp. 4-6.

ومع ذلك، ذهب جانب في الفقه إلى القول بأنه من الواضح أن المواقف المتضاربة تجاه البيع على المكشوف لأعضاء المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) منعتها من إنتاج مجموعة مبادئ أكثر واقعية وتفصيلاً. ويمكن القول إن مبادئ IOSCO هو نتاج حل وسط، بالنظر إلى مدى تنوع الأنظمة الموجودة لدى أعضائها وغالباً ما تكون غير قابلة للتوفيق بينها لتنظيم المبيعات على المكشوف في أسواق الأوراق المالية الخاصة بهم. وبالطبع، تشرح هذه الملاحظة المستوى العالي جداً الذي تمت صياغة مبادئه. وبالتالي، على الرغم من كونها نقطة انطلاق مفيدة للغاية، إلا أنه من المشكوك فيه جداً أن مبادئ IOSCO قد تعمل حقاً كنموذج تنسيق، نظراً لمستوى تعميمها المذهل. انظر:

- Avgouleas,(E.), “Short Sales Regulation in Seasoned Equity Offerings: What Are the Issues?” in Prentice,(D.), and Arad Reisberg,(A.), (eds), Corporate Finance Law in the UK and EU ,Oxford University Press, Oxford, 2011, p.130. available at: <https://www.escholar.manchester.ac.uk/api/datastream?publicationPid=uk-ac-man-scw:88528&datastreamId=FULL-TEXT.PDF>

(2) Ibid, p.6.

وقد وصف جانب من الفقه مبادئ IOSCO المذكورة بأنها لمسة خفيفة بشكل ملحوظ، وكذلك هي انعكاس للتحديات التي ينطوي عليها الحصول على اتفاق دولي بشأن تنظيم البيع على المكشوف، بل هي استجابة رصينة ومدروسة للضغط السياسي القوي في جميع أنحاء العالم لحظر البيع على المكشوف أو الحد منه. راجع:

- Karmel,(R.S), “IOSCO’s Response to the Financial Crisis” Journal of Corporation Law 849, Vol. 37, No.4, 2011, p.876. Available at: <https://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1368&context=faculty>

أ- الرقابة الملائمة appropriate Control.

ب- نظام التقارير الإلزامية Reporting Regimes.

ج- سن قواعد فعالة وصارمة.

د- السماح ببعض الاستثناءات.

ويهدف تنظيم البيع على المكشوف من خلال المبادئ المقترحة إلى تحقيق التوازن بين تحقيق أكبر قدر ممكن من الفوائد المحتملة للبيع على المكشوف، مع تقليل المخاطر المحتملة المرتبطة به. وترى المنظمة جدوى في وجود نهج أكثر شيوعًا لتنظيم البيع على المكشوف، من حيث إضفاء المزيد من الوضوح والاتساق. والمساعدة في تبسيط عملية الامتثال، خاصة للمشاركين في السوق الذين يعملون في الأسواق عبر الدول المختلفة. كما تدرك المنظمة أن خصائص بيئة السوق المحلية تلعب دورًا مهمًا في تشكيل تنظيم البيع على المكشوف. ولهذا ستعمل المبادئ الأربعة الموصى بها كإطار لسلطات السوق لتطوير نظم البيع على المكشوف لديها اعتمادًا على ظروفهم المحلية^(١).

ونعرض فيما يلي لهذه المبادئ بإيجاز، وذلك أربعة فروع متتالية على النحو التالي:

(1) Ibid, p.7.

الفرع الأول

الرقابة الملائمة Appropriate Control

يجب أن تخضع عمليات البيع على المكشوف لرقابة ملائمة لتقليل أو الحد من المخاطر المحتملة التي يمكن أن تؤثر على الأداء المنظم والفعال واستقرار الأسواق المالية.

ولتخفيف المخاطر المرتبطة بالبيع على المكشوف، فإن سلطات السوق تمتلك أدوات تنظيمية مختلفة يمكن استخدامها للتحكم في نشاط البيع على المكشوف، وممارسة مستويات متنوعة من الضوابط في مراحل مختلفة من سلسلة معاملات البيع على المكشوف. وبمطالعة النهج المتبعة في العديد من الدول، انتهت اللجنة الفنية للمنظمة إلى أن بعض الدول قد تبنت ضوابط تقييد البيع على المكشوف بينما سمح البعض الآخر بالبيع على المكشوف ولكن لديه تدابير أخرى مصممة لمواجهة مخاطر البيع على المكشوف؛ حيث تتبنى بعض الدول مثل هونج كونج تسمح فقط بالبيع على المكشوف للأسهم التي تستوفي معايير أهلية معينة. بينما يذهب البعض الآخر إلى النص على شرط اقتراض الأسهم مسبقاً قبل أن يتم بيعها على المكشوف. في حين أن بعض الدول الأخرى كالولايات المتحدة الأمريكية لديها ما يُعرف بشرط "Locate"^(١).

(١) وهذا الشرط نصت عليه المادة (٢٠٣/أ/٢) من التنظيم SHO سابق الإشارة إليه بأنه على أن السمسار لا يمكنه أن يقبل أمر بيع على المكشوف للأوراق المالية مالم يكن: ١- قام باقتراض لتلك الأوراق المالية، أو دخل بحسن نية في اتفاق لاقتراض تلك الأوراق. ٢- لديه أسس معقولة للاعتقاد بأن الأوراق المالية يمكن أن يتم اقتراضها ومن ثم تسليمها في الميعاد المحدد للتسليم. وجدير بالذكر أنه قد تم استعارة لغة "الاقتراض المسبق أو شرط "Locate" ومصطلح "أسباب معقولة Reasonable Grounds" من قاعدة NASD Rule 3370 و NYSE Rule 440C ، والتي سبقت التنظيم SHO. راجع:

ويخضع البيع على المكشوف في كندا وهونغ كونغ واليابان لضوابط تداول معينة كقواعد تقييد الأسعار. وبعض الدول الأخرى مثل أستراليا وكندا واليابان وهونغ كونغ والولايات المتحدة تتطلب الإبلاغ من خلال وضع علامة على عمليات البيع على المكشوف عند تقديم الطلبات إلى بورصات الأوراق المالية للتنفيذ وهو ما يُعرف بالتأشير **Flagging**. كما يتم استخدام متطلبات الهامش **Margin requirements** أيضًا كأداة للتحكم في البيع على المكشوف في بعض الدول كاليابان.

على الرغم من أن كل من الإجراءات المذكورة أعلاه تلعب دورًا مختلفًا قليلًا، إلا أن لها هدفًا مشتركًا يتمثل في تقليل المخاطر المرتبطة بالبيع على المكشوف. فالأساس المنطقي لوجود معايير الأهلية للأسهم التي يمكن بيعها على المكشوف هو أن أسعار الأسهم غير السائلة أكثر عرضة للتلاعب. كما أن متطلبات الاقتراض المسبق أو شرط "**Locate**" هي تدابير لتقليل أي اضطراب محتمل في التسوية ولتوفير رابط اقتصادي بين الطلب على نشاط البيع على المكشوف وتوريد الأسهم المتاحة للقرض. وتهدف قواعد تقييد الأسعار إلى منع البيع على المكشوف بأسعار منخفضة بشكل متتابع وبالتالي قد تُلطف من وتيرة تراجع السوق في ظروف السوق القاسية. ويوفر نظام "**الإفصاح**" عن عمليات البيع على المكشوف مسار تدقيق للمبيعات على المكشوف بما تسمح لسلطات السوق بمراقبة المعاملات ومتابعة المعاملات المشبوهة وجمع المعلومات للإفصاح العام.

=

- Stratmann,(T.), and Welborn,(J.W.), The options market maker exception to SEC Regulation SHO. *Journal of Financial Markets*, Vol. 16, No. 2, 2013, p.202. Available at: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1386418112000171>

وتقر اللجنة الفنية بأنه قد لا تكون كل هذه التدابير مناسبة للتطبيق الشامل. كما قد يكون لهذه التدابير مستويات مختلفة من الفعالية اعتمادًا على ظروف السوق المحلية المحددة وطبيعة البنية التحتية للسوق الموجودة بالفعل. بالإضافة إلى تبني بعض هذه التدابير (مثل قواعد تقييد الأسعار أو شرط "locate") في بعض الدول يُعد صعبًا من الناحية التشغيلية وقد ينطوي على تكاليف باهظة للجهات التنظيمية والمشاركين في السوق.

وعلاوة على ما سبق، يُعد وجود نظام فعال لتسوية عمليات البيع على المكشوف الركيزة الأولى لأي نظام قانوني فعال للبيع على المكشوف. ولهذا توصي اللجنة الفنية للمنظمة بأن تنظيم البيع على المكشوف يجب أن يفرض حد أدنى من متطلبات التسوية الصارمة **Strict Settlement** (كالشراء الإجباري **compulsory buy-in**) لعمليات التداول الفاشلة **Failed Trades**، وذلك لردع سلوك البيع على المكشوف المسيء. فالفشل في التسوية يؤدي إلى تفويض كفاءة السوق لأن المتداولين يتعاملون على افتراض أن تداولاتهم ستستقر بتسويتها. وبدون يقين المعاملة، فإن ثقة المستثمر سوف تتناقص، مع ما يترتب على ذلك من آثار سلبية على سيولة السوق.

وفي معظم الدول التي تسمح بالبيع على المكشوف دون الافتراض المسبق للأسهم، هناك شكل من أشكال متطلبات الشراء أو الإغلاق الإلزامي المصمم لتغطية الفشل في تسليم الأسهم في ميعاد التسوية المحدد. وتختلف ممارسات السوق للشراء الإجباري أو الإغلاق باختلاف الأسواق. ففي بعض الأسواق، قد تبدأ العملية من قبل الطرف المقابل المركزي أو نظام تسوية الأوراق المالية. وفي حالات أخرى، يُطلب الشراء أو الإغلاق الإجباري من قبل المشتري الذي لم يستلم الأسهم بعد عدد معين من الأيام بعد نهاية دورة التسوية القياسية. ولمزيد من تثبيط فشل التسوية، يتم فرض

غرامة مالية أيضاً على المشاركين في السوق الذين فشلوا في تسوية تداولاتهم ضمن دورة التسوية القياسية.

ولذلك، فعوامل مثل الفترة الزمنية لدورة التسوية^(١)، وعدد الأيام التي تلي تاريخ التسوية التي سيتم فيها بدء عملية الشراء أو الإغلاق، ومن الذي سيبدأ الشراء أو الإغلاق، أو ما إذا كان ينبغي فرض عقوبة يجب على المشرعين في كل دولة أن ينظروا فيها بعين الاعتبار، ووفقاً للظروف المحلية لكل سوق.

وأخيراً، فإن النقطة التي يجب وضعها في الاعتبار هي أنه كلما زادت صرامة متطلبات التسوية، زاد احتمال أن تكون متطلبات التسوية بمثابة أداة تنظيمية فعالة لمواجهة سلوك البيع على المكشوف المسيء المحتمل. ويجب على سلطات السوق أن تضع في اعتبارها أن متطلبات انضباط التسوية قد يكون لها آثار تشغيلية على سوق إقراض الأوراق المالية^(٢). وإلى جانب هذه الركيزة التنظيمية الصارمة للتسوية، يمكن للمنظمين تعزيز نظامهم التنظيمي للبيع على المكشوف من خلال اعتماد لوائح أخرى

(١) إن وجود دورة تسوية قصيرة - أي الفاصل الزمني بين تاريخ تنفيذ العملية في البورصة وبين تاريخ التسوية- يمكن أن يساعد في تعزيز انضباط التسوية؛ حيث إن دورة التسوية القصيرة ستقلل من الحافز للبيع على المكشوف مع عدم وجود نية أو خطة معقولة لتنفيذ التسليم. وعلى العكس من ذلك، قد تؤدي دورة التسوية الطويلة إلى زيادة مخاطر التداولات الفاشلة التي تظل غير مكتشفة وقد تقوض الغرض التنظيمي المتمثل في التسوية الصارمة للصفقات الفاشلة. وقد انتقلت أغلب بورصات الأوراق المالية في الوقت الحالي إلى تبني نظام $T+2$ - أي التسوية بعد يومي عمل من تاريخ تنفيذ المعاملة في البورصة- كنظام أساسي للتسوية مع إمكانية التسوية في مدد أقل تصل إلى التسوية في ذات يوم تنفيذ العملية $T+0$ وفقاً لضوابط معينة منصوص عليها.

(٢) فعلى سبيل المثال، لتجنب تعريض العملاء لعملية الشراء أو الإغلاق الإجباري لفشلهم في التسوية ضمن دورة التسوية القياسية، سيرغب وكلاء الإقراض في التأكد من قدرتهم على إعادة الأوراق المالية المقرضة إلى عملائهم عند استردادها. ولهذا قد يرغبون في الاحتفاظ بمخزون مؤقت أكبر للأوراق المالية في متناول اليد لاستيعاب العائد المتأخر للأوراق المالية المقترضة. الأمر الذي يؤثر على المعروض من الأوراق المالية القابلة للإقراض المتاحة للسوق، وبالتالي يؤثر على أنشطة التداول وسيولة السوق.

مثل معايير الأهلية للأسهم التي يمكن بيعها على المكشوف أو الاقتراض المسبق أو قواعد تقييد الأسعار أو غيرها من التدابير الأخرى، بما يتناسب مع الأسواق المحلية.

وبالنسبة للوضع في مصر، فإن التنظيم القانوني لآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع يتضمن العديد من التدابير سالفه الذكر كقواعد تقييد الأسعار، وكذلك متطلبات الاقتراض المسبق للبيع، وكذلك ضرورة توافر معايير معينة للأوراق المالية المسموح عليها بمزاولة تلك الآلية، وكذلك نظام الإبلاغ بتميز عمليات الاقتراض بغرض البيع عن غيرها من عمليات البيع التقليدية.

كما تبنت لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ سابق الإشارة إليها العديد من المعايير سالفه الذكر، كمتطلبات الاقتراض المسبق لعملية البيع أو القيام بترتيبات معينة لضمان الحصول على الأوراق المالية المباعة في ميعاد التسوية.

الفرع الثاني

نظام التقارير الإلزامية Reporting Regimes

يُعد الإفصاح والشفافية بشأن عمليات البيع على المكشوف هما الركيزة الثانية لأي نظام قانوني فعال للبيع على المكشوف؛ حيث يجب أن يخضع نظام البيع على المكشوف لنظام تقديم التقارير، الذي يوفر المعلومات في الوقت المناسب إلى كل من السوق أو سلطاته. وقد أكدت أهداف ومبادئ IOSCO الخاصة بتنظيم أسواق الأوراق المالية على أن الإفصاح عن المراكز القصيرة " عمليات البيع على المكشوف"، أو على الأقل الإفصاح عنها للجهات التنظيمية، كأداة تنظيمية محتملة لتقليل المخاطر المصاحبة لنشاط البيع على المكشوف⁽¹⁾.

(1) IOSCO, IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, 2008, p.47. available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

ومع التسليم بدور تعزيز الشفافية المناسبة بالنسبة لعمليات السوق بشكل عام وعمليات البيع على المكشوف بصفة خاصة على دعم كفاءة السوق، إلا أن تحديد المستوى المناسب من الشفافية بشأن عمليات البيع على المكشوف يُشكل أمر بالغ الصعوبة؛ حيث يجب تقييم التوازن الدقيق بين الفوائد والعيوب المحتملة لأي نظام شفافية والحاجة إلى هيكلته بطريقة تأخذ في الاعتبار العوامل ذات الصلة في البيئة المحلية لأي دولة. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تغير الشفافية المفرطة Excessive Transparency نسبة المخاطرة والمكافأة للبائعين على المكشوف إلى درجة تقل فيها فائدة تصحيح السعر للبيع على المكشوف والسيولة المصاحبة^(١).

وقد أوصت اللجنة الفنية في تقرير عام ٢٠٠٣ بأنه عندما يفكر المنظمون في إدخال نظام شفافية للبيع على المكشوف، يجب عليهم معالجة من بين أمور أخرى^(٢)- هدف نظام الشفافية للمبيعات على المكشوف والطريقة الأكثر فعالية لتحقيق ذلك. وبعبارة أخرى، يجب أن يكون المنظمون واضحين بشأن ما يريدون أو يتوقعون تحقيقه في إنشاء نظام الإبلاغ عن البيع على المكشوف. وعليه، تقترح اللجنة الفنية لـ

(١) لمزيد من التفصيل حول مزايا وعيوب الشفافية بشأن عمليات البيع على المكشوف، راجع:

- Jank,(S.), Roling,(C.), and Smajlbegovic,(E.), Flying Under the Radar: The Effects of Short-Sale Disclosure Rules on Investor Behavior and Stock Prices, Bundesbank Discussion Paper No. 25, 2016, pp.8-10. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2809498> & Wyman (O.), "The Effects of Short Selling Public Disclosure Regimes on Equity Markets – A Comparative Analysis of US and European Markets", 2010, pp.13-23. Available at: http://www.oliverwyman.com/ow/pdf_files/OW_EN_FS_PUBL_2010_Short_Selling.pdf & IOSCO, Report on Transparency of Short Selling, 2003, pp. 14-16. Available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD147.pdf>

(٢) كوضع تعريف محدد لما سيتم الكشف عنه. وكذلك تحديد آليات وعمليات تقديم الإفصاح. وأخيراً، مدى التكاليف على الأطراف المعنية.

IOSCO أنه ينبغي على الجهات التنظيمية أن تأخذ في الاعتبار عند إنشاء أي نظام لإعداد التقارير ما يلي كجزء من أهداف نظامها: ١- توفير وصول سهل إلى المعلومات حول البيع على المكشوف لتحسين فهم ديناميكيات السوق. ٢- ردع إساءة استخدام السوق. ٣- التخفيف من الآثار المحتملة للبيع على المكشوف العنيف في السوق. ٤- تقديم إشارات إنذار مبكر عن تكوين مراكز بيع كبيرة وتنبهات للتحقيق الفوري في الأنشطة المشبوهة التي قد تكون مسيئة أو مسببة لاضطراب للأداء المنظم أو استقرار الأسواق. ٥- تقديم دليل إثبات يساعد في التحقيق بعد الحدث وأثناء الإجراءات التأديبية ضد المخالفين.

وفي الوقت الحالي، تتبنى أسواق الأوراق المالية المختلفة متطلبات إفصاح متباينة. ومع ذلك، هناك نموذجان يستخدمان بشكل شائع للإفصاح عن عمليات البيع على المكشوف: الأول: وضع علامة على عمليات البيع على المكشوف لتمييزها عن غيرها. الثاني: تقديم تقارير عن المراكز المكشوفة. وتدرك اللجنة الفنية أن بعض الأسواق تتطلب النموذج الأول من أشكال الإفصاح بينما يفرض البعض الآخر النموذج الثاني؛ حيث أن كلا النموذجين لهما مزايا خاصة بهما^(١) ويمكن أن يخدم كل منهما الأهداف التنظيمية السابق ذكرها. إلا أنه إذا كانت سلطات السوق ترغب في الحصول على نظام إفصاح شامل، فعليها أن تختار اعتماد كلا النموذجين معاً.

(١) راجع بشأن المزايا الخاصة بكل نموذج من نموذجي الإفصاح بشأن عمليات البيع على المكشوف: - IOSCO, Regulation on Short Selling – Consultation Report, 2009, Op.Cit, pp. 12-16.

