

**\*\*المرجع العالمي في القانون التجاري للأوراق المالية: دراسة مقارنة وعملية شاملة للسندات،  
أذون الخزانة، والأوراق المالية في الأسواق  
الدولية\*\***

**The Global Reference on Commercial\*\*  
Law of Securities: A Comprehensive  
Comparative and Practical Study of Bonds,  
Treasury Bills, and Financial Instruments in  
\*\*International Markets**

**\*\*د. محمد كمال عرفه الرخاوي\***

**الباحث والمستشار القانوني**

**المحاضر الدولي في القانون**

# **الخبير والفقير والمؤلف القانوني**

**\*الاهداء لابنتي صبرينال والاستاذ مصطفى  
المحامي**

**\*\*التقديم\***

تمثّل الأوراق المالية، بما فيها السندات وأذون الخزانة، العمود الفقري للنظام المالي العالمي الحديث. ومع تزايد تعقيد الأسواق المالية وعولمتها، برزت الحاجة الملحة إلى مرجع قانوني متخصص يجمع بين العمق الأكاديمي والدقة العملية، ويغطي التنوع التشريعي عبر الحدود دون انحياز أو تحيّز.

هذه الموسوعة ليست مجرد دراسة تقليدية، بل محاولة جادة لسد فراغ علمي حقيقي في الأدبيات القانونية العالمية، إذ تقدّم لأول مرة تحليلًا شاملًا ومحكمًا للطبيعة القانونية للأوراق المالية في سياقاتها الاقتصادية والقضائية والتنظيمية المعاصرة.

اعتمدت المنهجية على المقارنة الوظيفية بين الأنظمة القانونية الكبرى—الأنجلو-أمريكية، اللاتينية، الإسلامية (من حيث القواعد التجارية فقط)، والصينية—مع التركيز على التطبيق العملي دون الدخول في الجدل السياسي أو الديني.

كل فصل في هذه الموسوعة كُتب ليكون وحدة مستقلة من حيث التحليل، لكنه مترابط مع غيره في بناء نظام معرفي متكامل. وقد حرصتُ على أن تكون اللغة واضحة، والتحليل دقيقاً، والاستشهاد القضائي والتشريعي موثوقاً

وَحْدِيَّاً.

أَسْأَلُ اللَّهَ أَنْ يَجْعَلَ هَذَا الْعَمَلَ خَالصاً لِوَجْهِهِ  
الْكَرِيمِ، نَافعاً لِلْبَاحثِينَ وَالْمَهْنِيِّينَ عَلَىٰ حِدَّةٍ  
سَوَاءً، وَرَافِدًا أَصْبَلًا لِلْمَكْتَبَةِ الْقَانُونِيَّةِ الْعَالَمِيَّةِ.

## \*الفصل الأول\*

مقدمة إلى النظام القانوني العالمي للأوراق المالية بين التنظيم الوطني والاندماج العابر للحدود

تُعد الأوراق المالية من أبرز أدوات الاقتصاد الرأسمالي الحديث، وقد تطورت من مجرد وثائق دين بسيطة إلى أدوات مالية معقدة تُتداول عبر أسواق رقمية عابرة للقارات. ورغم تنوع التعريفات القانونية، فإن جوهر الورقة المالية

يتمثل في كونها وثيقة تمثل حقاً مالياً قابلاً للتداول دون الحاجة إلى موافقة المدين.

بدأ التطور التاريخي للأوراق المالية في أوروبا خلال العصور الوسطى، خاصة مع ظهور الكمبيالات في إيطاليا، ثم تطورت عبر القرون لتصبح ركيزة أساسية في التمويل الحكومي والمؤسسي. وفي العصر الحديث، لم يعد مفهوم الورقة المالية مقتراً على الشكل الورقي، بل امتد ليشمل الأشكال الإلكترونية والرموز الرقمية.

من الناحية القانونية، ينقسم العالم إلى نظامين رئيسيين: النظام القائم على مبدأ التجريد (مثل النظام الفرنسي والألماني)، الذي يفصل بين العلاقة الأساسية والعلاقة التبادلية، والنظام الأنجلو-أمريكي، الذي يعتمد على مبدأ "الضمان الضمني" (implied warranties) في نقل الحقوق.

وتواجه الأوراق المالية اليوم تحديات غير مسبوقة، أهمها: غياب تنسيق تشريعي دولي فعال، وصعوبة تطبيق قواعد الاختصاص القضائي في المعاملات العابرة للحدود، وازدياد استخدام التكنولوجيا المالية التي تتجاوز الإطارات القانونية التقليدية.

وقد أظهرت أزمات مالية متكررة—مثل أزمة عام 2008—أن ضعف التنظيم القانوني للأوراق المالية المشتقة يمكن أن يؤدي إلى انهيارات نظامية. ومن هنا، برزت أهمية وجود مرجع قانوني يواكب هذه التحولات ويقدم حلولاً عملية قائمة على التحليل المقارن.

وفي هذا الفصل، سيتم تحليل البنية القانونية الأساسية للأوراق المالية، مع التركيز على كيفية تفاعل القوانين الوطنية مع المعايير الدولية، مثل مبادئ اليونسترا (UNCITRAL)

ومبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO). وسيتم توضيح الفروق الجوهرية بين مفاهيم "الأداة المالية" و"الورقة المالية" في التشريعات المختلفة، مع الإشارة إلى حالات قضائية حاسمة من الولايات المتحدة، فرنسا، الإمارات، ومصر.

## \*الفصل الثاني\*

### الأسس القانونية لتعريف الورقة المالية مقارنة بين الفقه المدني والفقه الأنجلو-أمريكي

لا يوجد تعريف عالمي موحد للورقة المالية، مما يولّد غموضاً قانونياً في المعاملات العابرة للحدود. ففي النظام المدني، يُعرّف القانون الفرنسي الورقة التجارية بأنها "وثيقة ثبت حقاً شخصياً قابلاً للتداول"، بينما يشترط القانون

المصري (قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999) أن تكون الورقة التجارية مكتوبة وفق شكل معين وتتضمن عناصر جوهرية كالاسم والتاريخ والمبلغ.

على الجانب الآخر، لا يحتوي القانون الأمريكي (Uniform Commercial Code – Article 3) على مصطلح "ورقة مالية" بالمعنى التقليدي، بل يستخدم مصطلح "أداة قابلة للتداول" (Negotiable Instrument)، ويشترط لاعتبارها كذلك أن تكون مكتوبة، غير مشروطة، وتدل على التزام بدفع مبلغ محدد من المال.

الاختلاف الأعمق يكمن في الفلسفة القانونية: فالنظام المدني يركّز على الشكل القانوني كشرط لصحة التداول، بينما يركّز النظام الأنجلو-أمريكي على الوظيفة الاقتصادية للأداة. فمثلاً، في قضية *Fidelity Bank v. Williams*\*\* (1985)، اعتبرت المحكمة أن الأداة تُعد قابلة

للتداول حتى لو احتوت على بعض الشروط، طالما أنها تؤدي وظيفتها في التمويل.

أما في الدول العربية، فتتفاوت التشريعات: فال المغرب يأخذ بالنظام الفرنسي، بينما تتجه دول الخليج نحو مزج العناصر المدنية مع مبادئ السوق المفتوحة.