الفرع الثالث

الامتثال والإنفاذ الفعال للقواعد الحاكمة لنشاط البيع على المكشوف

يجب أن يخضع البيع على المكشوف لنظام إنفاذ صارم وفعال وملزم لجميع الأطراف؛ حيث أنه لا يكفي وجود نظام قانوني صارم لردع سلوك إساءة استخدام السوق، بل يجب أن تتوافر إجراءات الإنفاذ الضرورية لضمان الامتثال للقواعد. وهذا ما يتفق مع مبادئ منظمة IOSCO بشأن تنظيم أسواق المال؛ حيث تنص المبادئ (٩-١٠) بشأن تطبيق وإنفاذ القواعد المنظمة للأسواق المالية على ضرورة أن يكون للجهة الرقابية سلطات الفحص الشامل وإجراء التحقيقات وممارسة أعمال الرقابة، وكذلك ضرورة تمتع الجهة الرقابية بسلطات الإلزام الشامل بتطبيق القواعد التنظيمية للسوق، وأخيراً، ضرورة أن يتضمن النظام الرقابي التطبيق الصحيح والفعال لعمليات التفتيش والتحقيق والرقابة وسلطة الإلزام بالتشريعات والتحقق من فاعلية برامج الالتزام والرقابة^(١).

كما يمكن إجراء المراقبة من خلال أنظمة الإفصاح السابق ذكرها؛ حيث يمكن استخدام المعلومات التي تم جمعها عن عمليات البيع على المكشوف أو المراكز

(1) Principles for the Enforcement of Securities Regulation: 8- The regulator should have comprehensive inspection, investigation and surveillance powers. 9- The regulator should have comprehensive enforcement powers. 10- The regulatory system should ensure an effective and credible use of inspection, investigation, surveillance and enforcement powers and implementation of an effective compliance program.

ولمزيد من التفصيل حول تلك المبادئ، راجع:

- IOSCO, "Objectives and Principles of Securities Regulation", Regulations (8-10), Op.Cit., pp. 14-16.

المكشوفة للمساعدة في الكشف عن أي ممارسات تداول محتملة خاطئة وكذلك لتنبيه سلطات السوق إلى تراكم مراكز بيع كبيرة مفتوحة قد تشكل مخاطر نظامية على السوق. ويجب على سلطات السوق إنشاء آلية لتحليل المعلومات التي تم الحصول عليها لمزيد من الفاعلية في تحديد انتهاكات السوق المحتملة.

وعلاوة على ما سبق، فإن الجهات التنظيمية التي تطبق نظام الإبلاغ عن البيع على المكشوف يجب أن تطلب من الأطراف المشاركة الاحتفاظ بدفاتر وسجلات مستقلة لعمليات البيع على المكشوف مدة محددة من الزمن؛ حيث يمكن لتلك الدفاتر والسجلات مساعدة سلطات السوق في أعمال التحقيق بعد وقوع الحدث، وبما يجعلها قادرة على إعادة بناء وفهم الأحداث التي وقعت، وهو أمر مهم كجزء من أعمال التحقيق.

واستجابة للتدويل المتزايد للأنشطة المالية وعولمة الأسواق، وكذلك مواجهة التحديات العابرة للحدود بشأن الأسواق المالية والتي تشمل أنواعًا متزايدة من التلاعب بالأسواق عبر الحدود وغيرها من عمليات الاحتيال، وإساءة استخدام المنتجات المالية المبتكرة التي تؤدي إلى تفاقم تأثير عدم الامتثال التنظيمي من قبل المشاركين في السوق. فقد نصت المبادئ (١١-١٣) مبادئ منظمة IOSCO بشأن تنظيم أسواق المال سابق الإشارة إليها على زيادة جهود التعاون الدولي وكذلك المحلي في مجال إنفاذ القواعد المنظمة، وذلك بأن يكون للجهة الرقابية سلطة تبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات الرقابية الأخرى سواء المحلية أو الأجنبية المماثلة لها. بالإضافة إلى وضع آلية لتبادل المعلومات وتحديد توقيت وكيفية تبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات المحلية والأجنبية المماثلة لها. وأن تسمح اللوائح التنظيمية للجهة الرقابية بالعمل على مد الجهات الرقابية الأجنبية المناظرة لها بما تحتاجه

لمزاولة اختصاصاتها وممارسة سلطاتها الرقابية^(١). وبتطبيق تلك المبادئ سالفه الذكر، تكون سلطات السوق قد امتلكت الأدوات الأساسية التي تحتاجها للتعاون الفعال عبر الحدود، والتي تتمثل في سلطة جمع المعلومات -بما في ذلك البيانات والوثائق المتعلقة بالتحقيق في انتهاكات قانون الأوراق المالية المحتملة- نيابة عن الجهات الأجنبية المماثلة لها، وكذلك مساعدة تحقيقات بعضهم البعض من خلال مشاركة تلك المعلومات^(٢).

الفرع الرابع

السماح ببعض الاستثناءات

يجب أن يسمح نظام البيع على المكشوف ببعض الاستثناءات لأنواع معينة من المعاملات من أجل أداء أكثر كفاءة وتطوراً للسوق. فعندما يكون هناك تنظيم للبيع على المكشوف، فيجب تطويره بصفة مستمرة بهدف الحصول على الفوائد المحتملة لهذا النشاط كتصحيح سوق مبالغ فيه، وتسهيل التحوط وإدارة المخاطر الأخرى. ومع ذلك،

(1) Principles for Cooperation in Regulation: 11- The regulator should have authority to share both public and non-public information with domestic and foreign counterparts. 12-Regulators should establish information sharing mechanisms that set out when and how they will share both public and non-public information with their domestic and foreign counterparts. 13- The regulatory system should allow for assistance to be provided to foreign regulators who need to make inquiries in the discharge of their functions and exercise of their powers.

(٢) لا يقتصر نطاق التعاون على تقديم المساعدة لاستخدامها فقط في التحقيقات. فقد تكون هناك حاجة أيضاً إلى تبادل المعلومات العامة حول الأمور ذات الأهمية التنظيمية، بما في ذلك المعلومات المالية وغيرها من المعلومات الإشرافية، والخبرة الفنية، وتقنيات المراقبة والإنفاذ، وتثقيف المستثمرين.

لا يكفي وجود تنظيم قانوني صارم، بل يجب أن يتسم هذا النظام بالمرونة جنباً إلى جنب مع الصرامة؛ حيث لا ينبغي أن يخنق التنظيم أنشطة البيع على المكشوف المشروعة. وبعبارة أخرى، يجب ألا يقيد التنظيم أنشطة البيع على المكشوف التي تعتبر بالغة الأهمية للتشغيل الفعال لأسواق رأس المال، والتطوير المنظم للسوق من أجل إدارة أفضل للمخاطر. وهذه الأنشطة التي تندرج تحت هذه الفئة قد تشمل التحوط بحسن نية Bona Fide Hedging وصانع السوق وأنشطة المراجعة. نظراً لأن هذه الأنشطة توفر بشكل عام فوائد للسوق ومن غير المرجح أن تشكل مخاطر من شأنها زعزعة استقرار السوق. ولهذا، ترى اللجنة الفنية لـ IOSCO أن أي تنظيم للبيع على المكشوف يجب أن يأخذ في الاعتبار بناء المرونة لهذه الأنشطة عند الاقتضاء.

فعلى سبيل المثال، قد تعتبر سلطات السوق أن العمليات الفاشلة الناشئة عن أنشطة صنع السوق لا تخضع لمتطلبات تسوية صارمة ولكنها تتيح مزيداً من الوقت لإغلاق المراكز بسبب مثل تلك العمليات الفاشلة. كما قد تنظر سلطات السوق في إنشاء استثناءات للقيود - كقواعد تقييد الأسعار أو متطلبات الاقتراض المسبق - المفروضة على هذه الأنشطة. كما يمكن السماح بالبيع على المكشوف العاري استثناءً - وعلى الرغم من حظره - لصانعي السوق الذين ينخرطون في أنشطة سوق معينة حتى يتمكنوا من بيع الأسهم ذات الصلة على المكشوف على الفور لاستيعاب طلب شراء المستثمر المؤقت وأيضاً للتحوط من المخاطر الناشئة عن صنع السوق.

وقد أثارت اللجنة الفنية مسألة ما إذا كانت هذه الأنشطة المستثناة يجب أن تُستثنى أيضاً من نظام الإفصاح عن مراكز البيع على المكشوف المفتوحة. وانتهت اللجنة إلى أنه إذا كانت التقارير موجهة إلى سلطات السوق فقط، فقد يحتاج نظام الإفصاح إلى تغطية الأنشطة المستثناة حتى تتمكن سلطات السوق من تكوين صورة كاملة وشاملة لمستوى البيع على المكشوف في السوق. ومع ذلك، عندما يكون

الإفصاح العلني عن المراكز الفردية مطلوبًا، فقد تحتاج سلطات السوق إلى النظر فيما إذا كان ينبغي استثناء أنواع معينة من الأنشطة لحماية مصالح الأطراف المشاركة في تلك الأنشطة المستثناة.

وعلى الرغم من التسليم بأهمية تلك الاستثناءات في أي تنظيم قانوني للبيع على المكشوف؛ حيث المرونة في تنفيذ أنشطة السوق تلك بكفاءة أكبر وبتكلفة أقل. إلا أنه في ذات الوقت، يجب الحذر عند النص على أي استثناء، من أجل تجنب أي تجاوزات محتملة بهذا الشأن. ولهذا من المهم أن تحدد سلطات السوق الأنشطة المستثناة بوضوح وعلى سبيل الحصر وبطريقة لا تحتل أي تأويل أو تفسير في تعريفات الأنشطة المستثناة.

المطلب الثاني

التطورات التنظيمية لقواعد البيع على المكشوف

تمهيد وتقسيم:

على الرغم من الجدل السائد منذ نشأته وحتى يومنا الحالي، فإن الحقيقة التي لا مرأى فيها أن البيع على المكشوف أصبح آلية مهمة وضرورية لأي سوق مالي متطور، فالمزايا التي يجنيها السوق والمشاركين فيه تفوق بكثير المخاطر المصاحبة لهذا النشاط. وعلى الرغم من هذه الحقيقة، فإن الحقيقة الأخرى التي لا ينكرها أحد والمصاحبة للأولى أن البيع على المكشوف هو سلاح ذو حدين، ولا يمكن الاستفادة من مزاياه وجنيها إلا في ظل بيئة تنظيمية صارمة وفعالة، لا تترك مجالاً للتلاعب بالسوق من خلال استخدام ذلك النشاط. وهنا يقع عبء كبير على عاتق المشرع في سن قواعد تُلبّي هذا الغرض، بل والتدخل باستمرار لتعديلها بما يواكب بيئة العمل المتطورة لمجال

أسواق المال. ولا يقف الأمر عند حد سن القواعد القانونية المنظمة، بل يتعداه لضمان تنفيذها بكل صرامة، وهنا يأتي دور الجهات التنظيمية والرقابية. وبعبارة أخرى، إن المشكلة تكمن في إنفاذ القواعد، وليست في القواعد ذاتها، ففي حين أن البيع على المكشوف يزيد الكفاءة والسيولة في أسواق رأس المال، فذلك مرهون بتوافر البنية الداعمة لتنظيم فعال وتطبيق يفظ للقوانين من قبل منظمي السوق^(١).

ويختلف نهج الدول المتبع في تنظيم البيع على المكشوف بشكل عام، كما يتباين أيضًا ذلك النهج باختلاف الظروف الساندة؛ حيث تلجأ العديد من الدول إلى فرض تدابير احتياطية على البيع على المكشوف في أوقات الأزمات المالية. ومع ذلك، فإن السياسة غالبًا ما تكون العامل الرئيسي في تشكيل تنظيم قواعد البيع على المكشوف، ويميل المنظمون إلى الاستجابة لمثل هذه الدوافع، الأمر الذي يُنتج نقصًا في التقارب الدولي بين تنظيمات البيع على المكشوف في الدول المختلفة. وهذا بطبيعة الحال يولد مخاطر عديدة، بما في ذلك المراجعة المنظمة Regulatory Arbitrage. فإذا كانت هناك قيود مطبقة في سوق ما وبصفة خاصة حظر البيع على المكشوف، فقد ينتقل المتداولون ببساطة إلى سوق آخر غير منظم، أو يتحايلون على ذلك الحظر عبر اختراع أي وسيلة مماثلة للبيع على المكشوف لتكرار النشاط المحظور^(٢).

(1)McGavin,(K.), 'Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States', Northwestern Journal of International Law & Business, Vol.30, No.1, 2010, p.202. Available at: <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1704&context=njilb>

(2)Howell,(E.), The regulation of short sales: a politicised topic, Law and Financial Markets Review, Vol.12, No.4, 2018, p. 203. Available at: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/17521440.2018.1535767?>

ونتيجة لما سبق، تختلف الاستجابات التنظيمية للمخاطر التي يُشكلها البيع على المكشوف عبر الأنظمة القانونية المختلفة. فلم تعتمد بعض الدول ضوابطاً محددة بشأن البيع على المكشوف ولكنها عالجت بعض المخاطر المصاحبة بشكل غير مباشر من خلال ضوابط التسوية ومتطلبات الهامش وغيرها من التدابير المماثلة. بينما سمح البعض الآخر بالبيع على المكشوف، لكنهم يفرضون درجات متفاوتة من الضوابط على ذلك النوع من النشاط. ولا يوجد سبب واحد لتفسير هذه الأساليب المختلفة. فعلى وجه الخصوص، من الصعب تحديد أي خصائص هيكلية دقيقة للسوق تفسر القرارات التنظيمية للتدخل أو عدم التدخل في البيع على المكشوف. فعلى سبيل المثال، تنطبق ضوابط تسعير عمليات البيع على المكشوف في الولايات المتحدة الأمريكية، ولكنها لا تنطبق في أوروبا. وفي الواقع، فإن أكثر العوامل المشتركة وضوحاً هو أن البلدان التي لديها القليل من الضوابط موجودة في أوروبا، في حين أن البلدان التي لديها المزيد من الضوابط موجودة بشكل أساسي في أمريكا الشمالية وآسيا. وبشكل عام، يميل المشرع في أي تنظيم إلى التركيز على ثلاثة مجالات رئيسية بشأن البيع على المكشوف: ١- أنواع الأوراق المالية التي يمكن أن تكون محلاً لهذا النشاط. ٢- العمليات التي يتم من خلالها تنفيذ البيع على المكشوف. ٣- متطلبات التسوية الخاصة بالبيع على المكشوف^(١).

وسنحاول في هذا الفرع أن نعرض -بإيجاز- للنهج الذي يتبعه المشرع الأمريكي، ثم ننتبعه بنهج الاتحاد الأوروبي، وأخيراً موقف المشرع المصري، وذلك كله بشأن تنظيم البيع على المكشوف ومحاولة بيان مدى تبني مبادئ الـ IOSCO الخاصة

journalCode=rlfm20 & Stefano,(A.) and Pedro,(G.P.), What Does Academic Research Say about Short-Selling Bans?, Op.Cit, p.15.

(1) IOSCO, Report on Transparency of Short Selling, Op.Cit, p9.

بنتظيم البيع على المكشوف سابق الإشارة إليها، وكذلك التدابير والإجراءات الاحترازية المفروضة في أوقات الأزمات المالية. وذلك في ثلاثة فروع متتالية على النحو التالي.

الفرع الأول

نهج المشرع الأمريكي في تنظيم البيع على المكشوف

تُطلق كل أزمة مالية العنان للازدراء السياسي للبائعين على المكشوف؛ حيث يتم إلقاء اللوم دومًا على البائعين على المكشوف، وعادة ما يكون رد الفعل العكسي للسلطات التنظيمية الذي يتبع كل أزمة هو إجراء تعديلات على القواعد الحالية متمثلة في فرض قيود معينة، أو قد يصل الأمر إلى حد الحظر التام للبيع على المكشوف. وفي أغلب الأحوال، تكون تلك الإجراءات ليس لها صلة حقيقية بالأزمة^(١). وهذا ما حدث بالفعل في الولايات المتحدة الأمريكية، الأمر الذي حدا بالبعض إلى القول بأن السياسيين، وليس المضاربين، هم من باعونا على المكشوف^(٢).

(١) نفى مكتب التحليل الاقتصادي الأمريكي في التحليل الذي أجراه في سبتمبر ٢٠٠٨ أن العوائد السلبية الشديدة كانت نتيجة نشاط البيع على المكشوف، وأشار تحليله إلى أن البائعين على المدى الطويل، بدلاً من البائعين على المكشوف، هم السبب في معظم ضغط الأسعار الهبوطي. علاوة على ذلك، فإن هناك العديد من العوامل الأخرى، بما في ذلك الشائعات، ونتائج الشركات السيئة، ونقص ثقة المستثمرين، كما لعب الإعلام دورًا مهمًا أكثر من نشاط البيع على المكشوف في تصاعد التقلبات والمخاطر النظامية. ولمزيد من التفصيل، راجع:

- Office of Economic Analysis, 'Analysis of Short Selling Activity During the First Weeks of September 2008', 2008, pp. 1-4. Available at: <https://www.sec.gov/files/s70809-369.pdf>

(٢) راجع:

- Howell,(E.), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?, Op.Cit, p.2. And See also, Sirri,(E.R.), 'Regulatory Politics and Short Selling', Op.Cit, pp.534-536.

وقد خضعت أسهم السكك الحديدية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال القرن التاسع عشر لقدر كبير من المضاربة باستخدام آلية البيع على المكشوف، مما جعل البيع على المكشوف عرضة لهجوم عنيف وحاد بعد انهيار سوق الأسهم الأمريكية في عام ١٩٢٩. وفي عام ١٩٣٢، طلب رئيس الولايات المتحدة آنذاك هيربرت هوفر، إجراء تحقيق حول البيع على المكشوف وأعرب عن مخاوفه من أن البائعين على المكشوف المدمرون يمنعون الانتعاش الاقتصادي. ولهذا، كانت آلية البيع على المكشوف واحدة من القضايا المركزية التي درسها الكونجرس قبل سن قانون الأوراق المالية والبورصات في عام ١٩٣٤، لكنه لم يسن أي أحكام بشأن جوازه من عدمه^(١). ومع ذلك، فقد أعطى الكونجرس لجنة الأوراق المالية والبورصات سلطة واسعة لتنظيم البيع على المكشوف من أجل وقف الانتهاكات المتعلقة بهذا النشاط حماية للمصلحة العامة، ومصلحة المستثمرين^(٢)، وذلك بموجب القسم (١٠/أ) من قانون الأوراق المالية سابق الإشارة إليه^(٣). وبعد التحقيقات التي أجريت بشأن آثار البيع على

(١) راجع بهذا الشأن:

- Jonathan,(M.), Mark,(M.) and Jeffry(N.), ‘Restrictions on Short Sales: An Analysis of the Uptick Rule and Its Role in View of the October 1987 Stock Market Crash’ , Op.Cit, pp. 802-806.
- (2)Securities and Exchange Commission, Report of Special Study of Securities Markets, H.R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st Sess. 247 ,1963. Available at: http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1960/1963_SSMkt_Chapter_01_1.pdf
- (3) 15 U.S. Code . 78j(a) - Manipulative and deceptive devices. “ It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange: A- (1)To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase

المكشوف في أعقاب انهيار السوق في عام ١٩٣٧^(١)، تبنت لجنة الأوراق المالية والبورصات تعريفاً محدد للبيع على المكشوف^(٢)، كما تبنت القاعدة (١٠ أ - ١) في ٢٤ يناير عام ١٩٣٨ لتقييد نشاط البيع على المكشوف في ظل السوق الهابط Declining Market. ومقتضى تلك القاعدة أنه لا يجوز بيع أوراق مالية على المكشوف في بورصة الأوراق المالية إلا بسعر أعلى من آخر سعر منفذ على الورقة المالية في ذات جلسة التداول. ثم تم تعديل قاعدة التسعير المذكورة في ١٠ مارس ١٩٣٩ للسماح بالبيع على المكشوف بسعر مساوي لآخر سعر تداول، شريطة أن يكون آخر تغير في سعر التداول بالزيادة^(٣).

=

or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(1) See: SEC Release No. 1548, January 24, 1938, 3 FR 213 (26 January, 1938).