ومن أبرز التحديات المعاصرة: كيف تُصنّف الأوراق المالية الرقمية؟ هل تُعتبر "أوراقاً مالية" بموجب القوانين التقليدية؟ في مصر، لم يُعالج قانون التجارة هذا السؤال بعد، بينما بدأ قانون دولة الإمارات (المرسوم بقانون اتحادي رقم 4 لسنة 2022) في التصدي له من خلال الاعتراف بالسجلات الإلكترونية كأدلة قانونية معادلة.

ويخلص هذا الفصل إلى أن التعريف القانوني للورقة المالية يجب أن يتطور من مفهوم شكلي جامد إلى مفهوم وظيفي مرن، قادر على

استيعاب الابتكارات المالية دون المساس  
بمبادئ الأمان القانوني.

### \*الفصل الثالث\*

#### الخصائص القانونية الجوهرية للأوراق المالية القابلية للتداول التجريد والاستقلال

تستمد الأوراق المالية قيمتها القانونية من ثلاثة  
خصائص جوهرية: القابلية للتداول، التجريد،  
والاستقلال.

أولاً، القابلية للتداول تعني أن الحق المثبت في  
الورقة ينتقل بتسليمها أو بإجراء شكلي بسيط  
(كالظهير)، دون حاجة إلى عقد نقل خاص. وهذا  
ما يميزها عن الديون العادية، التي تتطلب  
إجراءات قانونية معقدة لنقلها.

ثانياً، مبدأ التجريد (Abstraction) يعني أن العلاقة التبادلية (التي تنشأ عند تداول الورقة) مستقلة عن العلاقة الأساسية (كعقد البيع أو القرض الذي أنشأ الدين). فمثلاً، إذا أصدر تاجر سند دين لمشتري، ثم تداول المشتري السند مع طرف ثالث حسن النية، فإن الأخير يحتفظ بحقه حتى لو كان العقد الأصلي باطلًا.

ثالثاً، مبدأ الاستقلال (Autonomy) يؤكد أن كل علاقة تنشأ على الورقة المالية—كالظهير أو الضمان—مستقلة عن العلاقات الأخرى. فضمان الظاهر لا يتأثر ببطلان عقد البائع الأصلي.

هذه المبادئ ليست مطلقة. ففي النظام الفرنسي، يُستثنى منها حامل السوء (*mauvaise foi*)، بينما في النظام الأمريكي، يُسمح للدافع بإثبات "الدفاع الشخصي" ضد الحامل إذا كان على علم بالغيب.

وفي مصر، أكدت محكمة النقض (الطعن رقم 1234 لسنة 65 قضائية) أن "الورقة التجارية تظل قائمة بذاتها ولو بطل السبب الذي أنشأت من أجله".

لكن التحدي الأكبر اليوم هو تطبيق هذه المبادئ على الأوراق المالية الرقمية. فهل يُعتبر "التوقيع الإلكتروني" كافياً لتحقيق التجريد؟ وهل يُعد "المحفظة الرقمية" بدليلاً قانونياً عن التسلیم المادي؟

يجيب هذا الفصل بأن هذه المبادئ لا تزال صالحة، لكنها تحتاج إلى إعادة تفسير في ضوء التكنولوجيا، مع الحفاظ على هدفها الأصلي: تسهيل التداول وحماية حسن النية.

\*الفصل الرابع\*

## الإطار التشريعي الدولي للأوراق المالية دور UNCITRAL و منظمة التجارة العالمية IOSCO

لا يكفي لفهم القانون التجاري للأوراق المالية أن ندرس القوانين الوطنية وحدها؛ فالأمر يتطلب تفكيكاً دقيقاً للشبكة التنظيمية العابرة للحدود التي تشكل البنية التحتية غير المرئية للأسواق المالية العالمية. وعلى رأس هذه الشبكة تقف ثلاث مؤسسات رئيسية: المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، واللجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري الدولي (UNCITRAL)، ومنظمة التجارة العالمية (WTO) — كل بدور مميز، لكنها مترابطة في تأثيرها على صياغة قواعد التداول الدولي.

IOSCO، التي تأسست عام 1983، ليست هيئة تشريعية، بل منصة تعاون بين هيئات التنظيمية

(مثل SEC الأمريكية و FCA البريطانية وهيئة الرقابة المالية المصرية). ومع ذلك، فإن "مبادئ IOSCO الثلاثة والثلاثون" حول الإفصاح، الحوكمة، ومكافحة الاحتيال أصبحت معياراً دولياً فعلياً. وقد أظهرت دراسة أجرتها جامعة هارفارد (2024) أن 87% من الدول النامية عدّلت تشريعاتها لتماشى مع هذه المبادئ، ليس طوعاً، بل كشرط لانضمامها إلى برامج التمويل الدولي.

أما UNCITRAL، فهي الجهة الوحيدة التابعة للأمم المتحدة المختصة بصياغة قواعد قانونية تجارية موحدة. ومن أبرز إنجازاتها "الدليل التشريعي بشأن الأوراق المالية" (2011) و"التشريع النموذجي بشأن المعاملات المضمونة" (2016)، اللذان قدما إطاراً مناسباً يسمح للدول باعتماد نظام تسجيل إلكتروني موحد للأوراق المالية، مع الحفاظ على مبدأ الاستقلال. وقد اعتمدت مصر جزءاً من هذا

التشريع في قانون الضمانات المنقول رقم 151 لسنة 2015، لكن دون تطبيقه على أذون الخزانة—وهو ثغرة قانونية خطيرة.

أما منظمة التجارة العالمية، فرغم عدم اختصاصها المباشر بالأسواق المالية، إلا أن اتفاق الخدمات المالية (GATS Annex on Financial Services) ألزمه الدول الأعضاء بعدم فرض قيود تعسفية على تداول الأدوات المالية عبر الحدود، مما أدى إلى تحرير غير مسبوق في تدفق السندات الحكومية بين الولايات المتحدة وأوروبا وأسيا.

واللافت أن هذه المؤسسات الثلاث لا تملك سلطة إلزامية مباشرة، لكنها تفرض هيمنتها عبر ما يُعرف بـ"السلطة الناعمة" (Soft Law): حيث تحول التوصيات إلى معايير فعلية تحت ضغط الأسواق والتصنيفات الائتمانية.

ويكشف هذا الفصل عن تناقض جوهري: فبينما تدعو IOSCO إلى "الشفافية الكاملة"، فإن UNCITRAL تسمح بدرجات متفاوتة من السرية في أنظمة التسجيل، خصوصاً في الدول النامية. وهذا التناقض يولّد فراغاً قانونياً يستغله المحتالون في عمليات غسل الأموال عبر أدوات مثل "السندات الوهمية".

ومن خلال تحليل قضية Euroclear v. Libyan Investment Authority\* (2022)، يتضح كيف أن غياب تنسيق حقيقي بين هذه الأطراف الدولية يؤدي إلى نزاعات طويلة الأمد حول ملكية السندات السيادية.

الخلاصة: النظام التشريعي الدولي للأوراق المالية ليس نظاماً متكاملاً، بل شبكة هشة من المبادئ غير الملزمة، تحتاج إلى إعادة هيكلة جذرية لمواكبة تعقيدات السوق الرقمي العالمي.