(2) Rule 3b-3 under the Exchange Act, 17 CFR 240.3b-3. " short sale is the sale of a security that the seller does not own or any sale that is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller "

(٣) وقد سعت اللجنة إلى تحقيق ثلاثة أهداف: (١) السماح ببيع قصير غير مفيد نسبياً في سوق متقدم. (٢) منع البيع على المكشوف بأسعار منخفضة بشكل متتابع، وبالتالي القضاء على البيع على المكشوف كأداة لدفع السوق إلى الانخفاض. (٣) منع البائعين على المكشوف من تسريع هبوط السوق عن طريق استنفاد جميع العطاءات المتبقية عند مستوى سعر واحد، مما يؤدي إلى إنشاء أسعار منخفضة بشكل متتابع من قبل البائعين ذوي المراكز الطويلة. انظر:

- Securities Exchange Act Release No. 13091 (21 Dec, 1976), 41 FR 56530 (28 Dec, 1976).

وبتاريخ ٦ سبتمبر ١٩٩٤، وافقت لجنة الأوراق المالية والبورصات على قاعدة NASD 3350 أو ما يُعرف بـ " اختبار الطلب Bid Test " كقاعدة مؤقتة^(١). وقد أدى ذلك إلى إنشاء اختبار طلب للصفقات المنفذة من قبل أعضاء NASD أو عملائهم، ولكن مع إعفاءات لكل من صانعي سوق الأسهم والخيارات. وتحظر هذه القاعدة البيع على المكشوف بسعر مساوي أو أقل من أفضل سعر طلب عندما يكون سعر الطلب الداخلي السائد أقل من الطلب الداخلي السابق. وقد يبدو اختبار الطلب أقل تقييداً من اختبار الزيادة الذي تبنته لجنة الأوراق المالية والبورصات؛ ذلك لأنه يسمح بالبيع على المكشوف غير المقيد بأي سعر عندما يكون سعر الطلب أعلى من الطلب السابق، وكذلك بسبب إعفاءات صانع السوق المنصوص عليها. ومنذ الموافقة المبدئية على قاعدة اختبار الطلب، تمت إعادة الموافقة على اختبار العطاء سنويًا كقاعدة مؤقتة. وظلت قاعدة اختبار الطلب سارية المفعول عندما دخلت اللائحة SHO حيز النفاذ في يناير ٢٠٠٥^(٢). وعندما بدأت ناسداك العمل كبورصة في أغسطس ٢٠٠٦، كانت قاعدة NASD 3350 حلت قاعدة ناسداك ٣٣٥٠ وقاعدة ناسد ٥١٠٠ محل قاعدة اختبار الطلب " ناسد ٣٣٥٠".

وقد تقدمت ناسداك بطلب للجنة الأوراق المالية والبورصات للإعفاء من قاعدة التسعير " القاعدة ١٠-١" التي تخضع لها الأوراق المالية المدرجة بالبورصة. ونظرًا لما يترتب على ذلك الإعفاء من السماح لناسداك بتطبيق القاعدة ٣٣٥٠ على الأوراق المالية المدرجة في بورصة ناسداك، فإن نفس الأوراق المالية المتداولة في ناسداك

(1) Securities Exchange Act Release No. 34277 (29 June, 1994), 59 FR 34885 (7 July, 1994).

(2) Securities Exchange Act Release No. 50922 (22 Dec, 2004), 69 FR 78079 (29 Dec, 2004) (SR-NASD-2004-187).

والبورصات الأخرى ستخضع لقواعد بيع على المكشوف مختلفة. وهذا ينطوي على احتمال حدوث غموض وصعوبات في الامتثال. ولهذه الاعتبارات، كان الوقت مناسباً لاقتراح تعديلات من شأنها أن توفر نهجاً أكثر اتساقاً لتنظيم البيع على المكشوف^(١).

وفي الوقت الحالي، يحكم التنظيم SHO سابق الإشارة إليه نشاط البيع على المكشوف في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد تم اعتماد ذلك التنظيم لتحديث لوائح البيع على المكشوف في ضوء العديد من التطورات في السوق منذ اعتماد أول تنظيم للبيع على المكشوف في عام ١٩٣٨، وأيضاً لمعالجة المخاوف المتعلقة بالفشل المستمر في التسليم واحتمال إساءة البيع على المكشوف "العاري". هذا، وبسبب استمرار المخاوف بشأن الفشل في تحقيق الاستقرار في السوق والحفاظ على ثقة المستثمرين، فقد قامت لجنة الأوراق المالية والبورصات بتعديل ذلك التنظيم عدة مرات منذ عام ٢٠٠٥، وذلك لإلغاء بعض الاستثناءات^(٢)، وتعزيز متطلبات معينة وإعادة فرض قيود اختبار الأسعار^(٣).

(1) SEC Release No. 34-48709, 28 October, 2003.

(٢) ألغت اللجنة كلا من استثناء " شرط الأقدمية Grandfather " في ٢٠٠٧، وكذلك استثناء صانع السوق بالنسبة للخيارات "Options Market Maker" في ٢٠٠٨ من متطلبات الإغلاق الإجباري. ولمزيد من التفصيل، راجع:

- Stratmann,(T.), and Welborn,(J.W.), Op.Cit, pp. 195–205. & Exchange Act Release No. 56212 (7 Aug, 2007), 72 FR 45544 (14 Aug, 2007) ؛ Exchange Act Release. No. 34- 58773 (17 October, 2008)

(3) Exchange Act Release No. 55970 (28 Jun, 2007), 72 FR 36348 (3 Jul, 2007); Exchange Act Release No. 56212 (7 Aug, 2007), 72 FR 45544 (14 Aug, 2007); Exchange Act Release No. 58775 (14 Oct, 2008), 73 FR 61690 (17 Oct, 2008); Exchange Act Release No. 60388 (27 July, 2009), 74 FR 38266 (31 July, 2009); Exchange Act Release No. 61595 (26 Feb, 2010), 75 FR 11232 (10 Mar, 2010).

وبالإضافة إلى ما سبق، اعتمدت اللجنة القاعدة المؤقتة "T 204" في عام ٢٠٠٨ والقاعدة النهائية ٢٠٤ في عام ٢٠٠٩، والتي عززت بشكل أكبر متطلبات الإغلاق الإجمالي لتنظيم SHO من خلال تطبيق متطلبات الإغلاق على الإخفاق في التسليم الناتج عن مبيعات جميع الأسهم وتقليل الوقت الذي يجب أن يتم فيه إغلاق حالات الفشل في التسليم^(١). كما اعتمدت اللجنة القاعدة ٢٠١ من التنظيم SHO في عام ٢٠١٠، والتي تهدف كما أسلفنا- إلى تقييد السعر الذي يمكن أن تتأثر به عمليات البيع على المكشوف عندما يتعرض السهم لضغط هبوطي كبير. وذلك عن طريق منع البيع على المكشوف من زيادة انخفاض سعر الورقة المالية التي شهدت بالفعل انخفاضًا كبيرًا في الأسعار خلال اليوم، وأيضًا لتسهيل قدرة البائعين ذوي المراكز الطويلة على البيع أولاً عند مثل ذلك الانخفاض قبل البائعين على المكشوف^(٢).

وبنظرة عامة على قواعد التنظيم SHO، نجد أنه قد تبني متطلبات الإبلاغ عن عمليات البيع على المكشوف من خلال وضع علامة تميزها عن غيرها من العمليات الأخرى؛ حيث تنص المادة (٢٠٠) من التنظيم المذكور على أنه " يجب على التاجر أو

(١) أعرب البعض عن قلقه بشأن الآثار الضارة على الأسواق من عدم تسليم الأوراق المالية في ميعاد التسوية المحدد، والتي تتمثل فيما يلي: يؤدي عدم تسليم السهم إلى تحويل ملكية الورقة المالية إلى عقد أجل، مما يتسبب في تعرض المشتري (أو جهة المقاصة) لمخاطر الائتمان الخاصة بالبائع. كما يمكن أن يؤدي أيضًا إلى مشاكل فيما يتعلق بالتصويت على الأسهم حيث قد لا يكون المشتري يمتلك السهم في الوقت المطلوب وبالتالي سيفقد القدرة على التصويت.

- Sirri,(E.R.), 'Regulatory Politics and Short Selling', Op.Cit, p.524.

(2) U.S. Securities and Exchange Commission , Key Points About Regulation SHO. Available at: https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm#_ftnref5

السمسار أن يضع علامة على جميع أوامر البيع الصادرة منه لأي ورقة مالية سواء كانت أوامر بيع طويل أو قصير " بيع على المكشوف" أو قصير معنى^(١).

وقد تبني المشرع الأمريكي – كما ذكرنا سابقاً^(٢) - قاعدة تسعير جديدة بمقتضى (القاعدة ٢٠١) من التنظيم SHO، والتي لا ينطبق حكمها إلا إذا انخفض سعر الورقة المالية إلى ما دون ١٠٪ بالنسبة لآخر سعر إقبال، ففي تلك الحالة لا يُسمح بالبيع على المكشوف إلا إذا كان سعر بيع الورقة المالية أعلى من أفضل سعر طلب وطني حالي National Best Bid. ويكون هذا القيد فعالاً فقط ليوم التداول الحالي واليوم التالي فقط ما لم ينطبق أي من الاستثناءات المنصوص عليها. وقد نصت الفقرة (هـ) من المادة المذكورة بأنه لا يجوز لأي منظمة ذاتية التنظيم أن تكون لها أي قاعدة لا تتفق مع القاعدة المذكورة أو تتعارض معه. كما سمحت الفقرة (و) من ذات الفقرة ببعض الإعفاءات من أحكام القاعدة المذكورة، وذلك بناء على طلب خطي مقدم إلى لجنة الأوراق المالية والبورصات أو من تلقاء ذاتها، وذلك بقدر ما يكون هذا الإعفاء ضرورياً أو مناسباً، من أجل المصلحة العامة، ويتسق مع حماية المستثمرين^(٣).

(1) 17 CFR § 242.200-G.1 - Definition of "short sale" and marking requirements." A broker or dealer must mark all sell orders of any equity security as "long," "short," or "short exempt."

(٢) راجع ص ٤٠ وما بعدها.

(3) 17 CFR § 242.201 (e- f)- Circuit breaker." (e) No self-regulatory organization shall have any rule that is not in conformity with, or conflicts with, this section. (f) Upon written application or upon its own motion, the Commission may grant an exemption from the provisions of this section, either unconditionally or on specified terms and conditions, to any person or class of persons, to any transaction or class of transactions, or to any security or class of securities to the extent that such exemption is necessary or appropriate, in the public interest, and is consistent with the protection of investors".

وعلاوة على ما سبق، حاول المشرع الأمريكي في المادة (٢٠٣/ب/١) من التنظيم SHO- سابق الإشارة إليها- القضاء قدر الإمكان على حالات الفشل في التسوية الناتجة عن فشل البائع في تسليم الورقة المالية المباعة بيعاً على المكشوف، وذلك من خلال اشتراط سبق الاقتراض، أو أن يكون لدى السمسار أو التاجر أسباب معقولة للاعتقاد بأنه يمكن اقتراض الورقة المالية، بما يمكنه من تسليمها في التاريخ الذي يتم فيه التسليم، وذلك كله قبل تنفيذ أمر البيع على المكشوف. ويتحمل الوسيط أو التاجر مسؤولية تنفيذ تحديد الموقع، وما يمكن أن يُشكل أسباباً معقولة لم يكن محدد بشكل خاص، وكان من المقرر تحديده بناءً على حقائق وظروف المعاملة المعنية. ومع ذلك، ذكرت لجنة الأوراق المالية والبورصات أن الوسيط أو التاجر يمكنه الحصول على تأكيد من البائع على المكشوف بأنه يمكنه الحصول على أوراق مالية من مصدر آخر محدد في الوقت المناسب لتسوية الصفقة، وهذا يمكن أن يوفر الأسباب المعقولة التي تتطلبها القاعدة (٢٠٣/ب/٢). والجدير بالذكر أن لجنة الأوراق المالية والبورصات قد اعتبرت أنه في غياب العوامل البديلة *countervailing factors*، يمكن أن توفر قوائم الاقتراض السهلة *easy to borrow lists* أسباباً معقولة للوسيط أو التاجر للاعتقاد بأن الورقة المالية المباعة على المكشوف كانت متاحة للاقتراض دون الاتصال مباشرة بمصدر الأوراق المالية المقترضة. ومع ذلك، يجب أن يكون عمر المعلومات المستخدمة لإنشاء القائمة أقل من ٢٤ ساعة، ويجب أن تكون الأوراق المالية المدرجة في القائمة متاحة بسهولة بحيث يكون من غير المحتمل حدوث فشل في التسليم^(١). وبالتالي، على عكس أحكام الاتحاد الأوروبي^(٢)، سمحت القاعدة

(1) SEC, 'Short Sales, Release No. 34-50103 (Final Rule)', p.48014. Available at: https://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm#P175_55622

(٢) انظر لاحقاً ص ١١٠ وما بعدها.

(٢٠٣/ب) للبائع على المكشوف باستيفاء اختبار الأسباب المعقولة دون الاضطرار إلى تقديم دليل على وجود ترتيب ثابت لاقتراض الأسهم قبل التسوية؛ حيث إن الشرط الوارد في القاعدة (٢٠٣/ب/٣) من اللائحة SHO الذي ينص على امتثال الوسيط لاختبار الأسس المعقولة ليس شرطاً بأن الوسيط يجب أن يحصل على دليل يمكن التحقق منه على امتثال البائع على المكشوف ولكن مجرد أن الوسيط تأكد من ضمان البائع على المكشوف وأن الوسيط لديه أسباب معقولة للاعتقاد بأن البائع قد اقترض أو رتب لاقتراض الأسهم^(١).

وفي نفس التوقيت، نص المشرع صراحة على بعض الاستثناءات من القاعدة المذكورة، كعمليات البيع على المكشوف التي يقوم بها صانع السوق فيما يتعلق بأنشطة صنع السوق بحسن نية في الأوراق المالية التي يُطلب هذا الاستثناء بشأنها^(٢)، وكذلك المعاملات في العقود الآجلة للأوراق المالية^(٣).

(1) Paul,(A.), 'Short Selling and Securities Lending in the Midst of Falling and Volatile Markets', Journal of International Banking Law and Regulation, Vol.24, No. 1,2009, p. 5. Available at: <http://www5.austlii.edu.au/au/journals/UMelbLRS/2009/36.pdf>

(٢) ومع ذلك، هذا الاستثناء محدود؛ حيث لا يشمل صنع السوق بحسن نية النشاط الذي يرتبط باستراتيجيات البيع المضاربة أو أغراض الاستثمار للسماح أو التاجر أو غير متناسب مع أنماط أو ممارسات صنع السوق المعتادة في هذه الورقة المالية. وعلاوة على ذلك، فإن صنع السوق بحسن النية لا تشمل المعاملات التي يدخل فيها صانع السوق في ترتيب مع سمسار متعامل آخر أو عميل في محاولة لاستخدام استثناء صانع السوق لغرض تجنب الامتثال لمتطلبات ترتيبات ضمان الحصول على الأوراق المالية المباعة في وقت التسوية في التنظيم SHO من قبل السمسار المتعامل الآخر أو العميل.

" (3)The provisions of paragraph (b)(1) of this section shall not apply to: (i) A broker or dealer that has accepted a short sale order from another registered broker or dealer that is required to comply with paragraph (b)(1) of this section, unless the broker or dealer relying on this exception contractually undertook responsibility for compliance with

=

كما أخذ المشرع الأمريكي في القاعدة النهائية ٢٠٤ من التنظيم SHO بمتطلبات الإغلاق الإجباري Close-out Requirement على الفشل في التسليم الناتج عن عمليات البيع على المكشوف وتقليل الوقت الذي يجب أن يتم فيه إغلاق حالات الفشل في التسليم؛ حيث يجب على كمبرداً عام- عضو شركة المقاصة، في موعد لا يتجاوز بداية ساعات التداول العادية في يوم التسوية الذي يلي تاريخ التسوية، إغلاق فشله في التسليم على الفور عن طريق اقتراض أو شراء أوراق مالية من نفس النوع والكمية المباعة^(١). وقد أضافت الفقرة الثانية من ذات المادة المشار إليها، أنه ومع ذلك، إذا كان لدى المشارك مثل هذا الفشل في التسوية وفشل في إغلاق المركز، فإنه يكون محلاً لعقوبة "الاقتراض المسبق pre-borrow". وهذا يعني أن المشارك

=
paragraph (b)(1) of this section; (ii) Any sale of a security that a person is deemed to own pursuant to § 242.200, provided that the broker or dealer has been reasonably informed that the person intends to deliver such security as soon as all restrictions on delivery have been removed. If the person has not delivered such security within 35 days after the trade date, the broker-dealer that effected the sale must borrow securities or close out the short position by purchasing securities of like kind and quantity; (iii) Short sales effected by a market maker in connection with bona-fide market making activities in the security for which this exception is claimed; and(iv) Transactions in security futures".

- (1) "A participant of a registered clearing agency must deliver securities to a registered clearing agency for clearance and settlement on a long or short sale in any equity security by settlement date, or if a participant of a registered clearing agency has a fail to deliver position at a registered clearing agency in any equity security for a long or short sale transaction in that equity security, the participant shall, by no later than the beginning of regular trading hours on the settlement day following the settlement date, immediately close out its fail to deliver position by borrowing or purchasing securities of like kind and quantity". 74 FR 38292, 31 July, 2009, as amended at 83 FR 58427, 19 Nov, 2018

لا يمكنه بعد ذلك إما قبول أو إجراء عملية بيع على المكشوف لحسابه الخاص أو لحساب الغير دون الاقتراض المسبق للورقة المالية أولاً أو الدخول في اتفاقية بحسن نية لاقتراضها، حتى يعلق المشارك مركزة المفتوح عن طريق شراء الأوراق المالية وكان هذا الشراء قد تم تسويته^(١).

وبالإضافة إلى ما سبق، فقد تبني المشرع الأمريكي نظام الإفصاح الخاص للسلطات الرقابية من أجل تمكين الأخيرة من أعمال رقابتها على عمليات البيع على المكشوف. كما تبني أيضاً نظام الإفصاح العام عن إجمالي حجم البيع على المكشوف

- (1) If a participant of a registered clearing agency has a fail to deliver position in any equity security at a registered clearing agency and does not close out such fail to deliver position in accordance with the requirements of paragraph (a) of this section, the participant and any broker or dealer from which it receives trades for clearance and settlement, including any market maker that would otherwise be entitled to rely on the exception provided in § 242.203(b)(2)(iii), may not accept a short sale order in the equity security from another person, or effect a short sale in the equity security for its own account, to the extent that the broker or dealer submits its short sales to that participant for clearance and settlement, without first borrowing the security, or entering into a bona fide arrangement to borrow the security, until the participant closes out the fail to deliver position by purchasing securities of like kind and quantity and that purchase has cleared and settled at a registered clearing agency; Provided, however: A broker or dealer shall not be subject to the requirements of this paragraph if the broker or dealer timely certifies to the participant of a registered clearing agency that it has not incurred a fail to deliver position on settlement date for a long or short sale in an equity security for which the participant has a fail to deliver position at a registered clearing agency or that the broker or dealer is in compliance with paragraph (e) of this section.

لكل ورقة مالية يومية ومعاملات البيع على المكشوف الفردية شهرياً^(١). إلا أن المشرع الأمريكي لم ينص على أي التزام فردي بالإفصاح^(٢)، وذلك على عكس ما هو معمول به في لائحة الاتحاد الأوروبي^(٣).

وتلعب هيئة تنظيم الصناعة المالية FINRA^(٤) - وهي منظمة ذاتية التنظيم SRO^(١) تُنظم وتُشرف على الوسطاء والمتعاملين وفقاً لإشراف لجنة الأوراق المالية

(١) راجع القسم " 929 X " من قانون دود-فرانك لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك ("قانون دود-فرانك"). والمنشور بـ Public Law 111-203-2012. متاح على الرابط التالي:

<https://www.govinfo.gov/app/details/PLAW-111publ203>

ولمزيد من التفصيل حول نظام الإفصاح عن عمليات البيع على المكشوف في الولايات المتحدة الأمريكية، راجع:

- Howell,(E.), Short selling reporting rules: a greenfield area, European Company Law, Vol. 12, No. 2, 2015, pp. 76-85. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2536523 & U.S. Securities and Exchange Commission, Short Sale Position and Transaction Reporting: : As required by Section 417 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Technical report, 2014.pp. 70-88. Available at: <https://www.sec.gov/files/short-sale-position-and-transaction-reporting%2C0.pdf>

(٢) ومع ذلك يرى البعض بأن المشرع الأمريكي في القسم " ٩٢٩ X " من قانون دود-فرانك لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك ("قانون دود-فرانك") سابق الإشارة إليه قد تبنى نظام الإفصاح العام الفردي Individual Public Disclosure وليس الإجمالي Aggregate. راجع:

- Howell,(E.), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?, Op.Cit, p.219.

(٣) انظر لاحقاً ص ١٢٠ وما بعدها.

(4) The Financial Industry Regulatory Authority.

وهيئة تنظيم الصناعة المالية ليست جزءاً من الحكومة وإنما هي منظمة مستقلة غير هادفة للربح، مصرح لها من قبل الكونجرس، وذلك من أجل حماية المستثمرين الأمريكيين عن طريق التأكد من أن صناعة الأوراق المالية تتم بنزاهة وأمانة، فهي تعمل على حماية المستثمر وسلامة السوق من خلال التنظيم الكفء والفعال لصناعة الأوراق المالية. ولمزيد من التفصيل، راجع موقع الهيئة على الرابط التالي:

<http://www.finra.org/about>

والبورصات الأمريكية - دورًا مهمًا في إعداد تقارير البيع على المكشوف^(٢). وبصفتها منظمة ذاتية التنظيم للوسطاء والتجار، تقوم FINRA بجمع معلومات المراكز القصيرة في الأوراق المالية من الوسطاء والتجار. وتطلب FINRA من الوسطاء أو التجار الإبلاغ عن المراكز القصيرة في جميع الأوراق المالية مرتين شهريًا من خلال شبكة الإنترنت. وتستغرق تلك العملية حوالي ١١ يومًا بعد تاريخ التسوية، أو أسبوعين بعد آخر تاريخ تداول للبيع على المكشوف. ثم تقوم FINRA بالتحقق من صحة المعلومات وتجميعها، وتنشرها جنبًا إلى جنب مع التقارير الصادرة عن بورصة نيويورك NYSE وبورصة NASDAQ. كما تنشر FINRA أيضًا تقريرين آخرين للبيع على المكشوف بالتزامن مع البورصات. يتألف التقرير الأول من إجمالي حجم البيع على المكشوف اليومي في الأوراق المالية. بينما يقدم التقرير الثاني معاملات البيع على المكشوف الفردية في جميع الأوراق المالية المدرجة في البورصة. ويتم نشر مجموعات البيانات هذه من قبل FINRA و / أو البورصات في مدة لا تزيد عن شهر واحد ويمكن العثور عليها على مواقع الويب الخاصة بهم^(٣).

وتجدر الإشارة إلى أنه لا توجد قيود على البيع على المكشوف بالنسبة للديون السيادية في الولايات المتحدة، ويمكن تبرير ذلك بأنه لم تحدث أزمة من متعلقة بالديون

=

(1) Self-Regulatory Organization.

(٢) راجع المادة ٤٥٦٠ من قواعد الـ FINRA . متاح على الرابط التالي:

<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/4560>

(٣) للاطلاع على البيانات المتعلقة بالبيع على المكشوف راجع:

[https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-](https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/short-sale-volume-and-transaction-data)

[basics/glossary/short-sale-volume-and-transaction-data](https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/short-sale-volume-and-transaction-data)

<http://www.nyxdata.com/Data-Products/NYSE-Group-Short-Interest>

<https://www.nasdaq.com/quotes/short-interest.aspx> . &

<http://www.sec.gov/answers/shortsalevolume.htm>.

السيادية كما حدث في الاتحاد الأوروبي، ومن ثم الحاجة إلى استجابة تنظيمية لهذه المسألة. ومع ذلك، فقد أثرت مجموعة من الضغوط السياسية على عملية وضع القواعد بعد كل أزمة، وكان لها تأثير كبير على نهج صانعي السياسة لتنظيم البيع على المكشوف^(١).

الفرع الثاني

نهج الاتحاد الأوروبي في تنظيم البيع على المكشوف

تعد أوروبا مهد البيع على المكشوف؛ حيث تم سن أول قواعد قانونية بشأن نشاط البيع على المكشوف في هولندا، حيث قدمت أول شركة تجارية، وهي شركة الهند الشرقية الهولندية، شكاوى ضد بورصة أمستردام بشأن الأرباح الكبيرة التي حققها البائعون على المكشوف، مما حدا بالحكومة الهولندية وقتئذ - ونتيجة لهذا الهبوط الحاد في أسهم شركة الهند الشرقية- إلى حظر هذا النوع من البيع عام ١٦١٠ بعد انهيار بورصة أمستردام، إلا أنه على الرغم من ذلك لم يؤد ذلك الحظر الغاية المنشودة منه؛ حيث قام المستثمرون بإيجاد طرق مبتكرة للالتفاف على هذه القواعد، الأمر الذي اضطر الحكومة الهولندية إلى إصدار تنظيم قانوني للبيع على المكشوف عام ١٦٨٩، وفرض ضريبة على الأرباح المحققة من التعاملات التي تتم استنادًا لذلك النظام.

(1) Howell,(E.), Short selling restrictions in the EU and the US: a comparative analysis, Op.Cit, p.41 & Juurikkala,(O.), Credit Default Swaps and the EU Short Selling Regulation: A Critical Analysis. European Company and Financial Law Review, Vol.9, No. 3, 2012, p.311. Available at: <https://www.degruyter.com/view/journals/ecfr/9/3/article-p307.xml?language=en>

ويمكننا أن نُميز بين مرحلتين بشأن تنظيم البيع على المكشوف في دول الاتحاد الأوروبي: الأولى مرحلة تنظيم البيع على المكشوف أثناء الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٧/٢٠٠٨. والثانية بعد صدور اللائحة رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢.

المرحلة الأولى: تنظيم البيع على المكشوف أثناء الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٧/٢٠٠٨:

كانت استجابة الاتحاد الأوروبي للأزمة المالية الأخيرة غير منظمة وغير متسقة عبر الدول الأعضاء. ففي ذروة الأزمة في سبتمبر ٢٠٠٨، وبعد إفلاس بنك Lehman Brothers^(١)، سارع المنظمون في العديد من دول الاتحاد الأوروبي إلى إصدار تدابير طوارئ مؤقتة، وقد بدأ الأمر وكان تلك الدول تتصارع فيما بينها بشأن كيفية التعامل مع الأزمة. وقد أدى هذا الأمر إلى اتباع نهج مجزأ للبيع على المكشوف في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي بين عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩. وقد تباينت تلك الإجراءات ما بين حظر البيع على المكشوف العاري للأسهم المالية، وحظر البيع على مكشوف العاري لجميع الأسهم المدرجة، وإفصاح عن صافي المراكز القصيرة في الأسهم المالية، والإفصاح عن صافي المراكز القصيرة في جميع الأسهم المدرجة. وقد

(١) أصبح تنظيم البيع على المكشوف أمرًا محوريًا خلال الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨، عندما تم وصف الانخفاض الحاد في أسعار الأوراق المالية المدرجة في أعقاب انهيار بنك Lehman Brothers بأنه " لحظة فاصلة في تنظيم البيع على المكشوف ". راجع:

- Avgouleas,(E.), 'The Vexed Issue of Short Sales Regulation When Prohibition Is Inefficient and Disclosure Insufficient?' in Alexander,(K.) and Niamh Moloney,(N.), (eds), Law Reform and Financial Markets ,Edward Elgar, USA, 2011, p. 72.

كان هذا النهج فوضوياً داخل بعض الدول الأعضاء^(١)، مما أضاف إحساساً بعدم اليقين إلى الأزمة التي كانت تتزايد في الأسواق المالية.

وقد كان هذا التباين طبيعياً بين دول الاتحاد الأوروبي؛ نظراً لأن الاتحاد يفتقر إلى إطار تنظيمي مشترك محدد للتعامل مع قضايا البيع على المكشوف. وترتيباً على ذلك، رأى مجلس الاتحاد أنه من المناسب والضروري إصدار قواعد منظمة تتخذ الشكل التشريعي للائحة من أجل ضمان تطبيق الأحكام الواردة بها بطريقة موحدة في جميع أنحاء الاتحاد، وكذلك لمنح صلاحيات لسلطة الإشراف الأوروبية " هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية" التي تم إنشاؤها بموجب لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٠١٠/١٠٩٥، وكذلك لتنسيق الإجراءات التي تتخذها السلطات المختصة في الدول الأعضاء أو اتخاذ التدابير نفسها. ولضمان قدر أكبر من التنسيق والتوافق بين الدول الأعضاء حيث يتعين اتخاذ التدابير في ظروف استثنائية. من الضروري موازنة قواعد البيع على المكشوف وبعض الجوانب الخاصة بعقود مبادلات مخاطر الائتمان^(٢).

(١) فعلى سبيل المثال، حظرت إيطاليا على التوالي (١) البيع المكشوف للأسهم المالية من ٢٣ سبتمبر ٢٠٠٨ إلى ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٨. (٢) البيع على المكشوف للأسهم المالية من ١ أكتوبر ٢٠٠٨ إلى ٩ أكتوبر ٢٠٠٨. (٣) البيع على المكشوف لجميع الأسهم من ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ إلى ٣١ ديسمبر ٢٠٠٨. (٤) البيع على المكشوف للأسهم المالية وأسهم الشركات التي زادت رأس مالها القائم من ١ يناير ٢٠٠٩ إلى ٣١ يناير ٢٠٠٩. (٥) البيع المكشوف لجميع الأسهم من ١ يناير ٢٠٠٩ إلى ٣١ يوليو ٢٠٠٩. (٦) البيع على المكشوف للأسهم المالية وأسهم الشركات التي زادت رأس مالها من ١ فبراير ٢٠٠٩ إلى ٣١ مايو ٢٠٠٩. (٧) البيع على المكشوف لأسهم الشركات التي زادت رأس مالها من ١ يونيو ٢٠٠٩ إلى ٣١ يوليو ٢٠٠٩.

(٢) راجع الفقرات (١-٤) من ديباجة لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ بشأن البيع على المكشوف وبعض الجوانب الخاصة بعقود مبادلات مخاطر الائتمان سابق الإشارة إليها.

المرحلة الثانية: مرحلة ما بعد صدور اللائحة رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ بشأن البيع على المكشوف وبعض الجوانب الخاصة بعقود مبادلات مخاطر الائتمان:

لم تكن استجابة الاتحاد الأوروبي لقضية البيع على المكشوف كاستجابة الولايات المتحدة الأمريكية؛ حيث لم يعالج الكونجرس الأمريكي المسألة من خلال سن قانون أو لائحة جديدة، بل منح لجنة الأوراق المالية والبورصات سلطة واسعة لتنظيم المزيد من معاملات البيع على المكشوف. وعلى العكس من ذلك أثر المشرع الأوروبي سن لائحة جديدة لتنظيم البيع على المكشوف، والاتجاه نحو توحيد القواعد المعمول بها داخل دول الاتحاد^(١). وعليه، في ١٤ مارس

(1) Elineau,(R.B.), "Regulating Short Selling in Europe After the Crisis", Brigham Young University International Law & Management Rev, vol.8, No.2, 2012, p67. Available at: [https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.bing.com/&httpsredir=1&article=1098&context=ilmr&Howell,\(E.\), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?,Op.Cit, pp.47-52](https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.bing.com/&httpsredir=1&article=1098&context=ilmr&Howell,(E.), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?,Op.Cit, pp.47-52)

عبر البعض عن أن لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ كانت نتاجاً لرغبة السياسيين والمنظمين في التصرف في مواجهة السخط العام، وكانت أيضاً نتيجة لأجندات سياسية محلية في دول أعضاء معينة. ففي أعقاب الأزمة المالية العالمية، أدت أزمة الديون السيادية الأوروبية- والتي ظهرت على السطح بشكل خاص في عام ٢٠١٠ عندما بدأت الحكومة اليونانية تُظهر علامات الانهيار المالي- إلى قيام رواد الأعمال السياسيين بمحاولة تحقيق مكاسب على أرضهم، بهدف زيادة رأس مالهم السياسي من خلال إلقاء اللوم على البائعين على المكشوف في الأزمة. وبالفعل وجد الاتحاد الأوروبي في البائعين على المكشوف كبش فداء مثالي لتبرير مأساة الاضطراب المالي الأخير

“EU found in short sellers the ideal scapegoats to justify the drama of recent financial turmoil”

انظر:

- Marmol,(T.D.), ‘Short Selling: Need or Fear? Impact on Financial Markets and Implications for Regulation’ 2011, p.89. available at:

=

٢٠١٢^(١)، تم اعتماد اللائحة^(١) الخاصة بشأن البيع على المكشوف وبعض الجوانب

http://www.professionsfinancieres.com/docs/2012102306_174_vn_m_shortselling.-need-or-fear.pdf

بل إن البعض قد ذهب إلى القول بأن محكمة العدل الأوروبية قد واصلت بيعنا على المكشوف the court has continued to sell us short. وكان هذا تعليقاً على الحكم الصادر من محكمة العدل الأوروبية والتي تتعلق بالطعن المقدم من المملكة المتحدة على المادة (٢٨) من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢، والتي تعطي هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية سلطات واسعة للتدخل بتدابير مؤقتة ملزمة لجميع الدول الأعضاء، والتي قد تصل إلى حد إلغاء التدابير التي اتخذتها السلطات الوطنية المحلية. وكانت وجهة نظر المملكة أن تلك المادة غير قانونية لأسباب مختلفة ومن ضمنها: أنها تشمل منح هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية قدرًا كبيرًا من السلطة التقديرية بما يتعارض مع مبادئ الاتحاد الأوروبي المتعلقة بتفويض السلطات. كما قدمت أن المادة ١١٤ من معاهدة عمل الاتحاد الأوروبي، والمتعلقة باعتماد القوانين التشريعية التي تربط التنسيق التشريعي بإشياء وتشغيل السوق الداخلية، كانت الأساس القانوني غير الصحيح لاعتماده. وجدير بالذكر أنه المحكمة قد حكمت برفض الدعوى وعدم مخالفة المادة ٢٨ من اللائحة المذكورة لقواعد الاتحاد المعمول بها. لمزيد من التفصيل في هذا الشأن، راجع:

- Howell,(E.), The European Court of Justice: selling us short? European Company and Financial Law Review, Vol.11, No.3, 2014, pp. 454 – 477. Available at: http://eprints.lse.ac.uk/101771/1/The_European_Court_of_Justice.pdf & Case C-270/12, United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland v European Parliament and Council of the European Union, Official Journal of the European Union, C 273/3, 8/9/2012. Available at: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=146621&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=827232> & Marjosola,(H.), Case C-270/12 (UK v Parliament and Council) – Stress Testing Constitutional Resilience of the Powers of EU Financial Supervisory Authorities – A Critical Assessment of the Advocate General's Opinion (1 January, 2014). EUI Department of Law Research Paper No. 2014/02 (ERC ERPL 06), Available at: <https://ssrn.com/abstract=2379348> .

(١) دخلت اللائحة المذكورة حيز النفاذ في ١ نوفمبر ٢٠١٢ باستثناء بعض الأحكام التي نصت المادة ٤٨ من اللائحة المذكورة على سريانها اعتبارًا من ٢٥ مارس ٢٠١٢ .

“This Regulation shall enter into force on the day following its publication in the Official Journal of the European Union. It shall apply from 1

الخاصة بعقود مبادلات مخاطر الانتمان من قبل البرلمان الأوروبي والمجلس. وتهدف اللائحة المذكورة إلى^(٢): ١- زيادة شفافية المراكز القصيرة التي يشغلها المستثمرون في بعض الأوراق المالية في الاتحاد الأوروبي. ٢- الحد من مخاطر التسوية والمخاطر الأخرى المرتبطة بالبيع على المكشوف غير المغطى أو العاري. ٣- الحد من المخاطر التي تهدد استقرار أسواق الديون السيادية Sovereign Debt Markets التي تشكلها المراكز المكشوفة أو العارية لمبادلات مخاطر الانتمان، مع توفير إمكانية التعليق المؤقت للقيود حيث لا تعمل أسواق الديون السيادية بشكل صحيح. ٤- ضمان تمتع الدول الأعضاء بسلطات واضحة للتدخل في حالات استثنائية للحد من المخاطر النظامية Systemic Risks ومخاطر الاستقرار المالي Financial Risks وStability وثقة السوق الناشئة عن البيع على المكشوف ومبادلات مخاطر الانتمان.

November 2012. However, Article 2(2), Article 3(7), Article 4(2), Article 7(3), Article 9(5), Article 11(3) and (4), Article 12(2), Article 13(4) and (5), Article 16(3) and (4), Article 17(2), Article 23(5), (7) and (8), and Articles 30, 42, 43 and 44 shall apply from 25 March 2012”.

(١) استخدمت المفوضية الأوروبية والبرلمان الأوروبي لتحقيق التناسق بين دول الاتحاد الأوروبي بشأن البيع على المكشوف وبعض الجوانب الخاصة بعقود مبادلات مخاطر الانتمان شكل اللائحة Regulation وليس التوجيه Directive؛ ذلك أن اللائحة تكون ملزمة في مجملها ولا بد من تطبيقها بشكل مباشر وكامل في جميع الدول الأعضاء دون حاجة إلى مزيد من التفسيرات القانونية، بينما التوجيه، يكون ملزماً فقط فيما يتعلق بالنتيجة المراد تحقيقها ويترك للسلطات الوطنية في كل دولة من دول الاتحاد اختيار الطريقة أو الكيفية التي يتم من خلالها تحقيق النتيجة والهدف المطلوب تحقيقهما.

- Art (48/4) of Regulation (EU) No 236/2012 states that: “This Regulation shall be binding in its entirety and directly applicable in all Member States”.

(2) European Securities and Markets Authority, short selling. available at: <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/short-selling>

٥- ضمان التنسيق بين الدول الأعضاء وهيئة أسواق الأوراق المالية الأوروبية (ESMA) في حالات استثنائية.

وبنظرة متأنية على أحكام لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢، نجد -ولأول وهلة- أن أحكامها تنطبق على كل من البيع على المكشوف للأسهم والديون السيادية معاً؛ حيث نصت المادة (١/٣) من اللائحة المذكورة على أنه لأغراض هذه اللائحة، يعتبر المركز الناتج عن أي مما يلي مركزاً قصيراً يتعلق بالأسهم المُصدرة أو الديون السيادية المُصدرة: (أ) بيع على المكشوف لسهم صادر عن شركة أو دين صك صادر عن مصدر سيادي. (ب) إبرام صفقة تنشئ أو تتعلق بأداة مالية غير الأداة المشار إليها في النقطة (أ) حيث يكون تأثير أو أحد آثار الصفقة هو منح ميزة مالية للشخص الطبيعي أو المعنوي الذي يُبرم هذه الصفقة في حالة حدوث انخفاض في سعر أو قيمة السهم أو سند الدين^(١).