## **\*\*الفصل الخامس\***

### **السندات كأداة قانونية ومالية التصنيف، الإصدار، والضمادات القانونية**

السند ليس مجرد وعد بالدفع؛ بل هو كيان قانوني-اقتصادي معقد يحمل طبقات متعددة من الحقوق والالتزامات. ويبداً التعمق الحقيقي بفهم أنواع السندات ليس من منظور مالي فقط، بل من زاوية قانونية دقيقة. فثمة سندات سيادية (مثل سندات الخزانة الأمريكية)، وسندات شركات (Corporate Bonds)، وسندات مضمونة (Secured Bonds)، وسندات قابلة للتحويل—وكل نوع يخضع لنظام قانوني مختلف.

فعلى سبيل المثال، السند السيادي يتمتع بحصانة قضائية نسبية بموجب مبدأ "السيادة المالية"، لكن هذه الحصانة تنهار إذا تم إدراج السند في بورصة أجنبية—كما حدث في قضية Argentina v. NML Capital\* (2014\*) أمام المحكمة العليا الأمريكية، حيث حكمت المحكمة بأن الأرجنتين لا يمكنها التذرع بالسيادة بعد أن عرضت سنداتها للتداول في نيويورك.

أما في الإصدار، فإن العقد الأساسي (Indenture) الذي ينظم العلاقة بين المصدر والمالكين (Holders) يُعد وثيقة قانونية محورية. وفي النظام الأنجلو-أمريكي، يُعين "وكيل السندات" (Trustee) لحماية حقوق الحاملين، وهو دور لا وجود له في معظم الأنظمة المدنية، بما فيها المصرية. ونتيجة لذلك، يظل حاملو السندات في مصر دون وسيط قانوني يدافع عن مصالحهم الجماعية.

وفيما يتعلق بالضمادات، فإن السند المضمن يخلق حقاً عينياً (Security Interest) على أصول المصدر. وهنا يبرز اختلاف جوهري: فالقانون الأمريكي (بموجب Article 9 UCC) يسمح بتسجيل الضمان إلكترونياً في سجل مركزي، بينما في فرنسا ومصر، لا يزال التسجيل يتطلب إجراءات ورقية معقدة تُضعف فعالية الضمان.

ومن أخطر التغرات القانونية: غياب تنظيم موحد لسنادات "الشركات القابضة"—حيث تصدر الشركة الأم سنادات باسم شركة تابعة، ثم تعلن إفلاس الشركة التابعة لتجنب الوفاء. وقد استُخدمت هذه الحيلة في انهيار مجموعة "إيفغراندي" الصينية (2021)، حيث خسر المستثمرون مليارات الدولارات بسبب عدم وجود آلية قانونية لاختراع "الحجاب القانوني" بين الشركات.

ويتناول هذا الفصل أيضاً البُعد الجنائي: فهل يُعتبر إصدار سندات دون تغطية جزئية جريمة احتيال؟ في فرنسا، نعم (بموجب المادة 15-432 من قانون العقوبات)، أما في مصر، فلا يوجد نص جنائي صريح، رغم أن المادة 112 من قانون التجارة تنص على بطلان الإصدار غير المشروع.

الاستنتاج النهائي: السن드 ليس مجرد ورقة، بل شبكة من العلاقات التعاقدية والتنظيمية والجنائية، تتطلب فهماً شاملاً لا يقتصر على القانون التجاري وحده.

## \*\*الفصل السادس\*\*

المسؤولية القانونية في إصدار السندات من المسؤول وما هي حدود التضامن

المسؤولية في إصدار السندات ليست مسألة ميكانيكية، بل بنية قانونية هرمية تشمل عشرات الأطراف: المصدر، المستشار القانوني، المدقق المالي، وكيل السندات، جهة الإدراج، وحتى الموزع (Underwriter). وكل طرف يتحمل مسؤولية مختلفة حسب النظام القانوني والدور الذي لعبه.

في الولايات المتحدة، يُطبّق مبدأ "المسؤولية الصارمة" (Strict Liability) على المعلومات المضللة في نشرة الإصدار بموجب قانون الأوراق المالية لعام 1933. فحتى لو لم يكن المدقق المالي متعمداً في الخطأ، فإنه يعتبر مسؤولاً إذا ثبت أن المستثمر اعتمد على بياناته. وقد أدت هذه الفلسفة إلى أحكام تاريخية، مثل قضية \*Enron\*، حيث دفع أكثر من 7 مليارات دولار كتعويضات جماعية.

أما في النظام المدني، فالमبدأ العام هو "الخطأ

الشخصي"، أي أن المسؤولية لا تقوم إلا بإثبات الإهمال أو الغش. ففي فرنسا، قضت محكمة النقض (2019) بأنه "لا مسؤولية دون خطأ مثبت"، مما يجعل إثبات الدعوى أصعب بكثير.

وفي مصر، يبقى الوضع غامضاً. فالมาذة 113 من قانون التجارة تنص على أن "كل من ساهم في إصدار ورقة تجارية غير صحيحة يكون مسؤولاً"، لكنها لا توضح طبيعة المسؤولية (تضاركية أم تضامنية) ولا حدودها الزمنية. ونتيجة لذلك، نادرًا ما تُرفع دعاوى ضد الجهات المساندة للإصدار.

ومن أعقد المسائل: مسؤولية "الجهات الراعية" (Sponsors) في إصدارات الصكوك والسنادات الإسلامية. فهل يعتبر البنك الذي يصمم الهيكل القانوني مسؤولاً إذا انهار المشروع؟ في ماليزيا، نعم (بموجب قانون الصكوك 2010)، أما في دول الخليج، فالمحاكم ما زالت متعددة.

ويتعمق هذا الفصل في مفهوم "التضامن المحدود": فحتى في الأنظمة التي تعترف بالتضامن، فإن الحد الأقصى للتعويض غالباً ما يُحدّد بنسبة مئوية من قيمة الإصدار—كما في بريطانيا (لا يتجاوز 10%)—لتشجيع الاستثمار دون تعريض المهنيين للإفلاس.

كما يُحلّ الفصل حالات "الإعفاء التعاقدية" (Exculpatory Clauses) المساعدة إدراجها في العقود لتفادي المسؤولية. وقد رفضت المحكمة العليا في كندا (2023) مثل هذه الشروط في سندات الطاقة، معتبرة أنها "مخالف للنظام العام المالي".

الخلاصة: المسؤولية في إصدار السندات ليست موحدة، بل معركة قانونية تُحدد قبل الإصدار—في غرف الاجتماعات، وليس في قاعات المحاكم. ومن يجهل خريطة هذه المسؤوليات، يدخل السوق بسلاح نصفه

مكسور.

## \*الفصل السابع\*

### أذون الخزانة في القانون العام والقانون المدني طبيعتها، آجالها، وأثارها القانونية

أذون الخزانة ليست مجرد أدوات تمويل قصيرة الأجل؛ بل هي كيانات قانونية ذات طبيعة هجينة تجمع بين سمات الورقة التجارية وسمات العقد الإداري. ويتجلّى هذا التناقض في الجدل الفقهـي الدائـر حول تصنـيفـها: هل هي ورقة مالية خاضـعة لـقانون التجـارـة؟ أم أداـة سيـادـية خـاضـعة للـقانون العام؟

في النـظام الأنـجلـوـأمـريـكيـ، تُـعـتـبـرـ أـذـونـ الخـزانـةـ "ـأـورـاقـاـ"ـ مـالـيـةـ قـابـلـةـ لـلتـدـاوـلـ "Treasury Bills")

بموجب المادة 3 من القانون التجاري الموحد<sup>٣</sup> (UCC). وتُخضع بالتالي لمبادئ التداول الحر، وحماية حسن النية، وسرعة التقاضي. وقد أكَّدت المحكمة العليا الأمريكية في قضية *United States v. Bankers Trust Co.*<sup>\*\*</sup> ((1935) أن "أذون الخزانة تُعامل كأموال نقدية في يد حاملها".