ويمكننا القول بأن المشرع الأوروبي قد تبني في أحكام لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ العديد من معايير منظمة IOSCO سابق الإشارة إليها، وذلك على النحو التالي:

" (1) For the purposes of this Regulation, a position resulting from either of the following shall be considered to be a short position relating to issued share capital or issued sovereign debt: (a) a short sale of a share issued by a company or of a debt instrument issued by a sovereign issuer; (b) entering into a transaction which creates or relates to a financial instrument other than an instrument referred to in point (a) where the effect or one of the effects of the transaction is to confer a financial advantage on the natural or legal person entering into that transaction in the event of a decrease in the price or value of the share or debt instrument".

حظر البيع على المكشوف العاري: حاول المشرع الأوروبي حظر البيع على المكشوف العاري من الناحية الفعلية، وذلك من خلال اشتراط متطلبات الاقتراض المسبق لعملية البيع على المكشوف أو القيام بترتيبات معينة لضمان الحصول على الأوراق المالية المباعة في ميعاد التسوية. ويظهر هذا الأمر من تعريفه - كما أسلفنا- للبيع على المكشوف في المادة (١/٢ ب) من اللائحة المذكورة بأنه " أي بيع لأسهم أو سندات دين، حيث البائع لا يكون مالكاً لهذه الأسهم والسندات لحظة إبرام عقد البيع، بما في ذلك البيع الذي يكون فيه البائع مقترضاً لهذه الأسهم أو السندات أو وافق على اقتراضها لتسليمها في ميعاد التسوية". كما يظهر ذلك الحظر من خلال نص المادة ١٢ من ذات اللائحة - سابق الإشارة إليها^(١) - على قيود على البيع على المكشوف غير المغطى، وذلك لضمان توافر الأسهم محل البيع وقت التسليم. ومما قد يؤخذ على نص المادة سابقة الذكر أنها قد استخدمت في البند ٣ من الفقرة (١) منها مصطلح التوقع المعقول "Reasonable Expectation" " حينما نصت على أنه لا يجوز البيع على المكشوف إلا في حال استيفاء أحد الشروط ومنها، الترتيب مع طرف آخر أكد بموجبه ذلك الطرف أن الأسهم ستتوافر في الميعاد المحدد واتخذ تدابير تجاه أطراف أخرى ضرورية للشخص الطبيعي أو الاعتباري للحصول على توقع معقول بأن التسوية يمكن أن يحدث عندما يحين موعدها^(٢). وتكمن مشكلة هذا المصطلح - كما هو الشأن في

(١) راجع سابقاً ص ٤٩.

(2) A natural or legal person may enter into a short sale of a share admitted to trading on a trading venue only where one of the following conditions is fulfilled: ... (c) the natural or legal person has an arrangement with a third party under which that third party has confirmed that the share has been located and has taken measures vis-à-vis third parties necessary for the natural or legal person to have a reasonable expectation that settlement can be effected when it is due.

التشريع الأمريكي حينما استخدم مصطلح "أسس معقولة" – في أن هذا المعيار لا يصلح وحده معيارًا لضمان توافر الورقة المالية المباعة وقت التسوية؛ حيث أنه معيار غير منضبط. فبطبيعة الحال سيكون من المنطقي التساؤل بشأن ماهية الأسس أو التوقعات المعقولة التي إن توافرت فإن الشخص يجوز له بيع الورقة المالية بيعًا على المكشوف، وبطبيعة الحال ستتباين الإجابة باختلاف ظروف كل شخص، الأمر الذي سيؤدي إلى إحداث حالة من الاضطراب في هذا الشأن.

وبنظرة متأنية على نص المادة السابق، نجد أن المشرع الأوروبي قد حاول تفادي ما قد يحدث من لبس عند تفسير مصطلح التوقع المعقول. فبعد أن نص الشرط الوارد في المادة (٣/١/١٢) من اللائحة المذكورة على عملية من خطوتين، وهما: متطلب تحديد الموقع "Located"، بالإضافة إلى التدابير التي تؤدي إلى توقع معقول بإمكانية تنفيذ التسوية عند استحقاقها. فيجب على المستثمر الذي يعتزم تنفيذ عملية بيع على المكشوف الحصول أولاً على تأكيد الموقع بموجب ترتيب مع طرف آخر، وثانياً، يجب اتخاذ تدابير إضافية. إلا أنه من الناحية العملية لا شيء يمنع اتخاذ هاتين الخطوتين في وقت واحد. ويتعلق تأكيد الطرف الآخر^(١) بشكل أساسي بتقييمه لقدرته على إتاحة الأسهم للتسوية؛ ولا يعني ذلك بالضرورة أن الأسهم متاحة بالفعل لديه في وقت صدور التأكيد منه. بل إن هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية ESMA تعتبر أن الأسهم التي سيتم بيعها على المكشوف من قبل المستثمر ستكون موجودة عند استلام تأكيد من الغير بأنه يمكنه إقراض أو توفير الأسهم بالكمية التي يطلبها

(١) يجب أن يكون الغير الذي تتم معه ترتيبات تحديد الموقع بموجب المادة (٣/١/١٢) أحد الأنواع المنصوص عليها في المادة (١/٨) من اللائحة التنفيذية رقم ٨٢٧ لسنة ٢٠١٢. كما حددت المادة (٢/٨) أيضاً المتطلبات التي يجب على الغير الوفاء بها.

المستثمر، وذلك للسماح بالتسوية في الوقت المحدد^(١). وللحصول على توقع معقول بأن التسوية يمكن أن تتم عندما يحين موعدها، نصت المادة (٢/١٢) من ذات اللائحة المذكورة على أن هناك عاملان رئيسيان يجب على هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية مراعاتهما عند تحديد التدابير اللازمة، وهما: التداول اليومي Intraday Trading (أي المبيعات القصيرة التي يتم تغطيتها من خلال الشراء خلال نفس اليوم) ، وسيولة الأسهم^(٢).

(1) Standard locate arrangements and measures shall mean arrangements, confirmations and measures that include each of the following elements: (a) for locate confirmations: a confirmation provided by the third party, prior to the short sale being entered into by a natural or legal person, that it considers that it can make the shares available for settlement in due time taking into account the amount of the possible sale and market conditions and which indicates the period for which the share is located; (b) for put on hold confirmations: a confirmation by the third party, provided prior to the short sale being entered into, that it has at least put on hold the requested number of shares for that person. Art 6/2 of Implementing Regulation 827/2012.

(٢) من أجل ضمان شروط موحدة لتطبيق الفقرة ١، يجب على هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية وضع مسودة للمعايير الفنية التنفيذية لتحديد أنواع الاتفاقات والترتيبات والتدابير التي تضمن بشكل كاف أن الحصة ستكون متاحة للتسوية. عند تحديد التدابير اللازمة للحصول على توقع معقول بأن التسوية يمكن أن تتم عند استحقاقها، يجب أن تأخذ ESMA في الاعتبار، من بين أمور أخرى، التداول اليومي وسيولة الأسهم.

“ In order to ensure uniform conditions of application of paragraph 1, ESMA shall develop draft implementing technical standards to determine the types of agreements, arrangements and measures that adequately ensure that the share will be available for settlement. In determining what measures are necessary to have a reasonable expectation that settlement can be effected when it is due, ESMA shall take into account, inter alia, the intraday trading and the liquidity of the shares.”

وبالفعل، أصدرت اللجنة الأوروبية اللائحة التنفيذية رقم ٢٠١٢/٨٢٧ بتاريخ ٢٩ يونيو ٢٠١٢، والتي تحدد تطبيق المعايير الفنية فيما يتعلق بوسائل الإفصاح العام عن صافي المراكز في الأسهم، وشكل المعلومات التي يجب تقديمها إلى هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية فيما يتعلق بالنسبة إلى صافي المراكز القصيرة، وأنواع الاتفاقات والترتيبات والتدابير لضمان توفر الأسهم أو أدوات الدين السيادية للتسوية وتواريخ وفترة تحديد المكان الرئيسي للسهم وفقاً لللائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ / ٢٠١٢ سألغة البيان بشأن البيع على المكشوف وبعض الجوانب الخاصة بعقود مبادلات مخاطر الانتماء^(١). وتنص اللائحة التنفيذية على ثلاث آليات مختلفة، وهما:

- ١- تحديد موقع خلال نفس اليوم " An Intraday Locate " ترتيب وتدبير تأكيد"
- ٢- ترتيب وتدبير تأكيد الأسهم السائلة "Liquid Shares". ٣- مجموعة "معيارية Standard" أكثر صرامة من الترتيبات لجميع عمليات البيع على المكشوف الأخرى للأسهم^(٢).

(1) Commission Implementing Regulation (EU)No 827/2012 of 29 June 2012 laying down implementing technical standards with regard to the means for public disclosure of net position in shares, the format of the information to be provided to the European Securities and Markets Authority in relation to net short positions, the types of agreements, arrangements and measures to adequately ensure that shares or sovereign debt instruments are available for settlement and the dates and period for the determination of the principal venue for a share according to Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. Official Journal of the European Union (O J), L 251/11, 18/9/2012.

(٢) راجع في تفصيل ذلك: الفقرات ٣، ٤، ٥ من المادة (٦) من اللائحة التنفيذية ٨٢٧ لسنة ٢٠١٢ سابق الإشارة إليها؛

=

إجراءات عملية الشراء الإجباري: نظرًا لإمكانية الفشل في التسوية في حالة عجز البائع عن تسليم الأوراق المالية في الميعاد المحدد، فإن المادة (١٥) من اللائحة المذكورة قد نظمت إجراءات عملية الشراء الإجباري في تلك الحالة على النحو التالي " ١. يجب على الطرف المقابل المركزي في الدولة العضو الذي يقدم خدمات المقاصة للأسهم التأكد من وجود الإجراءات التي تمثل لجميع المتطلبات التالية: (أ) عندما يكون الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يبيع الأسهم غير قادر على التسليم لإتمام التسوية في غضون أربعة أيام عمل بعد اليوم الذي تستحق فيه التسوية، يتم تشغيل الإجراءات تلقائيًا لشراء الأسهم لضمان التسليم للتسوية. (ب) عندما يتعذر شراء الأسهم للتسليم، يتم دفع مبلغ إلى المشتري بناءً على قيمة الأسهم التي سيتم تسليمها في تاريخ التسليم بالإضافة إلى مبلغ الخسائر التي تكبدها المشتري نتيجة لذلك الفشل في التسوية. (ج) يدفع الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يفشل في التسوية جميع المبالغ المدفوعة وفقًا للنقطتين (أ) و (ب). ٢ - يجب على الطرف المقابل المركزي في الدولة العضو الذي يقدم خدمات المقاصة للأسهم التأكد من وجود الإجراءات التي تضمن أنه في حالة إخفاق الشخص الطبيعي أو الاعتباري في تسليم الأسهم للتسوية بحلول التاريخ الذي تستحق فيه التسوية، يجب على هذا الشخص سداد مدفوعات يومية عن كل يوم يستمر فيه الفشل. ويجب أن تكون المدفوعات اليومية مرتفعة بما

=

ESMA, 'Draft Technical Standards on the EU Short Selling Regulation: Consultation Paper', 2012, pp.11-13. Available at: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/draft-technical-standards-short-selling-and-certain-aspects-credit-default> & Howell,(E.), Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?, Op.Cit, pp.96-100.

يكفي لتكون بمثابة رادع للأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين الذين يخفقون في التسوية^(١).

ونتيجة لأن اللائحة المذكورة لا تنسق مدة فترات التسوية في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي، كما أن عقوبات التسوية غير متناسقة، مما يؤدي إلى مخاطر المراجعة التنظيمية. فقد أقرت هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية بما سبق، واعتبرت أن متطلبات انضباط التسوية يمكن معالجتها بشكل أكثر فاعلية وعلى نطاق واسع من خلال جزء واحد من التشريع. وبالفعل صدرت اللائحة رقم ٢٠١٤/٩٠٩ للبرلمان والمجلس الأوروبي بتاريخ ٢٣ يوليه ٢٠١٤ بشأن تحسين تسوية الأوراق المالية في الاتحاد الأوروبي وهيئات الإيداع المركزي للأوراق المالية وتعديل

(1) Buy-in procedures: 1. A central counterparty in a Member State that provides clearing services for shares shall ensure that procedures are in place which comply with all of the following requirements: (a) where a natural or legal person who sells shares is not able to deliver the shares for settlement within four business days after the day on which settlement is due, procedures are automatically triggered for the buy-in of the shares to ensure delivery for settlement; (b) where the buy-in of the shares for delivery is not possible, an amount is paid to the buyer based on the value of the shares to be delivered at the delivery date plus an amount for losses incurred by the buyer as a result of the settlement failure; and (c) the natural or legal person who fails to settle reimburses all amounts paid pursuant to points (a) and (b). 2. A central counterparty in a Member State that provides clearing services for shares shall ensure that procedures are in place, which ensure that where a natural or legal person who sells shares fails to deliver the shares for settlement by the date on which settlement is due, such person must make daily payments for each day that the failure continues. The daily payments shall be sufficiently high to act as a deterrent to natural or legal persons failing to settle.

التوجيهين 98/26/EC و 2014/65/EU واللائحة رقم ٢٠١٢/٢٣٦^(١). ونص البند ٧٨ من ديباجة اللائحة المذكورة وكذلك المادة (٧٢) منها على إلغاء المادة ١٥ من اللائحة رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ سابق الإشارة إليها^(٢). وبموجب المادة (٢/٥) من اللائحة رقم ٢٠١٤/٩٠٩ انتقلت الأسواق الأوروبية إلى T + 2؛ أي تتم التسوية بعد يومي عمل من تاريخ تنفيذ الصفقة^(٣). وقد نظمت اللائحة عملية الشراء الإجباري في المادة (٣/٧) منها، فعندما لا يسلم العميل البائع الأوراق المالية إلى المشتري في غضون ٤ أيام عمل بعد تاريخ التسوية المحدد ('فترة التمديد') تبدأ عملية شراء تكون بموجبها تلك الصكوك متاحة للتسوية وتسلم إلى المشتري في غضون إطار زمني مناسب. وعندما تكون الصفقة متصلة بأداة مالية يتم تداولها في سوق نمو المشاريع

-
- (1) Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012 . Official Journal of the European Union (O.J), L 257/1, 28/8/2014.
- (2) “ Taking into account the fact that this Regulation harmonises at Union level the measures to prevent and address settlement fails and has a wider scope of application for such measures than Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council, it is necessary to repeal Article 15 of that Regulation” . And art 72 of Regulation (EU) No 909/2014 states that “ Article 15 of Regulation (EU) No 236/2012 is deleted”.
- (3) As regards transactions in transferable securities referred to in paragraph 1 which are executed on trading venues, the intended settlement date shall be no later than on the second business day after the trading takes place.

الصغيرة والمتوسطة الحجم، تكون فترة التمديد ١٥ يوماً ما لم يقرر سوق نمو المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم تطبيق فترة أقصر^(١).

وطبقاً لنص المادة (٧/٧) من ذات اللائحة المذكورة إذا فشل الشراء أو لم يكن ممكناً، يمكن للمشتري أن يختار أن يدفع له تعويض نقدي أو تأجيل تنفيذ عملية الشراء إلى تاريخ لاحق مناسب ("فترة التأجيل"). وإذا لم يتم تسليم الصكوك المالية ذات الصلة إلى المشتري في نهاية فترة التأجيل، يُدفع التعويض النقدي في موعد لا يتجاوز يوم العمل الثاني بعد انتهاء عملية الشراء المشار إليها أو فترة التأجيل إذا تم اختيار فترة التأجيل^(٢).

- (1) Without prejudice to the penalty mechanism referred to in paragraph 2 and the right to bilaterally cancel the transaction, where a failing participant does not deliver the financial instruments referred to in Article 5(1) to the receiving participant within 4 business days after the intended settlement date ('extension period') a buy-in process shall be initiated whereby those instruments shall be available for settlement and delivered to the receiving participant within an appropriate time-frame. Where the transaction relates to a financial instrument traded on an SME growth market the extension period shall be 15 days unless the SME growth market decides to apply a shorter period.
- (2) If the buy-in fails or is not possible, the receiving participant can choose to be paid cash compensation or to defer the execution of the buy-in to an appropriate later date ('deferral period'). If the relevant financial instruments are not delivered to the receiving participant at the end of the deferral period, cash compensation shall be paid. Cash compensation shall be paid to the receiving participant no later than on the second business day after the end of either the buy-in process referred to in paragraph 3 or the deferral period, where the deferral period was chosen.

كما تضمنت اللائحة آلية للعقاب تكون بمثابة رادع فعال للمشاركين الذين يتسببون في فشل التسوية. فوفقاً لنص المادة (٢/٧) من ذات اللائحة المشار إليها تشمل آلية العقوبة المشار إليها الغرامات النقدية على المشاركين الذين يتسببون في فشل التسوية 'المشاركين الفاشلون'. وتحسب الغرامات النقدية على أساس يومي عن كل يوم عمل لا تتم فيه تسوية المعاملة بعد تاريخ التسوية المحدد حتى نهاية عملية الشراء المشار إليها في الفقرة ٣ " الشراء الإجباري"، ولكن لا تزيد عن يوم التسوية الفعلي. ولا يجوز أن تكون الغرامات النقدية بمثابة مصدر إيرادات لهيئات الإيداع المركزي^(١).

الاستثناءات من أحكام البيع على المكشوف: علاوة على ما سبق، فقد تبني المشرع الأوروبي مبدأ الاستثناءات من أحكام البيع على المكشوف؛ حيث نصت المادة (١/١٧) من اللائحة المذكورة على إعفاء العمليات التي يقوم بها صانع السوق من

- (1) For each securities settlement system it operates, a CSD shall establish procedures that facilitate settlement of transactions in financial instruments referred to in Article 5(1) that are not settled on the intended settlement date. These procedures shall provide for a penalty mechanism which will serve as an effective deterrent for participants that cause settlement fails. Before establishing the procedures referred to in the first subparagraph, a CSD shall consult the relevant trading venues and CCPs in respect of which it provides settlement services. The penalty mechanism referred to in the first subparagraph shall include cash penalties for participants that cause settlement fails ('failing participants'). Cash penalties shall be calculated on a daily basis for each business day that a transaction fails to be settled after its intended settlement date until the end of a buy-in process referred to in paragraph 3, but no longer than the actual settlement day. The cash penalties shall not be configured as a revenue source for the CSD.

أحكام المواد (٥ ، ٦ ، ٧ ، ١٢ ، ١٣ ، ١٤) من ذات اللائحة^(١). ووفقاً لنص الفقرة (٥) من ذات المادة المذكورة، فإن الإعفاء المشار إليه في الفقرة "١" لا ينطبق إلا إذا قام الشخص الطبيعي أو الاعتباري المعني بإخطار السلطة المختصة في الدولة العضو في موطنه كتابياً بأنه ينوي الاستفادة من الإعفاء. يجب أن يتم الإخطار قبل ٣٠ يوماً على الأقل من نية الشخص الطبيعي أو الاعتباري استخدام الإعفاء^(٢). وخولت الفقرة (٧) من ذات المادة المذكورة السلطة المختصة المشار إليها في الفقرتين (٥ ، ٦) أن تمنع استخدام الإعفاء إذا رأت أن الشخص الطبيعي أو الاعتباري لا يفي بشروط الإعفاء. كما يجب فرض أي منع خلال فترة الثلاثين يوماً المشار إليها في الفقرة ٥ أو ٦ أو بعد ذلك إذا أدركت السلطة المختصة أنه قد حدثت تغييرات في ظروف الشخص الطبيعي أو الاعتباري بحيث لم يعد يفي بشروط الإعفاء^(٣).

"(1) Articles 5, 6, 7, 12, 13 and 14 shall not apply to transactions performed due to market making activities".