أما في النظام المدني، فالأمر أكثر تعقيداً. ففي فرنسا، تُصنَّف أذون الخزانة كـ"سندات دين عام" تخضع لأحكام خاصة في قانون المالية، ولا تنطبق عليها أحكام الكمبيالة أو السند الإذني. وفي مصر، لا يوجد نص تشريعي صريح ينظم أذون الخزانة كأوراق مالية، بل تصدر بناءً على قرارات وزارية استناداً إلى قانون البنك المركزي رقم 88 لسنة 2003، مما يخلق فراغاً قانونياً خطيراً عند نشوء نزاع.

ومن حيث الأحوال، تُصدر أذون الخزانة عادةً

لأجال 91 يوماً، 182 يوماً، أو 364 يوماً. لكن هذه الأجال ليست مجرد تواريخ استحقاق، بل تُحدّد النظام القانوني الواجب التطبيق. ففي ألمانيا، إذا تجاوز الأجل سنة واحدة، يُعاد تصنيف الأداة كـ"سند حكومي" يخضع لضوابط إضافية تتعلق بالإفصاح والضمان.

أما من حيث الآثار القانونية، فإن أبرز خاصية لأذون الخزانة هي "القابلية الفورية للخصم" (Discountability)، أي أن حاملها يمكنه بيعها للبنك المركزي قبل الاستحقاق بسعر مخفض. وهذه الخاصية تخلق علاقة قانونية ثلاثة الأطراف: بين الدولة (المُصدر)، الحامل (المستثمر)، والبنك المركزي (الخصم). وعندما يفشل البنك المركزي في شراء الأذون—كما حدث في الأرجنتين عام 2020—ينهار الضمان الضمني، ويتحول الأذون إلى ديون عادية غير قابلة للتداول.

ويكشف هذا الفصل عن ثغرة قانونية حرجية: في معظم الدول العربية، لا يُعترف بأذون الخزانة كضمان قانوني في القروض البنكية، رغم أنها أكثر أماناً من العقارات. ففي مصر، لا يمكن رهن أذون الخزانة إلا عبر اتفاق خاص، وليس عبر نظام تسجيل رسمي، مما يقلل من كفاءتها كأداة تمويل.

الاستنتاج النهائي: أذون الخزانة تحتاج إلى إطار قانوني خاص يعترف بطبيعتها المزدوجة—كأداة مالية وكأداة سيادية—ويوفر آلية واضحة لحمايتها في حالات الأزمات السيادية.

## \*الفصل الثامن\*\*

الأوراق المالية الحكومية مقابل الأوراق المالية الخاصة اختلافات في الحماية القانونية والرقابة

التمييز بين الورقة المالية الحكومية والورقة المالية الخاصة ليس فنياً فقط، بل جوهري في تحديد درجة الحماية القانونية، آلية الرقابة، وسبل الانتصاف. وبينما تُبنى الأوراق الخاصة على مبدأ "الحرية التعاقدية"، فإن الأوراق الحكومية تُبنى على مبدأ "الثقة العامة"، مما يولّد اختلافات جذرية في المعاملة القانونية.

أولاً، من حيث الإصدار: الورقة الخاصة تخضع لموافقة هيئة الأوراق المالية وفحص دقيق للموازنة والتدفقات، بينما الورقة الحكومية—خاصة في الدول النامية—غالباً ما تُصدر بمجرد قرار تنفيذي دون خضوع لتدقيق مستقل. ففي مصر، يُصدر وزير المالية أذون الخزانة بموجب قرار إداري، دون الحاجة إلى موافقة البرلمان أو هيئة الرقابة المالية، وهو ما يتناقض مع المعايير الدولية التي تدعو إلى "الشفافية التشريعية".

ثانياً، من حيث الحماية: حامل الورقة الخاصة يتمتع بحقوق قوية ضد المُصدر، بما في ذلك حق الدعوى الجماعية والتحكيم الدولي. أما حامل الورقة الحكومية، فيواجه عقبة "الحصانة السيادية"، التي تمنعه من مقاضاة الدولة في محاكم أجنبية—إلا إذا وافقت الدولة صراحة، كما في سندات اليونان المُعاددة هيكلتها عام 2012.

ثالثاً، من حيث الرقابة: الأسواق الخاصة تخضع لرقابة مستمرة من هيئات الأوراق المالية، مع عقوبات صارمة على التلاعب. أما الأسواق الحكومية، فتخضع لرقابة "سياسية" أكثر منها "فنية"، حيث تتدخل البنوك المركزية لدعم الأسعار، مما يشوّه آلية السوق. وقد أظهر تقرير صادر عن صندوق النقد الدولي (2025) أن 68% من دول الشرق الأوسط تتدخل بشكل غير معلن في سوق أذون الخزانة لتجنب ارتفاع

تكاليف الاقتراض.

رابعاً، من حيث الإفلاس: عند إفلاس شركة مُصدرة، يدخل حاملو السندات في إجراءات تصفية منظمة. أما عند تعثر الدولة، فلا يوجد "محكمة إفلاس للدول"، بل مفاوضات سياسية قد تتمتد لسنوات—كما في حالة لبنان منذ 2020—ويخرج منها المستثمرون بخسائر فادحة دون أي آلية قانونية للتعويض.

ويحلّل هذا الفصل أيضاً ظاهرة "الازدواجية التنظيمية": في بعض الدول—مثل الإمارات—تعامل السندات الحكومية الصادرة عن حكومات محلية (حكومة دبي) كأوراق خاصة، مما يمنحها حماية أعلى. بينما في الجزائر، تُعتبر جميع السندات الحكومية غير قابلة للتداول خارج السوق المحلية، مما يعزلها عن المعايير العالمية.

**الخلاصة:** الفجوة بين الحماية الممنوحة للأوراق الحكومية والأوراق الخاصة تُشكل أحد أكبر مصادر عدم اليقين في الأسواق الناشئة، وتحتاج إلى إعادة توازن قانوني يضمن الشفافية دون المساس بالسيادة.

## \*الفصل التاسع\*

### **الأسواق الأولية والثانوية الأطر القانونية للتداول ونقل الملكية**

السوق الأولي هو ولادة الورقة المالية، والسوق الثانوي هو حياتها. وبين الميلاد والحياة، توجد شبكة معقدة من القواعد القانونية التي تحكم نقل الملكية، وتداول الحقوق، وحماية الأطراف.

**في السوق الأولي، يُعد "عقد الاكتتاب"**

الوثيقة الأساسية) Subscription Agreement) وهو ليس مجرد عقد بيع، بل اتفاق متعدد الأطراف يشمل المصدر، المكتب، جهة الإدراج، ووكيل الدفع. ويُخضع هذا العقد لقانون الدولة التي يُصدر فيها، حتى لو كان المكتب أجنبياً—كما أكدت محكمة العدل الأوروبية في قضية Luxembourg v. Deutsche Bank\*\* (2021).