(2) " The exemption referred to in paragraph 1 shall apply only where the natural or legal person concerned has notified the competent authority of its home Member State in writing that it intends to make use of the exemption. The notification shall be made not less than 30 calendar days before the natural or legal person first intends to use the exemption."

(3) The competent authority referred to in paragraphs 5 and 6 may prohibit the use of the exemption if it considers that the natural or legal person does not satisfy the conditions of the exemption. Any prohibition shall be imposed within the 30 calendar day period referred to in paragraph 5 or 6 or subsequently if the competent authority becomes aware that there have been changes in the circumstances of the natural or legal person so that it no longer satisfies the conditions of the exemption.

الإفصاح عن عمليات البيع على المكشوف: تُعد الأحكام المتعلقة بالإفصاح عن عمليات البيع على المكشوف والمراكز المتعلقة بتلك العمليات من أهم التدابير^(١) التي حرص المشرع الأوروبي على تنظيمها بشكل مُفصل في اللائحة رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ بشأن البيع على المكشوف وبعض الجوانب الخاصة بعقود مبادلات مخاطر الائتمان - سابق الإشارة إليها-، وتُعزز اللائحة المذكورة الشفافية بالنسبة للبيع على المكشوف باستخدام نظام إفصاح من مستويين لصافي المراكز القصيرة **Two-Tier Disclosure Regime of Net Short Positions**؛ حيث خصصت الفصل الثاني من اللائحة المذكورة بالمواد من ٥ إلى ١١ لتنظيم ما يُسمى بشفافية صافي المراكز القصيرة **Transparency Of Net Short Positions**. ونعرض هنا - بإيجاز- لأحكام الإفصاح عن صافي المراكز القصيرة على النحو التالي:

١- تعريف صافي المركز القصير: عرفت المادة (٤/٣) من لائحة الاتحاد الأوروبي المذكورة صافي المركز القصير بأنه " المركز المتبقي بعد خصم أي مركز طويل يشغله شخص طبيعي أو اعتباري فيما يتعلق برأس المال المصدر من أي مركز قصير يشغله ذلك الشخص الطبيعي أو الاعتباري ويتعلق بذات برأس المال

(١) كانت المشكلة الأكبر في قواعد الاتحاد الأوروبي هي الافتقار إلى التنفيذ المنسق بين المنظمين في دول الاتحاد؛ نظرًا لأن كل سلطة نفذت نهجها الخاص بشأن الإفصاح، مما أدى ذلك إلى وجود طرق إفصاح متعددة وكذلك تباين في أشكالها وطرق الاتصال المتعلقة بها. وقد أدى الافتقار إلى التنسيق بين الهيئات التنظيمية بشأن أنظمة الإفصاح إلى صعوبات تشغيلية **Operational Difficulties** وارتباك، وكذلك خلق مخاطر على جودة البيانات. ولمزيد من التفصيل حول مسألة التباين في موقف دول الاتحاد بشأن تنظيم طرق الإفصاح، راجع:

- Howell,(E.), Short selling reporting rules: a greenfield area, European Company Law, Op.Cit, P.85.

المصدر للشركة المعنية"^(١). وتذهب اللائحة إلى أبعد من ذلك، لمنع المتداولين من التحايل على القانون باستخدام الخيارات، والعقود الآجلة، ومبادلات مخاطر الائتمان، حتى لو كانت تلك الاستراتيجيات البديلة أكثر تكلفة بالنسبة لهم. ولذلك، فإن إبرام صفقة تنشئ أو تتعلق بأداة مالية غير الأداة المشار إليها في النقطة (أ) من المادة (١/٣) من اللائحة المذكورة، حيث يكون تأثير أو أحد آثار الصفقة هو منح ميزة مالية للشخص الطبيعي أو المعنوي الذي يُبرم هذه الصفقة في حالة حدوث انخفاض في سعر أو قيمة السهم أو سند الدين يعتبر بمثابة مركز قصير. ونتيجة لذلك، لن يكون المتداولون قادرين على استخدام تلك الاستراتيجيات سائلة الذكر للحصول على نفس النتائج المترتبة على بيع الأوراق المالية على المكشوف. هذا، وقد تم تصميم نظام الشفافية ليغطي أيضًا البيع على المكشوف خارج البورصة **Over-The-Counter Short Selling**، طالما تم إنشاء صافي مركز قصير يتعلق بالأسهم المسموح تداولها في مكان تداول منظم داخل الاتحاد الأوروبي^(٢). كما ينطبق نظام الإفصاح ذو المستويين سواء كان البائعون على المكشوف، سواء كانوا

(1) "the position remaining after deducting any long position that a natural or legal person holds in relation to the issued share capital from any short position that that natural or legal person holds in relation to that capital shall be considered a net short position in relation to the issued share capital of the company concerned".

(٢) راجع الفقرة (١٠) من ديباجة لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ سابق الإشارة إليها.

"In order to ensure comprehensive and effective transparency, it is important that the notification requirements cover not only short positions created by trading shares or sovereign debt on trading venues but also short positions created by trading outside trading venues..."

أشخاصًا طبيعيين أو اعتباريين، وسواء كانوا يقيمون داخل الاتحاد الأوروبي أو خارجه^(١).

ووفقًا لنص المادة (٢/٩) من اللائحة المذكورة، يتم حساب صافي المركز القصير في منتصف ليل نهاية يوم التداول الذي يشغل فيه الشخص الطبيعي أو الاعتباري المركز المعني. وينطبق ذلك الوقت على جميع المعاملات بغض النظر عن وسائل التداول المستخدمة، بما في ذلك المعاملات المنفذة من خلال التداول اليدوي أو الآلي، وبغض النظر عما إذا كانت المعاملات قد تمت خلال ساعات التداول العادية. كما يجب أن يتم الإخطار أو الإفصاح في موعد لا يتجاوز الساعة ٢.٣٠ في يوم التداول التالي. وتُحسب الأوقات المحددة في هذه الفقرة وفقًا للوقت في الدولة العضو للسلطة المختصة التي يجب إخطارها بالمركز المعني^(٢).

(١) راجع الفقرة (١٦) من ديباجة لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ سابق الإشارة إليها.

“In order to be effective, it is important that the transparency regime apply regardless of where the natural or legal person is located, including in a third country, where that person has a significant net short position in a company that has shares admitted to trading on a trading venue in the Union or a net short position in sovereign debt issued by a Member State or by the Union”.

(2) “ The relevant time for calculation of a net short position shall be at midnight at the end of the trading day on which the natural or legal person holds the relevant position. That time shall apply to all transactions irrespective of the means of trading used, including transactions executed through manual or automated trading, and irrespective of whether the transactions have taken place during normal trading hours. The notification or disclosure shall be made not later than at 15.30 on the following trading day. The times specified in

=

٢- نظام إخطار السلطات المختصة Notification to competent authorities

نظمت المادة (٥) من اللائحة المذكور أول مستوى من مستويات الشفافية بشأن صافي مراكز البيع القصيرة، وهو مستوى إخطار السلطة الرقابية المختصة في كل دولة من دول الاتحاد أو ما يُعرف بنظام الإفصاح الخاص Private Notification. ووفقاً للفقرة الأولى من المادة المذكورة يجب على كل شخص طبيعي أو اعتباري لديه صافي مركز قصير – على النحو سابق بيانه- فيما يتعلق بأسهم رأس مال الشركة المصدرة، وكانت تلك الأسهم مقيدة للتداول ببورصة أوراق مالية داخل الاتحاد الأوروبي، أن يخطر السلطة المختصة المعنية. وذلك عندما يصل المركز ارتفاعاً أو هبوطاً إلى حد الإخطار المشار إليها في الفقرة (٢) من ذات المادة، والتي حددته بنسبة مئوية تساوي ٠,٢٪ من أسهم رأس مال الشركة المصدرة للشركة المعنية وكل زيادة بنسبة ٠,١٪ أعلى من النسبة الأولى^(١).

=
this paragraph shall be calculated according to the time in the Member State of the relevant competent authority to whom the relevant position must be notified ”.

"(1) 1. A natural or legal person who has a net short position in relation to the issued share capital of a company that has shares admitted to trading on a trading venue shall notify the relevant competent authority, in accordance with Article 9, where the position reaches or falls below a relevant notification threshold referred to in paragraph 2 of this Article. 2. A relevant notification threshold is a percentage that equals 0,2 % of the issued share capital of the company concerned and each 0,1 % above that".

وبالنظر لطبيعة الأسواق المالية والتطورات المتلاحقة بشأنها، فقد خولت الفقرتان (٤،٣) اللجنة الأوروبية اعتماد الإجراءات وفقاً للمادة ٤٢ التي تعدل الحدود المشار إليها في الفقرة ٢ من المادة ٥ سالف الذكر، مراعاة للتطورات في الأسواق المالية. وذلك بناءً على الرأي المقدم إليها من هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية^(١).

وبالفعل استخدمت اللجنة الأوروبية السلطة المخولة إليها نظراً لجائحة كورونا وتأثيرها على الأسواق المالية في معظم دول العالم ومنها دول الاتحاد الأوروبي، وقامت في ١٦ مارس ٢٠٢٠ بإصدار قرار مؤقت بتعديل النسب المشار إليها في الفقرة (٢) من المادة ٥ سالف الإشارة إليها لتصبح حدود الإخطار كالتالي: هي النسبة المئوية التي تساوي ٠.١٪ من أسهم رأس مال الشركة المصدرة للشركة المعنية وكل ٠.١٪ فوق هذا الحد^(٢).

(1) “ 3. The European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) (ESMA) may issue an opinion to the Commission on adjusting the thresholds referred to in paragraph 2, taking into account the developments in financial markets. 4. The Commission shall be empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 42 modifying the thresholds referred to in paragraph 2 of this Article, taking into account the developments in financial markets”.

(٢) المادة (٢/٢) من قرار اللجنة الأوروبية في ١٦ مارس ٢٠٢٠.

“ A relevant notification threshold is a percentage that equals 0.1% of the issued share capital of the company concerned and each 0.1% above that threshold”.

Available at:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9546_esma_decision_-_article_28_ssr_reporting_threshold.pdf

وجدير بالذكر أن الإخطار للجهات الرقابية بصافي المراكز القصيرة يمثل أهمية كبيرة؛ ذلك أنه سوف يزودهم ببيانات كافية لمراقبة عمليات البيع على المكشوف واتخاذ إجراءات الإنفاذ بموجب توجيه إساءة استخدام السوق Market Abuse Directive^(١). كما سيُمكنها أيضًا من تجميع إحصاءات حول البيع على المكشوف. وسوف ستكون البيانات دقيقة لأن متطلبات الإخطار تغطي صافي المراكز القصيرة التي تم إنشاؤها عن طريق تداول الأسهم ليس فقط في أماكن التداول ولكن أيضًا في الأسواق غير المنظمة. وعلاوة على ذلك، فإن الإخطار بصافي المراكز القصيرة، التي تأخذ في الاعتبار المراكز الطويلة المستخدمة لإغلاق عمليات البيع على المكشوف، يكون أكثر دقة من الإفصاح عن إجمالي المراكز القصيرة في تقييم المخاطر المحتملة الناجمة عن نشاط البائعين على المكشوف. وعلى الرغم من أن التكاليف المرتبطة بمتطلبات الإخطار قد تكون رادعة وتحد من نشاط البيع على المكشوف. وكذلك قيام البائعين على المكشوف فعلاً بحساب صافي مراكز البيع الخاصة بهم بغرض مراقبة المخاطر. إلا أنه قد يُطلب من البائعين على المكشوف تعديل طرق حسابهم للامتثال لقواعد لائحة الاتحاد الأوروبي رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ سالفة الذكر. ويمكننا القول، بأن التكاليف الهامشية ستكون محدودة وستتفوقها إلى حد كبير الفوائد المستمدة من متطلبات الإخطار^(٢).

- (1) Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Official Journal (OJ), L 096 , 12/04/2003 P. 0016 – 0025. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32003L0006>
- (2) Elineau,(R.B.), "Regulating Short Selling in Europe After the Crisis", Op.Cit, p.74.

٣- نظام الإفصاح العام Public Disclosure:

نصت المادة (٦) من اللائحة المذكور على المستوى الثاني من مستويات الشفافية بشأن صافي مراكز البيع القصيرة، وهو مستوى الإفصاح العام^(١)؛ حيث يجب على كل شخص طبيعي أو معنوي لديه صافي مركز قصير فيما يتعلق بأسهم رأس مال الشركة المصدرة لشركة، وكانت تلك الأسهم مقيدة للتداول ببورصة أوراق مالية داخل الاتحاد الأوروبي، أن يفصح علناً للجمهور عن تفاصيل ذلك المركز، وفقاً للمادة ٩ من ذات اللائحة. وذلك عندما يصل صافي المركز القصير ارتفاعاً أو هبوطاً إلى حد الإخطار المشار إليها في الفقرة (٢) من ذات المادة، والتي حددته بنسبة مئوية تساوي ٠,٥٪ من أسهم رأس مال الشركة المصدرة للشركة المعنية وكل زيادة بنسبة ٠,١٪ أعلى من النسبة الأولى^(٢).

ومما لا شك فيه، أن الإفصاح العام عن صافي المراكز القصيرة من قبل البائعين على المكشوف سيؤدي إلى تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات للمشاركين

(١) راجع قائمة المواقع الإلكترونية المركزية التي تديرها أو تشرف عليها السلطات المختصة في دول الاتحاد الأوروبي والتي يتم الإفصاح من خلالها عن صافي المراكز القصيرة على الرابط التالي:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ssr_websites_ss_positions.pdf

(2) “1- A natural or legal person who has a net short position in relation to the issued share capital of a company that has shares admitted to trading on a trading venue shall disclose details of that position to the public, in accordance with Article 9, where the position reaches or falls below a relevant publication threshold referred to in paragraph 2 of this Article. 2- A relevant publication threshold is a percentage that equals 0,5 % of the issued share capital of the company concerned and each 0,1 % above that”.

الآخرين في السوق. الأمر الذي سيعزز من كفاءة السوق^(١)؛ حيث سيصبح دمج المعلومات في أسعار السوق أسرع لأنه عندما يصل صافي المركز القصير الذي يحتفظ به بائع قصير أو ينخفض إلى أقل من ٠.٥ % - على النحو سالف البيان- سيتلقى جميع المشاركين الآخرين في السوق تلك المعلومات في يوم العمل التالي. ومن ثم سيكونون قادرين على التصرف بناءً على تلك المعلومات. ومع ذلك، فإن مثل هذا الإفصاح العام يؤثر بعض المخاوف الجديدة^(٢)؛ نظرًا لأن البائعين على المكشوف يجب أن يكشفوا عن هويتهم وفقًا لنص المادة (٩) من ذات اللائحة المذكورة^(٣)، الأمر الذي يؤدي بالمشاركين الآخرين في السوق إلى تبني نفس استراتيجية المديرين المشهورين وهو ما يُشار إليه بسلوك القطيع Herd Behavior^(٤). ونتيجة لذلك، لن تعكس تحركات السوق القيمة الأساسية لأسهم الشركات. كما سيقلل الإفصاح العام من

(١) تُوصف كفاءة السوق بأنها الهدف المركزي لتنظيم بورصات الأوراق المالية، والسبب الرئيسي لتنظيم تداول الأوراق المالية.

(٢) لمزيد من التفصيل، راجع:

- Wyman,(O.), The effects of short-selling public disclosure regimes on equity markets A comparative analysis of US and European markets, 2010, pp.13-25. Available at: https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/archive/2010/OW_EN_FS_2010_ShortSelling_PublicDisclosureRegimes.pdf & Bernal,(O.), Herinckx,(A.), and Szafarz,(A.), "Which short-selling regulation is the least damaging to market efficiency? Evidence from Europe", Op.Cit, pp.244-246.

(3) "Any notification or disclosure under Article 5, 6, 7 or 8 shall set out details of the identity of the natural or legal person who holds the relevant position,..."

(4) European Securities and Markets Authority, Annual Report, 2018, p.34. available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_annual_report_2018.pdf

اكتشاف الأسعار بكفاءة ويزيد من التقلبات. وعلاوة على ما سبق، فإن الإفصاح العام عن صافي المراكز القصيرة وتحديد هوية البائعين على المكشوف من شأنه أن ييسر عمليات الانتقام من قبل الجهات المصدرة، بما في ذلك البيانات العدائية، والإجراءات القانونية. وذلك، حتى عندما يكون البيع على المكشوف مبرراً بسبب الوضع المالي الأساسي لأي شركة بعينها. فمثل تلك المخاطر من شأنها أن تردع البائعين على المكشوف عن العمل وأن تقوض كفاءة السوق. ونتيجة لهذا فإن المستثمرين سوف يستثمرون قدرأ أقل من أموالهم في الأسواق حيث يكون الإفصاح العام مطلوباً، ويبحثون بدلاً من ذلك عن أسواق لا تتطلب مثل هذا الإفصاح العام، لاستثمار باقي أموالهم. مما يمكن معه القول بأن القيود التنظيمية بشكل غير مباشر في تخصيص الموارد في السوق^(١). وتلك النتيجة، لا يمكن أن تكون نية المنظمين قد اتجهت إلى تحقيقها؛ نظراً لتأثيرها الضار على أسواق الاتحاد الأوروبي مقارنة بالأسواق الأخرى^(٢). ولهذا يمكننا القول بأن التزامات الإفصاح العام تنتقص إلى حد كبير من الفوائد التي يوفرها البيع على المكشوف، على الرغم من أن لائحة الاتحاد المذكورة تنص على أن المتطلبات يجب أن تتناول المخاطر المحددة دون الانتقاص غير المبرر من الفوائد التي يوفرها البيع على المكشوف لجودة الأسواق وكفاءتها^(٣).

(1) Elineau,(R.B.), "Regulating Short Selling in Europe After the Crisis", Op.Cit, p.75 & Report of Committee of European Securities Regulators, Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime, CESR/10-088, Mar. 2010, p.12, available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_088.pdf

(2) Howell,(E.), Short selling reporting rules: a greenfield area, Op.Cit, p.83.

(٣) راجع الفقرة (٥) من ديباجة لائحة الاتحاد رقم ٢٣٦ لسنة ٢٠١٢ سابق الإشارة إليها

=

٤ - نظام تمييز أوامر البيع على المكشوف Marking Regime:

على الرغم من أن نهج الإفصاح عن صافي المراكز القصيرة هو النهج السائد في معظم دول العالم لتحقيق الشفافية بشأن عمليات البيع على المكشوف، إلا أنه على الرغم من ذلك، يوجد نهج آخر – وتتبناه بعض الدول بالفعل كالولايات المتحدة الأمريكية^(١) - لتحقيق شفافية عمليات البيع على المكشوف، ألا وهو نهج تمييز أوامر البيع على المكشوف المرسلة للتنفيذ من قبل شركات السمسرة.

وعلى الرغم من تبني الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق – في الوقت الحالي- نظام الإفصاح لتحقيق شفافية عمليات البيع على المكشوف، إلا أنها في ذات الوقت تبحث في تطبيق النهج الثاني أيضًا ليكونا معًا جنبًا إلى جنب لتحقيق مستوى الشفافية المطلوب. وتقر الهيئة بأن نظام تمييز أوامر البيع على المكشوف له مزاياه وعيوبه، فالمعلومات المتعلقة بالمركز القصير الإجمالي Aggregate Short Position في سهم واحد يمكن أن تساعد السوق في الحكم على المدى الذي يؤدي به البيع على المكشوف إلى انخفاض سعر هذا السهم، وأيضًا مدى عبء أوامر الشراء المحتملة عندما يقرر البائعون على المكشوف إغلاق مراكزهم. كما يمكن لهذا النهج أيضًا أن يمنح السلطات التنظيمية بيانات في الوقت الفعلي عن البيع على المكشوف،

=

“it is important to address the potential risks arising from short selling and credit default swaps in a harmonised manner. The requirements to be imposed should address the identified risks without unduly detracting from the benefits that short selling provides to the quality and efficiency of markets. While in certain situations it could have adverse effects, under normal market conditions, short selling plays an important role in ensuring the proper functioning of financial markets, in particular in the context of market liquidity and efficient price formation”.