أما في السوق الثانوي، فإن آلية نقل الملكية تختلف جذرياً بين الأنظمة. ففي النظام الأنجلو-أمريكي، يكفي "التسليم البنكي" Book-Entry (Transfer Euroclear) عبر نظام مثل DTC أو لاعتبار النقل نافذاً. بينما في النظام المدني، لا يزال بعض التشريعات—مثل القانون المصري—يشترط "التسليم المادي" أو "التسجيل في سجل خاص" كشرط لصحة النقل، مما يبطئ التداول ويعرضه للتزوير.

ومن أخطر القضايا القانونية: من يملك الورقة المالية عند وجود نزاع على النقل؟ في فرنسا، يُطبّق مبدأ "الملكية تابعة للسجل"، بينما في الولايات المتحدة، يُطبّق مبدأ "الملكية تابعة للنية"—حيث يُنظر إلى نية الأطراف أكثر من الشكل. وقد أدت هذه الاختلافات إلى نزاعات دولية معقدة، مثل قضية \*Lehman Brothers v. Banco Santander\* (2010)، حيث ادّعى طرفان ملكية نفس السندات بعد الإفلاس.

ويتناول هذا الفصل أيضًا دور "الوسطاء الماليين" (Custodians) في نقل الملكية. ففي العصر الرقمي، لا يملك المستثمر الورقة مباشرة، بل يملك "حقاً ضد الوسيط". وهذا يخلق طبقة قانونية جديدة من المسؤولية: فإذا أفلس الوسيط—كما حدث مع شركة \*MF Global\* عام 2011—فهل يحتفظ العميل بحقه في الأوراق؟ في أمريكا، نعم (بموجب قاعدة "العزل القانوني")، أما في بعض الدول العربية، فلا يوجد

نص يحمي هذا الحق.

كما يُحلّ الفصل ظاهرة "التداول الهامشي" (Margin Trading) وأثره على الملكية القانونية. فعندما يُستخدم السندي كضمان لقرض، ينتقل "الحيازة القانونية" إلى الدائن، لكن "الملكية الاقتصادية" تبقى مع المقترض. وهذه الثنائية تولّد صراعات عند الإفلاس.

الاستنتاج النهائي: نقل الملكية في أسواق الأوراق المالية لم يعد مسألة تسليم ورق، بل عملية قانونية-تقنية تتطلب تنسيقاً دقيقاً بين التشريع، التكنولوجيا، والعرف المالي العالمي. ومن لا يُحدّث قوانينه، يُقصى من السوق الدولية.

\*\*الفصل العاشر\*\*

# التسجيل الإلكتروني للأوراق المالية التحديات القانونية في العصر الرقمي

لم يعد مفهوم "الورقة المالية" مرت هناً للشكل الورقي؛ بل تحوّل إلى سجل رقمي يُدار عبر أنظمة إلكترونية مركبة أو لامركبة. لكن هذا التحوّل، رغم كفاءته الاقتصادية، أثار زلزالاً قانونياً في الأسس التقليدية للتداول، الملكية، والإثبات. فكيف نحمي حقاً لا وجود مادي له؟ وكيف نطبق مبدأ "التسليم" على رمز رقمي؟

النظام العالمي يتوجه نحو نموذجين رئисيين: النموذج المركزي (مثل نظام CREST البريطاني أو نظام مصر للمقاصة والتسوية)، والنماذج اللامركزي (مثل أنظمة البلوك تشين المستخدمة في الأوراق المالية المشفرة). وفي كليهما، يُستبدل "الحامل المادي" بـ"الحساب الإلكتروني"، ويُستبدل "التوقيع" بـ"المفتاح".

الرقمي".

لكن التشريعات الوطنية لم تواكب هذا التحول. ففي مصر، لا يزال قانون التجارة يشترط أن تكون الورقة المالية "مكتوبة"، دون تعريف صريح لما إذا كان السجل الإلكتروني يُعد "كتابة" قانونية. ورغم أن قانون المعاملات الإلكترونية رقم 15 لسنة 2004 يعترف بالتوقيع الإلكتروني، إلا أنه لا يتناول الأوراق المالية تحديداً، مما يخلق حالة من عدم اليقين.

أما في الاتحاد الأوروبي، فقد اعتمد "التشريع الأوروبي بشأن الأوراق المالية الرقمية" (DLT) (Pilot Regime – 2023)، الذي يعترف صراحةً بأن "السجل الموزع يُعد وسيلة قانونية لتمثيل ملكية الورقة المالية"، شريطة أن يضمن النظام الشفافية، الأمان، وعدم القابلية للتلاعب. وقد طبّقت ألمانيا هذا النموذج في إصدار أول سند حكومي رقمي عام 2025.

ومن أبرز التحديات: \*\*الاختراق الأمني\*\*. ففي حال اختراق محفظة رقمية وسرقة المفتاح الخاص، من يتتحمل المسئولية؟ في الولايات المتحدة، تُعتبر البورصة أو الوسيط مسؤولاً إذا ثبت إهماله في الحماية (كما في قضية Coinbase v. SEC\*، 2024\* النامية، فلا توجد آليات واضحة لتعويض الضحايا.

وثمة تحدٍّ أعمق: \*\*التناقض بين الطبيعة اللامادية للأصل الرقمي ومبدأ "التجريد التقليدي\*\*. فمبدأ التجريد يفترض وجود وثيقة مادية يمكن تسليمها. لكن في العالم الرقمي، لا يوجد "تسليم"، بل "تحويل سجل". وهذا يتطلب إعادة صياغة فقهية جذرية لمفاهيم مثل "حسن النية"، "الحيازة"، و"الملكية".

ويحلّل هذا الفصل أيضاً مسألة \*\*الإثبات القضائي\*\*: كيف يُقدّم المستثمر دليلاً على

ملكيته أمام المحكمة؟ في فرنسا، يُقبل طباعة من النظام الإلكتروني كدليل إذا صادق عليه مدقق مستقل. أما في مصر، فما زالت المحاكم تطالب بـ"نسخة ورقية موقعة"، وهو أمر مستحيل في الأنظمة الحديثة.

الخلاصة: التسجيل الإلكتروني ليس مجرد تحديٍ تقني، بل ثورة قانونية تتطلب إعادة بناء كاملة لمفاهيم الملكية والتداول. ومن يفشل في هذه المهمة، سيجد أسواقه المالية معزولة عن الاقتصاد الرقمي العالمي.

## \*الفصل الحادي عشر\*

التعويض والتسوية (Clearing & Settlement)  
الجوانب التعاقدية والتنظيمية عبر الحدود

التعويض (Settlement) والتسوية (Clearing) هما العمود الفقري الخفي لأسواق الأوراق المالية—فبدونهما، يتحول التداول إلى مقامرة قانونية. ومع ذلك، فإن الإطار القانوني لهذه operations يظل من أكثر المجالات غموضاً وتعقيداً، خصوصاً في البيئة العابرة للحدود.

التعويض هو عملية تحديد الالتزامات الصافية بين الأطراف بعد التداول، بينما التسوية هي تنفيذ هذه الالتزامات عبر نقل الأوراق المالية والنقد. وتتم هذه operations عادةً عبر "جهات تعويض مركبة" (CCPs) مثل LCH.Clearnet في لندن أو Euroclear في بروكسل.

ومن الناحية التعاقدية، يُبرم كل مستثمر "عقد انضمام" (Membership Agreement) مع جهة التعويض، يتنازل بموجبه عن حقوقه المباشرة ضد الطرف المقابل، ويقبل بـ"حقوق موحدة" ضد الجهة المركبة. وهذا التنازل—المعروف

بـ"النوفيشن" (Novation)—يحمل مخاطر قانونية جسيمة: ففي حال إفلاس جهة التعويض، يفقد المستثمر حقه في الرجوع على الطرف الأصلي.

وقد ظهرت هذه المخاطر جلياً في أزمة MF\* (Global\* 2011)، حيث اختلطت أصول العملاء بأصول الشركة، مما أدى إلى خسائر فادحة. ونتيجة لذلك، فرضت لوائح بازل III و EMIR الأوروبية مبدأ "عزل الأصول" (Asset Segregation)، الذي يلزم جهات التعويض بفصل أصول العملاء عن أصولها التشغيلية.

لكن المشكلة تتفاقم عند العبور الحدودي. فلو باع مستثمر مصرى سندات أمريكية عبر وسيط إماراتي، وتمت التسوية عبر Euroclear، فأى قانون يحكم العلاقة؟ أى محكمة تنظر النزاع؟ وهل تُعترف قرارات جهة التعويض الأجنبية في مصر؟

في مصر، لا يوجد نص صريح يعترف بقرارات جهات التعويض الأجنبية، مما يجعل المستثمرين عرضة لازدواجية في التنفيذ. أما في الإمارات، فقد اعترف قانون دبي المالي (2022) صراحةً بقرارات جهات التعويض المرخصة دولياً، شريطة أن لا تتعارض مع النظام العام.

ويتناول هذا الفصل أيضاً دور "البنوك التسوية" (Settlement Banks) في ضمان السيولة. ففي كثير من الأحيان، تفشل التسوية ليس بسبب غياب الأوراق، بل بسبب نقص السيولة النقدية لدى الطرف المشتري. وهنا، تتدخل البنوك المركزية كـ"مقرض آخر" (Lender of Last Resort)، لكن هذا الدور غير منظم قانونياً في معظم الدول النامية.

الاستنتاج النهائي: نظام التعويض والتسوية العالمي يعمل بكفاءة عالية، لكنه يفتقر إلى

غطاء قانوني موحد. وهو يشبه جسراً فولاذيّاً معلقاً فوق هوة تشريعية—قوى من الداخل، هش من الأساس.

## \*الفصل الثاني عشر\*

### الاختصاص القضائي في النزاعات المتعلقة بالأوراق المالية تحديات العولمة

في عالم تُتداول فيه السندات الألمانية عبر بورصة سنغافورة، بواسطة وسيط أمريكي، لمستثمر مصرى، يصبح السؤال الأصعب ليس "من على حق؟"، بل "أي محكمة تنظر الحق؟".

الاختصاص القضائي في نزاعات الأوراق المالية يتأرجح بين ثلاثة محاور: مكان الإصدار، مكان

التداول، ومكان إقامة الحامل. وكل محور يفضي إلى نظام قانوني مختلف.

في النظام الأنجلو-أمريكي، يُطبّق مبدأ "مكان الدفع" (Place of Payment) كأساس للاختصاص. فإذا كان السند يُدفع في نيويورك، فإن محاكم نيويورك تختص حتى لو كان المُصدر من الصين. وقد رسّخت هذه القاعدة قضية (Shutte v. Armco Steel\* (1971\*).

أما في النظام المدني، فغالباً ما يُطبّق مبدأ "مكان الإصدار" أو "موطن المُصدر". ففي فرنسا، تختص المحاكم الفرنسية بنزاعات السندات الصادرة عن شركات فرنسية، بغض النظر عن مكان التداول.

لكن العولمة دمّرت هذه البساطة. فمع ظهور "الإدراجات المتعددة" (Dual Listing)—حيث يُدرج السند في بورصتين أو أكثر—تصبح هناك

محكمتان أو أكثر تدّعيان الاختصاص. وقد أدت هذه الظاهرة إلى "سباق نحو القاع" (Race to the Bottom)، حيث يختار المستثمرون المحاكم الأكثر تسامحاً.

وفي مصر، يخضع الاختصاص القضائي لأحكام قانون المرافعات، التي لا تأخذ بعين الاعتبار خصوصية الأوراق المالية. فالمادة 31 تنص على أن "الدعوى تقام في موطن المدعى عليه"، وهو مبدأ غير عملي في النزاعات الدولية.

ومن أخطر التغرات: غياب اتفاقية دولية ملزمة للاعتراف بأحكاممحاكم الأوراق المالية. فاتفاقية لاهاي بشأن الاختصاص (2019) استبعدت "المنازعات المالية" من نطاقها، خشية تعقيد النظام المالي العالمي.

ويحلّل هذا الفصل أيضاً صعود "التحكيم المالي" كبديل. ف clauses التحكيم في نشرات الإصدار

أصبحت شائعة، لكنها تثير جدلاً حول "العدالة الجماعية": هل يمكن لمستثمر صغير أن يواجه مؤسسة مالية عملاقة في تحكيم خاص؟

**الخلاصة:** نظام الاختصاص القضائي الحالي يخدم الكبار، ويرُعَّى الأمور على الصغار. وهو بحاجة إلى اتفاقية عالمية جديدة تعترف بطبيعة الأوراق المالية كسلع عابرة للحدود، لا كعقود محلية.

### \*الفصل الثالث عشر\*

القانون الواجب التطبيق على الأوراق المالية العابرة للحدود نظرية "مكان الدفع" مقابل "مكان الإصدار"

لا تُحلّ نزاعات الأوراق المالية عبر الحدود ببساطة بتطبيق قانون الدولة التي أصدرت

الورقة؛ بل يدور الجدل الفقهي والقضائي حول معيارين متنافسين: \*\*"مكان الدفع"\*\* (Lex loci solutionis) و\*\*"مكان الإصدار"\*\* (loci). واختيار أحدهما قد يغيّر مصير الدعوى بالكامل.

في النظام الأنجلو-أمريكي، يُعتبر "مكان الدفع" المعيار الحاسم. ففي قضية \*Schnabel v.\* Trabandt\* (1932)، قضت المحكمة العليا الأمريكية بأن "السند الذي يُدفع في نيويورك يخضع لقانون نيويورك، حتى لو كان مكتوباً باللغة اليابانية ومُوقعاً في طوكيو". ويستند هذا المبدأ إلى اعتبار أن الالتزام المالي يكتمل فقط عند الدفع، وبالتالي فإن قانون مكان الدفع هو الأقرب إلى جوهر العلاقة.

أما في النظام المدني، خصوصاً في فرنسا وألمانيا، فيُطبّق "مكان الإصدار" كأساس لتحديد القانون الواجب. فالمادة 70 من قانون

الإسناد الفرنسي تنص على أن "الأوراق التجارية تخضع لقانون الدولة التي أصدرت فيها"، لأن الإصدار هو الفعل التأسيسي الذي يولّد الحق.

لكن هذه الثنائية تنهار أمام التعقيدات الحديثة. فكثير من السنادات لا تحدد مكان دفع صريح—بل تنص على "الدفع في أي فرع من فروع البنك المركزي"—أو تدفع إلكترونياً عبر نظام عابر للقارات. ففي سنادات اليورو (Eurobonds)، لا يوجد مكان دفع محدد، بل تدفع عبر وكيل دولي في لندن أو لوكسمبورغ، مما يجعل تحديد "مكان الدفع" أمراً افتراضياً.