(١) راجع: القاعدة (٢٠٠/ز) من اللائحة SHO سابق الإشارة إليها.

بما في ذلك الأنشطة اليومية، وهو أكثر ملاءمة للإشراف الدقيق على المعاملات. وتدرك الهيئة بأنه بطبيعة الحال، هناك عيوب متأصلة في البيانات تنشأ من آليات التجميع، ولكن في الدول التي لا تتوفر فيها بيانات أخرى، مثل بيانات إقراض الأسهم، يبدو أن مثل تلك المعلومات تضيف قيمة. ومع ذلك تُقر الهيئة بأن الفوائد الناتجة عن تنفيذ نظام وضع العلامات محدودة، وأن من شأن تنفيذه زيادة بعض المخاوف الجديدة؛ حيث أنه لا يزود المنظمين بمعلومات حول المراكز القصيرة المتعلقة في السوق أو يمكنهم بالضرورة من تحديد أي مراكز قصيرة كبيرة، الأمر الذي يؤدي إلى تكوين صورة غير مكتملة ومضللة. وعلاوة على ذلك، فإن تنفيذ نظام وضع العلامات سيكون مكلفاً للغاية من الناحية التشغيلية لكل من الوسطاء ومنصات التداول^(١)، ولا يوجد حالياً أي دولة عضو في الاتحاد الأوروبي بخلاف اليونان لديها البنى التحتية اللازمة لتنفيذ نظام تمييز العلامات^(٢).

الفرع الثالث

نهج المشرع المصري بشأن تنظيم البيع على المكشوف

لم يرق المشرع المصري بتنظيم نشاط البيع على المكشوف أو كما يُطلق هو عليه نشاط " اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع " إلا في عام ٢٠٠٥ وذلك بموجب قرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم ١٩٢ لسنة ٢٠٠٥ بشأن تعديل بعض

(١) يشير العمل الذي قامت به هيئة الخدمات المالية في المملكة المتحدة إلى أن تطبيق نظام التأشير سيكون باهظ التكلفة. وأن الفوائد المحدودة التي ستجلبها لن تبرر تكاليف التنفيذ والامتثال الباهظة (والتي قد تصل إلى ٢ مليون جنيه إسترليني لكل شركة). راجع:

- Elineau,(R.B.), "Regulating Short Selling in Europe after the Crisis", Op.Cit, p.76.

(2)Report of Committee of European Securities Regulators, Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime, Op.Cit, p.6.

أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(١). وعلى الرغم من ذلك التنظيم، فإنه لم يصدر أي قرار تنظيمي بهذا الشأن إلا في عام ٢٠١٩ وذلك بصدر قرار رئيس هيئة الرقابة المالية رقم (٢٦٨) لسنة ٢٠١٩ - سابق الإشارة إليه- بشأن قواعد عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع. كما لم يتم البدء في تفعيل ذلك النشاط في البورصة المصرية إلا في ١ ديسمبر ٢٠١٩^(٢)، وذلك بعد أن انتهت كل من البورصة المصرية وشركة الايداع المركزي من إعداد وتجهيز النظم الآلية والمتطلبات الفنية للعمل بذلك النشاط.

وعلى الرغم من تأخر المشرع المصري كثيرًا في تفعيل نشاط البيع على المكشوف في السوق المصري، وبصفة خاصة مع إقراره وتفعيله لآلية الشراء بالهامش منذ عام ٢٠٠٥. إلا أن مسلك المشرع المصري على أيه حال مسلك محمود، فكلا النشاطين يكبح جماح الآخر، ويعمل إقرار العمل بهما معًا على ضبط إيقاع السوق.

وبنظرة متأنية على القواعد القانونية التي سنها المشرع بشأن البيع على المكشوف ومدى توافقها مع مبادئ منظمة IOSCO بشأن التنظيم الفعال للبيع على المكشوف سابق الإشارة إليها، فإننا نجد أن المشرع المصري كان موفقًا في تبنيه بشكل كبير لمضمون تلك المبادئ المنصوص عليها، وذلك على النحو التالي:

(١) منشور بالوقائع المصرية، العدد ١٤٥، بتاريخ ٢٩ يونية ٢٠٠٥.

(٢) راجع موقع الهيئة العامة للرقابة المالية، على الرابط التالي:

http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_news/efsa_750.htm

يتضمن النظام القانوني لآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع العديد من التدابير القانونية للحد من مخاطر البيع على المكشوف كقواعد تقييد الأسعار^(١)، وكذلك متطلبات الاقتراض المسبق للبيع^(٢)، وكذلك ضرورة توافر معايير معينة للأوراق المالية المسموح عليها بمزاولة تلك الآلية^(٣). كما استخدام المشرع متطلبات الهامش Margin requirements أيضًا كأداة للتحكم في البيع على المكشوف^(٤).

كما تبني المشرع المصري نظام الإفصاح على عمليات البيع على المكشوف من خلال التقارير الإلزامية؛ حيث تلتزم شركة السمسرة وأمين الحفظ بأن يُخطرا كلا من الهيئة والبورصة في أول يوم عمل من كل أسبوع وعند طلب الهيئة أو البورصة بتقارير تتضمن بيانات معينة عن عمليات البيع على المكشوف في السوق^(٥). كما أن عليهما أيضًا موافاة شركة الإيداع المركزي بالبيانات والمعلومات والتقارير بشأن عمليات البيع على المكشوف^(٦). وعلى شركة الإيداع المركزي موافاة الهيئة والبورصة بتقرير شهري يتضمن إجمالي رصيد الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل شهر لكل شركة مصدرة ونسبتها لإجمالي الأوراق المالية المتداولة لهذه الشركة، وعلى البورصة نشر هذا التقرير على الشاشات المعدة لذلك^(٧).

(١) المادة (١/٢٩٩ ب) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

(٢) المادة (١/٢٩٩ أ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

(٣) المادة (٢٩٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

(٤) المادة (٢٩٩ مكرر/٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

(٥) المادة (٢٩٩ مكرر/٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

(٦) المادة (١٠) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

(٧) المادة (٢/ ٢٩٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليهما.

ويظهر لنا، أن المشرع المصري قد أخذ بكل من نظام الإفصاح العام ونظام الإفصاح الخاص للجهات للرقابية القائمة على أمر بورصة الأوراق المالية. كما أنه لم يأخذ بنظام الإبلاغ بتميز عمليات الاقتراض بغرض البيع عن غيرها من عمليات البيع التقليدية، وإن كانت أوامر بيع الأوراق المالية المقترضة تكون مميزة بالنسبة لكل شركة سمسرة قامت بإدخال هذه النوعية من الأوامر.

وعلاوة على ما سبق، لم يكتفِ المشرع المصري بسن قواعد قانونية صارمة بشأن البيع على المكشوف، بل إنه قد أخضعه لنظام إنفاذ صارم وفعال وملزم لجميع الأطراف، وذلك من خلال السلطات التي تملكها الجهات الرقابية في مصر بداية من الرقابة على منح التراخيص للشركات بمزاولة نشاط البيع على المكشوف، ومروراً بالرقابة عليها أثناء مزاولة النشاط، وانتهاءً بالإشراف عليها أثناء توقفها عن مزاولة ذلك النشاط^(١). وتقوم الهيئة بهذا الدور الرقابي من خلال: ١- الاطلاع والحصول على جميع البيانات والمستندات المتعلقة بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع من شركة السمسرة^(٢) عن طريق خط الربط الإلكتروني. ٢- مراجعة الإخطارات التي تقدمها شركة السمسرة وأمين الحفظ^(٣). ٣- التفطيش على شركات السمسرة وأمناء الحفظ ومراجعة الدفاتر والحسابات الخاصة بهم والمتعلقة بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

(١) حيث لا يقف دور الهيئة الرقابية عند منح الترخيص للشركة ورقابيتها أثناء ممارسة نشاطها فحسب ولكنه يمتد ليشمل وقف الشركة لنشاطها أو تصفية أعمالها، فلا بد وأن يتم ذلك بموافقة الهيئة وتحت إشرافها، وذلك حرصاً على مصالح كافة الأطراف المتعاملة مع الشركة. وقد نصت المادة ٣٣ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه "لا يجوز لأية شركة وقف نشاطها أو تصفية عملياتها إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة، وذلك بعد التثبت من أن الشركة أبرأت ذمتها نهائياً من التزاماتها وفقاً للشروط والإجراءات التي يحددها مجلس إدارة الهيئة".

(٢) انظر: المادة (٢٩٢/ب) من ذات اللائحة السابقة.

(٣) المادة (١٠) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه.

وقد نصت المادة (١١) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ سابق الإشارة إليه على أن " للهيئة حماية لاستقرار السوق أو مصالح المتعاملين فيه وقف تعامل شركة السمسرة بآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع لمدة معينة أو وقف الآلية، وذلك في ضوء الأحكام الواردة بقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيًا لهما"^(١).

وجدير بالذكر أنه قد تم قبول انضمام الهيئة للدول المستوفاة للقدرات الرقابية الخاصة بمذكرة التفاهم " جدول A " وذلك خلال المؤتمر السنوي للمنظمة والذي انعقد خلال الفترة من ١٣-١٧ مايو ٢٠١٢ بالصين. وترجع أهمية توقيع الهيئة على هذه المذكرة ودعوتها للانضمام لجدول "A" إلى ما يعكسه ذلك من توافر جميع المعايير الدولية والعالمية في البيئة الرقابية في مصر مما يساعد على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المصري وبموجب هذه المذكرة فإنه يمكن للهيئة الحصول على المعلومات من الهيئات الرقابية في الدول الأخرى وذلك لمساعدتها في الاجراءات الرقابية على التعاملات في مجال أسواق الأوراق المالية سواء في السوق الأولى أو في سوق التداول مما يعزز من قدرة الهيئة عند التحقيق في الجرائم المالية التي تتم عبر الحدود^(٢).

كما تتمتع البورصة المصرية بسلطات واسعة للتأكد من مدى التزام أعضائها بضوابط التعامل بالبورصة، والتطبيق السليم لأحكام قانون سوق رأس المال وقانون الإيداع والقيود المركزي، أو لائحتهما التنفيذية، أو القرارات الصادرة

(١) ولمزيد من التفصيل حول سلطات الهيئة، راجع نصوص المواد (٢١ مكرر، ٢٢، ٣٠، ٣١) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ سابق الإشارة إليه.

(٢) راجع موقع الهيئة العامة للرقابة المالية على الرابط التالي:

http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/cma_pages/iosco_page1.htm

تنفيذاً لهما^(١). وتنص المادة (٢١) من قانون سوق رأس المال سابق الإشارة إليه على أنه " يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار. ويكون له إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتم بسعر لا مبرر له. كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه..."

وعلى الرغم من أهمية النص على استثناءات صريحة ومحددة بشأن بعض قواعد البيع على المكشوف، وذلك اتساقاً مع المبدأ الرابع من مبادئ منظمة IOSCO سابق الإشارة إليه. إلا أن المشرع المصري لم ينص على أي استثناءات واردة على القواعد المنظمة لذلك النشاط. فعلى الرغم إضافة المشرع لنشاط صانع السوق إلى مجالات أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها بالمادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. وتعريفه لذلك النشاط بأنه توفير السيولة الدائمة للأوراق المالية المقيدة بإحدى بورصات الأوراق المالية التي يلتزم بصناعة سوقها وذلك بضمان التعامل عليها خلال جلسة التداول^(٢). وعلى الرغم من النص في معايير مزاولة نشاط صانع السوق على أنه يجوز لصانع السوق ممارسة نشاطي الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع

(١) انظر في تفصيل ذلك المواد (٧-١٠) من قواعد العضوية الصادرة بقرار رئيس مجلس إدارة البورصة رقم ١٥٦ لسنة ٢٠١٤ بتاريخ ٢٠١٤/٥/١١. متاح على الرابط التالي:

[https://www.egx.com.eg/getdoc/47d8db6c-a2b0-4efb-986f-10f4e24f5b02/membership-rules-22-01-2020-\(1\).aspx](https://www.egx.com.eg/getdoc/47d8db6c-a2b0-4efb-986f-10f4e24f5b02/membership-rules-22-01-2020-(1).aspx)

(٢) المادة (١) من قرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٢٩٣ لسنة ٢٠٠٧ بشأن إضافة نشاط صانع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. والمنشور بالوقائع المصرية، عدد ٢٥٤، بتاريخ: ٢٠٠٧/١١/٧.

على الأوراق التي يقوم بصناعة سوقها، وذلك متى كانت هذه الأوراق مسموحاً بالتعامل عليها وفقاً لهذين النشاطين^(١). إلا أننا لم نجد أي نص يسمح ببعض الاستثناءات لصانع السوق عند قيامه بمزاولة اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع على الأوراق التي يقوم بصناعة سوقها.

وربما يُفسر مسلك المشرع المصري بأن نشاط البيع على المكشوف هو وافد جديد على السوق المصري، ومن ثم يجب أن يُحاط بسياساتٍ عالٍ من الضوابط الصارمة – على الأقل في بداية تطبيقه- مقارنة بالدول الأخرى المستقر لديها العمل بذلك النشاط منذ فترة زمنية طويلة، وذلك حتى لا يُساء استخدامه من قبل المتعاملين في السوق. وبطبيعة الحال، فإن ما يُسفر عنه التطبيق العملي لذلك النشاط في السوق، هو العامل الحاسم في تخفيف بعض القيود المنصوص عليها بشأن ذلك النشاط، أو على العكس من ذلك تشديدها أكثر مما هي عليه.

(١) البند الخامس من معايير مزاولة نشاط صانع السوق المرفقة بقرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٢٩٣ لسنة ٢٠٠٧ سالف الذكر.

الخاتمة

تناولنا في هذه الدراسة الجوانب القانونية لنظام البيع على المكشوف في بورصة الأوراق المالية. وقد توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتوصيات، نُجملها في الآتي:

أولاً- النتائج:

- على الرغم من أن البيع على المكشوف نظام قديم يرجع تاريخه إلى القرن السابع عشر، إلا أنه نظام مستحدث على معظم الأسواق الناشئة ومنها السوق المصري. فبالرغم من تنظيم المشرع المصري لنشاط اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بداية من عام ٢٠٠٥، إلا أن السوق المصري لم يبدأ في تفعيل ذلك النشاط إلا في عام ٢٠١٩ بصدور قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

- تتباين الدول في تشريعاتها المختلفة بشأن تحديد ما يُشكل عملية بيع على المكشوف.

- إن البيع على المكشوف هو سلاح ذو حدين، ولا يمكن الاستفادة من مزاياه وجنيها إلا في ظل بيئة تنظيمية صارمة وفعالة، لا تترك مجالاً للتلاعب بالسوق من خلال استخدام ذلك النشاط. ويختلف نهج الدول المتبع في تنظيم البيع على المكشوف بشكل عام، كما يتباين أيضًا ذلك النهج باختلاف الظروف السائدة. ومع ذلك، فإن السياسة غالبًا ما تكون العامل الرئيسي في تشكيل تنظيم قواعد البيع على المكشوف، ويميل المنظمون إلى الاستجابة لمثل هذه الدوافع، الأمر الذي يُنتج نقصًا في التقارب الدولي بين تنظيمات البيع على المكشوف في الدول المختلفة.

- إن آلية البيع على المكشوف تدعم جانب العرض في سوق الأوراق المالية، بينما يعمل الشراء بالهامش على تدعيم جانب الطلب، ومن ثم فإن تحقيق التوازن بين جانبي العرض والطلب في أي سوق من أسواق الأوراق المالية يستلزم تبني كل من آليتي البيع على المكشوف والشراء بالهامش معاً؛ حيث أن كل منهما يعمل على كبح جماح الآخر.
- حظر المشرع المصري صراحة البيع على المكشوف العاري أو غير المغطى بأي صورة كانت، وذلك بأن استلزم سبق اقتراض الأوراق المالية قبل القيام بأي عملية بيع على المكشوف.
- تختلف الاستجابات التنظيمية للمخاطر التي يُشكلها البيع على المكشوف عبر الأنظمة القانونية المختلفة. فلم تعتمد بعض الدول ضوابطاً محددة بشأن البيع على المكشوف ولكنها عالجت بعض المخاطر المصاحبة بشكل غير مباشر من خلال ضوابط التسوية ومتطلبات الهامش وغيرها من التدابير المماثلة. بينما يسمح البعض الآخر بالبيع على المكشوف، لكنهم يفرضون درجات متفاوتة من الضوابط على ذلك النوع من النشاط.
- إن المشرع المصري كان موفقاً في تبنيه بشكل كبير لمضمون مبادئ منظمة IOSCO بشأن التنظيم الفعال للبيع على المكشوف. على الرغم من أنه لم يسمح ببعض الاستثناءات لصانع السوق عند قيامه بمزاولة البيع على المكشوف على الأوراق التي يقوم بصناعة سوقها.
- إن ارتفاع تكلفة الحصول على النظام الإلكتروني الخاص بآلية البيع على المكشوف قد ساهم في إحجام العديد من شركات السمسرة على التعامل بتلك

الآلية، واقتصار الأمر على شركات السمسرة الكبرى القادرة على تحمل تلك التكاليف.

- تتولى شركات السمسرة وفقاً للنظام الحالي المهمة الكاملة في آلية البيع على المكشوف، فيقع على عاتقها إيجاد العميل المقرض وتوقيع عقد ثلاثي بين العميل المقرض والعميل المقترض وشركة السمسرة التي تكون الضامن في تلك العملية.

- إن أمناء الحفظ وفقاً للنظام الحالي، ومن خلال اختيار العميل المقرض لعدد معين من شركات السمسرة التي يرغب في تنفيذ عملية الاقتراض معها، هم من يتحكمون في تسليم الأسهم للشركات التي ترغب فيها دون وضع معايير محايدة في ذلك.

- يتم استثمار حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة من تاريخ الاقتراض لصالح العميل المقرض وحده، وذلك في وثائق استثمار صناديق النقد أو حسابات جارية ذات عائد، ويتم تحويل صافي العائد بالكامل إلى حساب العميل المقرض بعد خصم العمولات والمصاريف المستحقة لشركة السمسرة المعنية. بينما يتم استثمار الضمانة النقدية المقدمة من العميل المقترض - في حالة موافقته على ذلك- في ذات أوجه الاستثمار السابقة، ويتم الاتفاق على توزيع العائد بين العميل المقترض وشركة السمسرة.

- يقتصر دور شركة مصر للإيداع والقيود المركزي وفقاً لقواعد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع في مصر على تسوية الأسهم وتنفيذ تحويل الأوراق المالية المقترضة من حساب العميل المقرض إلى حساب العميل المقترض، والعكس عند إنهاء عملية الاقتراض.

- إن الاقتصاد السياسي **Political Economy**، وليس الأدبيات الاقتصادية **Economic literatures**، هو الذي لعب دورًا جوهريًا في تشكيل قواعد البيع على المكشوف الأوروبية النهائية، من خلال رد الفعل السريع لأزمة الديون السيادية، والتي تمثل في وضع البائعين على المكشوف ككبش فداء- على الرغم من أنهم ليسوا سبب أزمة الديون- بدلاً من مواجهة المشاكل الحقيقية التي تواجه الاتحاد الأوروبي.

ثانيًا- التوصيات:

في نهاية هذه الدراسة، نخلص إلى جملة من التوصيات، نُجملها في الآتي:

- ضرورة العمل على توسيع نطاق الأوراق المالية المقبولة للتعامل عليها بنظام البيع على المكشوف لتشمل أنواعًا أخرى من الأوراق المالية بدلاً من قصرها على مجموعة معينة من الأسهم.