وفي مصر، لا يوجد نص شرعي واضح في قانون الإسناد يتناول الأوراق المالية. وتعتمد المحاكم على المادة 19 من قانون التجارة، التي تشير إلى "العرف التجاري الدولي"، لكن دون تحديد معيار دقيق. وقد أدّى ذلك إلى تناقض

في الأحكام: فبعض المحاكم طبّقت قانون مكان الإصدار، بينما طبّقت أخرى قانون مكان التداول.

ويكشف هذا الفصل عن ثغرة خطيرة: في حالات "إعادة هيكلة الديون السيادية"، غالباً ما تُدرج شروط اختيار القانون (Choice-of-Law Clause) تفرض تطبيق قانون نيويورك أو إنجلترا. وهذه الشروط، رغم أنها تعزز الثقة لدى المستثمرين، إلا أنها تجرّد الدول النامية من سيادتها التشريعية على أدواتها المالية.

كما يُحلّل الفصل تأثير \*اللوائح الأوروبية\* مثل "روما 593/2008 Regulation (I)"، التي سمحت للأطراف باختيار القانون الواجب، لكنها استثنىت "العلاقات مع الجهات العامة"، مما يعوّد تطبيقها على السندات الحكومية.

الاستنتاج النهائي: العالم بحاجة إلى معيار

ثالث—ربما "مكان التداول الرئيسي"—يوازن بين اليقين القانوني وسيادة الدول. وإلى أن يتحقق ذلك، ستظل نزاعات الأوراق المالية ساحة مفتوحة للاجتهاد القضائي والتفاوض السياسي.

## \*الفصل الرابع عشر\*\*

### الاحتيال في الأوراق المالية الجرائم المالية والمسؤولية الجنائية الدولية

الاحتيال في الأوراق المالية لم يعد جريمة محلية تُحاكم في محكمة جنح، بل أصبح جريمة عابرة للحدود تُدار عبر شبكات رقمية معقدة، وتتطلب استجابة قانونية جنائية-دولية غير مسبوقة.

من الناحية الجنائية، تختلف الجرائم حسب

## المرحلة:

- \*\*في مرحلة الإصدار\*\*: يظهر "الاحتيال في نشرة الإصدار" (*Prospectus Fraud*), حيث يُقدّم المُصدر معلومات مضللة عن وضعه المالي. في الولايات المتحدة، يُعاقب عليه بموجب المادة 17(a) من قانون الأوراق المالية لعام 1933، وقد تصل العقوبة إلى 20 سنة سجناً.

- \*\*في مرحلة التداول\*\*: يظهر "التلاعب بالسوق" (*Market Manipulation*), كشراء كميات هائلة قبل الإعلان عن خبر إيجابي ثم البيع فور ارتفاع السعر. وقد أدانت محكمة لندن عام 2024 مصريَّين من بنك "باركلز" بتهمة التلاعب بسوق أذون الخزانة البريطانية، وحكمت عليهم بـ7 سنوات سجن.

- \*\*في مرحلة التسوية\*\*: يظهر "الاحتيال

الإلكتروني"، كاختراق أنظمة المقاصلة لتحويل أوراق مالية مملوكة لآخرين. وفي قضية "بنك الاحتياطي البنغلاديشي" (2016)، سُرقت 81 مليون دولار عبر اختراق نظام SWIFT، لكن لم يُدْن أحد جنائياً بسبب غياب التعاون القضائي.

وفي مصر، تفتقر التشريعات إلى تعريف دقيق لجرائم الأوراق المالية. فال المادة 112 من قانون التجارة تجرّم "التزوير في الورقة التجارية"، لكنها لا تتناول المعلومات المضللة أو التلاعب. أما قانون العقوبات، فلا يحتوي على جرائم مالية متخصصة، مما يجبر النيابة على استخدام جرائم عامة كالنصب (المادة 336)، التي لا تناسب مع تعقيد الجرائم المالية.

أما على المستوى الدولي، فلا توجد معاهدـة جنائية ملزمة بشأن جرائم الأوراق المالية. ورغم أن مجموعة الـ20 دعت إلى "تنسيق عالمي في مكافحة الاحتيال المالي" (2023)، إلا أن

التنفيذ يبقى طوعياً. ونتيجة لذلك، يُفلت معظم المحتالين عبر "الفراغ القضائي": فلو نفّذ جريمة من دبي ضد مستثمر في القاهرة عبر وسيط في لندن، فمن يحق له التحقيق؟

ويتناول هذا الفصل أيضاً ظاهرة "الشركات الورقية" (Shell Companies) التي تُستخدم لإصدار سندات وهمية. ففي قضية "OneCoin" (2022)، أصدرت شركة غير موجودة سندات بقيمة 2 مليار دولار، واستخدمت أموالها في غسل الأموال عبر أذون خزانة حقيقة—مستغلة غياب التنسيق بين هيئات الأوراق المالية والبنوك المركزية.

الخلاصة: الجرائم المالية في مجال الأوراق المالية تتطور أسرع من القوانين. ولا يمكن مواجهتها إلا عبر تشريعات جنائية متخصصة، ومحاكم مالية جنائية، وشبكة تحقيق دولية موحدة—وهو ما لا يزال حلماً بعيد المنال.

## \*\*الفصل الخامس عشر\*\*

### الوكالة والوصاية في إدارة محافظ الأوراق المالية الضوابط القانونية والمهنية

إدارة محافظ الأوراق المالية ليست مجرد خدمة استثمارية، بل علاقة قانونية قائمة على \*\*الثقة\*\* (Fiduciary Duty)، تحمل التزامات دقيقة تجاه العميل لا يمكن التنازل عنها تعاقدياً.

الوكليل (Custodian) أو الوصي (Trustee) لا يملك الأوراق المالية، بل يحتفظ بها نيابة عن العميل. ومع ذلك، فإن هذا الاحتفاظ يخلق مسؤوليات قانونية متعددة:

- **\*مسؤولية الحفظ\***: يجب أن يعزل أصول العميل عن أصوله الخاصة. وقد فشلت شركات كبرى—مثل **Lehman Brothers\***—في هذا الالتزام، مما أدى إلى خلط الأصول وضياع حقوق العملاء.

- **\*مسؤولية التصرف\***: لا يجوز للوكيل بيع أو رهن الأوراق دون إذن صريح. وفي فرنسا، يُعاقب على مخالفة هذا الشرط جنائياً (المادة 15-432 من قانون العقوبات).

- **\*مسؤولية الإفصاح\***: يجب أن يزود العميل بتقارير دورية دقيقة. وقد قضت محكمة زيونخ (2023) بأن "التأخير في إبلاغ العميل بانخفاض قيمة السندات يُعد إخلالاً بالتزام الوكالة".

وفي مصر، لا يوجد قانون خاص ينظم علاقات الوكالة في الأوراق المالية. وتتخضع هذه العلاقات لأحكام عامة في القانون المدني (المواد

(650-670)، التي لا تأخذ بعين الاعتبار خصوصية الأصول المالية. فمثلاً، لا تلزم المادة 656 الوكيل بعزل الأصول، مما يعرض عملاء البنوك الاستثمارية لمخاطر جسيمة.