- ضرورة أن يكون لشركة مصر للإيداع والقيود المركزي دور أساسي في عملية البيع على المكشوف، وذلك من خلال عمل صندوق واحد لتسليف الأسهم، ويتم وضع أسهم العملاء الذين يرغبون في إتاحتها للإقراض لمستثمرين آخرين مقابل نسبة فائدة محددة. فوجود صندوق لتسليف الأسهم بشكل مستمر ومتاح في أية وقت، سيساهم في تنفيذ عمليات اقتراض الأسهم بغرض البيع بشكل كبير. وبالتالي تستطيع شركات السمسرة طلب الأسهم المراد اقتراضها من مكان واحد محايد دون التعرض إلى رغبة أو مصلحة أمناء الحفظ في تسليف الأسهم المتاحة لديه بوعاء الاقتراض إلى شخص معين دون غيره.

- ضرورة العمل على تخفيض تكاليف النظام الالكتروني الخاص باقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، وذلك حتى يتاح للعديد من شركات السمسرة المتوسطة والصغيرة التعامل بتلك الآلية.
- إعادة النظر في السماح مستقبلاً ببعض الاستثناءات من قواعد البيع على المكشوف لأنواع معينة من المعاملات من أجل أداء أكثر كفاءة وتطوراً للسوق كمنشآت صانع السوق، مع تحديد تلك الأنشطة المستثناة بوضوح وعلى سبيل الحصر وبطريقة لا تحتمل أي تأويل أو تفسير في تعريفات الأنشطة المستثناة.
- ضرورة الوقوف باستمرار على أفضل وأحدث الممارسات في شأن تنظيم البيع على المكشوف على المستوى الدولي، وصولاً إلى بيئة تنظيمية وقانونية محكمة أكثر اتساقاً مع القواعد العالمية المعمول بها في هذا الشأن، خصوصاً في ظل عولمة الأسواق المالية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- البورصة المصرية، آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع " دليل بداية التطبيق". متاح على الرابط التالي:
[https://www.egx.com.eg/getdoc/4d6b950a-c1b8-4955-aa12-8049365aded9/Short-Selling-Book-\(1\).aspx](https://www.egx.com.eg/getdoc/4d6b950a-c1b8-4955-aa12-8049365aded9/Short-Selling-Book-(1).aspx)
- د/ سامي عبد الباقي أبو صالح، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة – دراسة خاصة في اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، الشراء بالهامش، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.
- د/ عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ٢٠٠٦.
- د/ محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠١٩.
- د/ محمود فكرى عبد الصادق الشاهد، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٢٠.
- د/ هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٥.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- Ali,(P.U.), **Regulating Short Sales in the 21st Century**, In: Gregoriou,(G.N.), Ed, **Handbook of Short Selling**, Elsevier, USA, 2012.
- Angel,(J.J.) and McCabe,(D.M.), "The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling", **Journal of Business Ethics**, Vol. 85, Supplement 1: 14th Annual Vincentian International Conference on Justice for the Poor: A Global Business Ethics (2009). Available at: <http://www.jstor.org/stable/40294836>
- Arturo,(B.), Goetzmann,(W.N.) and Ning,(Z.), **Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World**, **Journal of Finance**, Vol.62, No.3, 2007. Available at : <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2007.01230.x>
- Avgouleas,(E.), 'The Vexed Issue of Short Sales Regulation When Prohibition Is Inefficient and Disclosure Insufficient?' in Alexander,(K.) and Niamh Moloney,(N.), (eds), **Law Reform and Financial Markets** , Edward Elgar, USA, 2011.
- "Short Sales Regulation in Seasoned Equity Offerings:

What Are the Issues?" in Prentice,(D.), and Arad Reisberg,(A.), (eds), Corporate Finance Law in the UK and EU ,Oxford University Press, Oxford, 2011.

- Avramovic,(A.), What Happened When Traders' Shorts Were Pulled Down?, Credit Suisse Market Commentary, 29 September 2008. Available at: https://finpko.ku.edu/myssi/FIN425/Articles%20on%20Liquidity%20Crisis%20of%20Sept%202008/SEC_Short_Ban_Credit%20Suisse_Sep-29-08.pdf
- Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions, Recommendations for securities settlement systems, 2001. Available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d46.pdf>
- Beber,(A.), and Pagano,(M.), "Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis, Journal of Finance, vol. 68, No. 1, 2013. available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2012.01802.x>
- Bernal,(O.), Herinckx,(A.), and Szafarz,(A.), "Which short-selling regulation is the least damaging to market efficiency? Evidence from Europe". International Review

of Law and Economics, Vol. 37, 2014,pp.244-256. Available at:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0144818813000872>

- Blau,(B.M.) and Whitby,(R.J.),"How does short selling affect liquidity in financial markets?" , Finance Research Letters, Vol 25, June 2018. available at: <https://www.sciencedirect.com/science/%20article/abs/pii/S1544612317303562>
- Boehmer,(E.) and Julie,(W.U.), "Short Selling and the Price Discovery Process", Review of Financial Studies , Vol. 26, No. 2, 2013. Available at: <https://ssrn.com/abstract=%20972620>
- Boehmer,(E.), Jones,(C.M.), and Zhang,(X.), Which shorts are informed?, Journal of Finance, Vol. 63, No. 2, 2008. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2008.01324.x>
- Brunnermeier,(M.K.), and Oehmke,(M.), "Predatory Short Selling". Review of Finance, Vol.18, No.6, 201. Available at: <https://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/002/213/437/RUG01->

002213437_2015_0001_AC.pdf

- Choudhry,(M.), The REPO Handbook (Securities Institute Global Capital Markets) , 2^{ed} , Butterworth-Heinemann, USA, 2010.
- Christoffersen,(S.), Geczy,(C.), Musto,(D.) and Reed,(A.), "How and Why do Investors Trade Votes, and What Does it Mean?" working paper, Wharton School of Business, University of Pennsylvania, March 2004. Available at: <http://web.hec.ca/scse/articles/Christoffersen.pdf>
- Christopher,(L.C.) and Heaton,(J.B.), " The Economics of Naked Short Selling", Regulation, spring 2008. Available at: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2008/2/v31n1-6.pdf>
- Curley,(M.T.), "Margin Trading from A to Z: A Complete Guide to Borrowing, Investing and Regulation", John Wiley & Sons, New Jersey, 2008.
- Drake,(M.S.), Rees,(L.L) and Swanson,(E.P.), Should Investors Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers, The Accounting Review, Vol. 86, No. 1, 2011.

Available at: <https://ssrn.com/abstract=1269427>

- DUBIL,(R.), An Arbitrage Guide to Financial Markets, John Wiley & Sons, England, 2004.
- Duffie,(D.), Garleanu,(N.), and Pedersen,(L.H.), Securities lending, shorting and pricing, Journal of Financial Economics, Vol. 66, No. 3, 2002. Available at: https://mplbci.ekb.eg/MuseProxyID=1105/MuseSessionID=08100d59e/MuseProtocol=https/MuseHost=www.jstor.org/MusePath/stable/pdf/40294836.pdf?ab_segments=0%252Fbasic_SYC-5187_SYC-5188%252Fcontrol
- DYCK,(A.), MORSE,(A.), and ZINGALES,(L.), “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?”, The Journal of Finance, Vol. 65, No. 6, 2010. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.2010.01614.x>
- Elineau,(R.B.), "Regulating Short Selling in Europe After the Crisis", Brigham Young University International Law & Management Rev, vol.8, No.2, 2012. Available at: <https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.bing.com/&httpsredir=1&article=1098&context=ilmr>

-
- ESMA, 'Draft Technical Standards on the EU Short Selling Regulation: Consultation Paper', 2012. Available at: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/draft-technical-standards-short-selling-and-certain-aspects-credit-default>
 - European Commission, Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. 2010/0251 (COD), available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=%20CELEX:52010SC1056>
 - European Securities and Markets Authority, Annual Report, 2018. available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_annual_report_2018.pdf
 - short selling. Available at: <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/short-selling>
 - Fabozzi,(F.J.), " Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards ", John Wiley& Sons, New Jersey, 2004.
 - Fang,(V.W.),Huang,(A.) and Karpoff, (J.M.), Short Selling and Earnings Management: A Controlled Experiment , Journal of Finance, Vol 71, No. 2016, pp. 1251-1294,

Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2286818>

- Financial Services Authority, "Discussion paper on short selling", 09/1, 2009. Available at: https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2016/04/fsa_short_selling_2009.pdf
- Geczy,(C.C.), Musto,(D.K.), Christoffersen,(S.E.) and Reed,(A.V.),Vote Trading and Information Aggregation, The Journal of Finance, Vol.62, No. 6, 2007. Available at: <https://research.cbs.dk/en/publications/vote-trading-and-information-aggregation>
- Group of Thirty, Global Clearing and Settlement A Plan Of Action, 2003. available at : https://group30.org/images/uploads/publications/G30_GlobalClearingSettlement.pdf
- Gruenewald,(S.N.), Wagner,(A.F) and Weber,(R.H),"Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited", International Journal of Disclosure & Governance, Vol. 7, No. 2, 2010. Available at:: <https://ssrn.com/abstract=1439652>
- Hauwermeiren,(R.V), "Short selling during and after the financial crisis: regulatory initiatives in Belgium, the United Kingdom and Europ", Master's thesis, Faculty of

Law Ghent University, 2014. Available at:
https://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/002/213/437/RUG01-002213437_2015_0001_AC.pdf

- Howell,(E.), The regulation of short sales: a politicised topic, Law and Financial Markets Review, Vol.12, No.4, 2018. Available at:
<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/17521440.2018.1535767?journalCode=rlfm20>
- Short selling restrictions in the EU and the US: a comparative analysis, Journal of Corporate Law Studies, Vol.16, No. 2, 2016. Available at:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2793812
- Is the European short selling regulation a justifiable response to the concerns posed by short selling?, PhD thesis, University of Oxford, 2015. Available at:
<https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:17262955-4bab-43ff-b6f3-5386a99f3681>
- Short selling reporting rules: a greenfield area, European Company Law, Vol. 12, No. 2, 2015. Available at:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=25365

23

- **The European Court of Justice: selling us short? European Company and Financial Law Review, Vol.11, No.3, 2014.**
Available at:
http://eprints.lse.ac.uk/101771/1/The_European_Court_of_Justice.pdf
- **International Organization of Securities Commissions, Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, 2017.**
Available at:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>
- **Objectives and Principles of Securities Regulation, 2017.**
Available at:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>
- **Regulation on Short Selling – Consultation Report, Appendix III , 2009. available at:**
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD289.pdf>
- **IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation,**

2008. Available at:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

- **IOSCO Technical Committee Members' Initiatives Relating To Restrictions on Short Sales, 2008. Available at:**
<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS129.pdf>
- **Report on Transparency of Short Selling, 2003. Available at:**
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD147.pdf>
- **"IOSCO TC SC2 Project on Transparency of Short Selling in Equity Securities. Questionnaire Responses by Question",(2003a). Available at:**
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD%20147-3.pdf>
- **Jank,(S.), Roling,(C.), and Smajlbegovic,(E.), Flying Under the Radar: The Effects of Short-Sale Disclosure Rules on Investor Behavior and Stock Prices, Bundesbank Discussion Paper No. 25, 2016. Available at:**
<https://ssrn.com/abstract=2809498>
- **Jing,(c), McMillan,(G.) and Mike,(B.),"Information**

Transmission Across European Equity Markets During Crisis Periods", The Manchester School, Vol. 86, No. 6, 2018. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3262906>

- John,(E.P.), Robert,(C.R.), Schwert,(G.) and Geoffrey (S.),"Short Sales, Damages and Class Certification in 10b-5 Actions", (July 2001). Simon School of Business Working Paper No. FR 01-19. Available at: <https://ssrn.com/abstract=%20285768%22%20https://ssrn.com/abstract=%20285768>
- Jonathan,(M.), Mark,(M.) and Jeffrey,(N.), 'Restrictions on Short Sales: An Analysis of the Uptick Rule and Its Role in View of the October 1987 Stock Market Crash', Cornell Law Review, Vol.74, No.5, 1989. Available at: <https://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol74/iss5/1>
- Juurikkala,(O.), Credit Default Swaps and the EU Short Selling Regulation: A Critical Analysis. European Company and Financial Law Review, Vol.9, No. 3, 2012. Available at: <https://www.degruyter.com/view/journals/ecfr/9/3/article-p307.xml?language=en>
- Karpoff,(J.M.) and Xiaoxia,(L.),"Short Sellers and

-
- Financial Misconduct", PhD thesis, University of Washington, 2007. Available at: <https://0811jmze8-1105-y-https-search-proquest-com.mplbci.ekb.eg/docview/304793470/fulltext78282>
- Lecce,(S.), The impact of short selling in financial markets, PhD Thesis, University of Sydney, 2011. Available at: <http://hdl.handle.net/2123/7661>
 - Li,(W.), Two essays on the effect of short-sellers, PhD thesis, Faculty of Business and Economics, University of Melbourne, 2017. Available at: <https://minerva-access.unimelb.edu.au/handle/11343/208842>
 - Liu,(H.), “ Naked short selling: Is it information-based trading?”, PhD thesis, Texas A&M University, 2012. Available at: <https://0811jmze8-1105-y-https-search-proquest-com.mplbci.ekb.eg/docview/1221543477/>
 - Loos,(L.) and Vernon,(R.), when-issued securities trading in law and practice, Yale law journal, Vol.54, No.4, 1945. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/fmii.12020>
 - Marjosola,(H.), Case C-270/12 (UK v Parliament and Council) – Stress Testing Constitutional Resilience of the
-

Powers of EU Financial Supervisory Authorities – A Critical Assessment of the Advocate General's Opinion (1 January, 2014). EUI Department of Law Research Paper No. 2014/02 (ERC ERPL 06), Available at: <https://ssrn.com/abstract=2379348> .

- **Marmol,(T.D.), ‘Short Selling: Need or Fear? Impact on Financial Markets and Implications for Regulation’, 2011. Available at: http://www.professionsfinancieres.com/docs/2012102306_174_vn_m_shortselling.-need-or-fear.pdf**
- **Massa,(M.), Zhang,(B.) and Zhang,(H.), The Invisible Hand of Short Selling: Does Short Selling Discipline Earnings Management?. Review of Financial Studies, Vol.28, No.6, 2015, pp. 1701-1736. Available at: <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/28/6/1701/1610243?redirectedFrom=fulltext>**
- **McCaffrey,(D.B), "Review of the Policy Debate Over Short Sale Regulation During the Market Crisis", Albany Law Review, Vol. 73, No.2, 2010. Aavailable at: http://www.albanylawreview.org/Articles/Vol73_2/73.2.0007%20MCCAFFREY.pdf**

-
- McGavin,(K.), ‘Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States’, *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol.30, No.1, 2010. Available at: <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1704&context=njilb>
 - Miller,(E.M.), “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion.” *The Journal of Finance*, vol. 32, No. 4, 1977. Available at: www.jstor.org/stable/2326520
 - Moffett,(C.M.), *Three essays on naked shorting*, PhD thesis , University of Alabama, 2008. Available at: <https://0811jmze8-1105-y-https-search-proquest-com.mplbci.ekb.eg/>
 - Moosa,(I.A.),"Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation", Palgrave Macmillan UK, London, 2015.
 - Nijs,(R.), *Short selling as a corporate governance tool*, Master thesis, Tilburg University, 2016. Available at: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=140843>
 - Office of Economic Analysis, ‘Analysis of Short Selling Activity During the First Weeks of September 2008’, 2008.

Available at: <https://www.sec.gov/files/s70809-369.pdf>

- Paul,(S.), What Makes Short Selling Risky: Other Short Sellers, 20 October, 2020. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3715524>
- Pan,(K.), The Regulation of Short Sellers in Australia, Company and Securities Law Journal ,Vol.37, No.8, 2020. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3671146>
- Paredes,(T.), Statement at Open Meeting and Dissent Regarding the Adoption of Amendments to Regulation SHO (the "Alternative Uptick Rule"), 2010. Available at: <https://www.sec.gov/news/speech/2010/spch022410tap-shortsales.htm>
- Purnanandam,(A.) and Seyhun,(H.N.), Do Short Sellers Trade on Private Information or False Information?. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.53, No.3, 2018. Available at: [https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/do-short-sellers-trade-on-private-information-or-false-](https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/do-short-sellers-trade-on-private-information-or-false)
- Reed, (A.V.), Short Selling, Annual Review of Financial Economics, Vol.5, No.(1), 2013, pp.245–258. Available at:

<https://www.annualreviews.org/doi/pdf/10.1146/annurev-financial-110311-101813>

- Report of Committee of European Securities Regulators, Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime, CESR/10-088, Mar. 2010. available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_088.pdf
- Safi,(P.A.C.) and Sigurdsson,(K.), “Price Efficiency and Short Selling”, Review of Financial Studies, Vol. 24, No. 3, 2011. Available at: https://www.jstor.org/stable/20869255#metadata_info_tab_contents
- Sauer,(R.C.), Selling America Short: The SEC and Market Contrarians in the Age of Absurdity, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2010.
- Schatz,(H.R.), The Characterization of Repurchase Agreements in the Context of the Federal Securities Laws, St. John’s Law Review, Vol. 61, No. 2, 1987. Available at: <https://scholarship.law.stjohns.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2025&context=lawreview>
- Shadab,(H.B.), Regulating Short Sales in the 21st Century,

-
- In: Gregoriou,(G.N.), Ed, Handbook of Short Selling, Elsevier, USA, 2012.
- Sirri,(E.R.), 'Regulatory Politics and Short Selling', University of Pittsburgh Law Review , Vol 71, No.3, 2010. Available at: <https://lawreview.law.pitt.edu/ojs/index.php/lawreview/article/view/145/145>
 - Staley,(K.F.)," The Art of Short Selling", John Wiley & Sons, Hoboken, 1997.
 - Stefano,(A.) and Pedro,(G.P.), What Does Academic Research Say about Short-Selling Bans?, WFE Research Working Papers, World Federation of Exchanges, 29 April, 2020, p.6. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3775704>
 - Stratmann,(T.), and Welborn,(J.W.), The options market maker exception to SEC Regulation SHO. Journal of Financial Markets, Vol. 16, No. 2, 2013. Available at: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1386418112000171>
 - Taulli,(T.), "All About Short Selling", McGraw-Hill Education, New York, 2011.
 - Technical Committee of International Organization of

Securities Commissions (IOSCO) and the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries (CPSS), Securities lending transactions: market development and implications, 1999. available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD96.pdf>

- U.S. Securities and Exchange Commission, Short Sale Position and Transaction Reporting: : As required by Section 417 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Technical report, 2014. Available at: <https://www.sec.gov/files/short-sale-position-and-transaction-reporting%2C0.pdf>
- “Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO”, available at: <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>
- Report of Special Study of Securities Markets, H.R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st Sess. 247 ,1963. Available at: http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1960/1963_SSMkt_Chapter_01_1.pdf

-
- Van Dillen,(J.G.), POITRAS,(G.), and Majithia,(A.), “Isaac Le Maire and the early trading in Dutch East India company shares”, *Pioneers of Financial Economics*, vol. 1, 2006. available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.693.6373&rep=rep1&type=pdf>
 - Wyman,(O.), *The effects of short-selling public disclosure regimes on equity markets A comparative analysis of US and European markets*, 2010. Available at: https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/archive/2010/OW_EN_FS_2010_ShortSelling_PublicDisclosureRegimes.pdf
 - Ye,(Q.), Zhou,(S.), and Zhang,(J.), *Short-selling, margin-trading, and stock liquidity: Evidence from the Chinese stock markets*. *International Review of Financial Analysis*, Vol.71, 2020. Available at: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521920301939?dgcid=rss_sd_all