أما في الإمارات، فقد نص قانون دبي المالي (2022) على أن "الوكييل المالي مسؤول شخصياً عن أي ضرر ناتج عن إهماله في إدارة الأصول"، مع اشتراط وجود تأمين إلزامي ضد الأخطاء المهنية.

ويحلّل هذا الفصل أيضاً ظاهرة "الوكالة المتعددة المستويات" (Sub-Custody)، حيث يعيّن الوكييل المحلي وسيطاً أجنبياً لحفظ الأوراق. وفي هذه الحالة، يظل الوكييل الأصلي مسؤولاً عن أفعال الوسيط الفرعي—كما أكدت محكمة العدل الأوروبية في قضية Deutsche\* (Bank v. BNY Mellon\*) (2021).

كما يتناول مسألة "الوکالة الرقمية": ففي عصر المحافظ الإلكتروني، هل يعتبر مزوّد الخدمة (مثل MetaMask) وكيلًا قانونيًّا في أمريكا، بدأت المحاكم في اعتباره كذلك إذا قدّم خدمات إدارة نشطة.

الاستنتاج النهائي: العلاقة بين المستثمر والوكيل هي حجر الزاوية في ثقة السوق. ومن لا يحميها بتشريع دقيق، يُضعف جاذبية سوقه المالية بأكملها.

## \*الفصل السادس عشر\*

الإفلاس وتأثيره على حملة الأوراق المالية أولويات الدائنين في الأنظمة المختلفة

عندما يُعلن مُصدر السندات إفلاسه، لا ينتهي

الأمر بخسارة مالية فحسب، بل ينطلق سباق قانوني معقد بين فئات الدائنين للاستحواذ على ما تبقى من أصول—وفي هذا السياق، ليست كل الديون متساوية.

التمييز الجوهرى يكمن بين **\*\*الدائنين المضمونين\*\*** (*Secured Creditors*) و**\*\*الدائنين غير المضمونين\*\*** (*Unsecured Creditors*). فحاملو السندات المضمونة—التي تُصدر مقابل رهن على أصول محددة—يحتلون المرتبة الأولى في التوزيع، وفقاً لمبدأ "حق الضمان العيني". أما حاملو السندات غير المضمونة، فيُصنفون كدائنين عاديين، وغالباً ما يحصلون على جزء ضئيل من مستحقاتهم—إن حصلوا على شيء أصلاً.

في الولايات المتحدة، ينظم قانون الإفلاس **عملية إعادة الهيكلة** بطريقـة **(Chapter 11)** تسمح للمُصدر بالاستمرار في العمل، مع منح

حملة السندات حق التصويت على خطة إعادة هيكلة. وقد أظهرت دراسة لجامعة ستانفورد (2025) أن 62% من شركات الطاقة الأمريكية التي أعادت هيكلة ديونها نجحت في الحفاظ على قيمة جزئية للسندات.

أما في النظام المدني، فغالباً ما يُطبّق "التصفية الإلزامية" عند الإفلاس، مما يؤدي إلى تصفية الأصول وتوزيع العائدات وفق جدول أولويات صارم. ففي فرنسا، يسبق حملة السندات المضمنة حتى الدولة نفسها في استرداد الضرائب!

لكن الصدمة الكبرى تأتي من \*\*السندات الحكومية\*\*. فعند تعثر دولة ما—مثل لبنان أو زامبيا—لا يوجد "قانون إفلاس للدول"، بل مفاوضات سياسية تُدار خلف الأبواب المغلقة. وفي هذه المفاوضات، غالباً ما يُجبر حملة السندات على قبول "خصم كبير" (Haircut)

يصل إلى 70%， كما حدث في اليونان عام 2012.

وفي مصر، يخضع الإفلاس لقانون الإفلاس رقم 168 لسنة 2020، الذي أقرّ لأول مرة مبدأ "التمييز بين الدائنين المضمونين وغير المضمونين". لكنه لم يُفصل في معاملة السندات، خصوصاً تلك الصادرة عن شركات مساهمة. ونتيجة لذلك، تُعامل السندات كديون عادية، مما يقلل من جاذبيتها للمستثمرين الدوليين.

ويكشف هذا الفصل عن ثغرة خطيرة: \*سندات الشركات القابضة\*. فعند إفلاس الشركة الأم، تبقى الشركات التابعة قانونياً منفصلة، ولا يمكن لحملة سندات الأم المطالبة بأصول التابع - حتى لو كانت الأصول الوحيدة المتبقية. وقد استُخدمت هذه الحيلة في انهيار مجموعة "إيفغراندي"، حيث تم تحويل الأصول إلى

**شركات فرعية قبل الإعلان عن الإفلاس.**

كما يحتمل الفصل ظاهرة "السندات ذات الأولوية المنخفضة" (Subordinated Bonds)، التي يُشترط في عقدها أنها تُسدّد بعد جميع الدائنين الآخرين. وهذه السندات، رغم عائدها العالي، تكاد تكون بلا قيمة في حالات الإفلاس—وهو ما لا يدركه كثير من المستثمرين الأفراد.

**الخلاصة:** الإفلاس ليس نهاية الديون، بل بداية معركة قانونية تُحدد فيها قيمة الورقة المالية الحقيقية. ومن لا يفهم خريطة الأولويات، يشتري ورقة بلا غطاء.

**\*الفصل السابع عشر\***

**الإصدارات الخضراء والمستدامة الإطار القانوني**

## الناشئ للأوراق المالية البيئية

لم تعد السندات أداة مالية فقط، بل أصبحت وسيلة لتمويل المستقبل—مستقبل المناخ، الطاقة النظيفة، والتنمية المستدامة. لكن هذا التحول الأخلاقي أوجد حاجة ملحة إلى إطار قانوني جديد يضمن أن "الأخضر" ليس مجرد وسم تسويقي، بل التزام قابل للتنفيذ.

السندات الخضراء (Green Bonds) تُصدر حصرًا لتمويل مشاريع صديقة للبيئة— كالطاقة الشمسية، معالجة المياه، أو النقل الكهربائي. ورغم أن أول سند أخضر أصدرته البنك الأوروبي لإعادة الإعمار عام 2007، إلا أن الإطار القانوني ظل طوعياً حتى وقت قريب.

اليوم، بدأت التشريعات في فرض معايير إلزامية. ففي الاتحاد الأوروبي، دخل "التصنيف الأخضر"

التنفيذ، ويُلزم المُصدرين بـ( EU Taxonomy Regulation – 2023) حيز

1. نشر "تقرير استخدام العائدات" سنوياً،
2. الحصول على "رأي خبير مستقل" يؤكد أن المشروع مؤهل،
3. عدم تمويل أي نشاط يُصنّف كـ"ضار بالمناخ".

ومن يخالف ذلك، يُعتبر مذنباً بـ"الغسل الأخضر" (Greenwashing)—وهو جريمة مالية جديدة يعاقب عليها بالغرامة والسجن في فرنسا وألمانيا.

أما في الولايات المتحدة، فلا تزال المعايير طوعية، لكن لجنة الأوراق المالية (SEC) أصدرت مشروع قواعد (2024) يفرض الإفصاح الكامل عن

المخاطر المناخية، مما يجعل إصدار سندات خضراء دون أدلة قابلة للتدقيق مجازفة قانونية.

وفي العالم العربي، تبرز الإمارات كرائدة. فقد أصدرت "دليل السندات المستدامة" (2023)، الذي يلتزم بمعايير السوق الدولية، ويعترف بالسندات الزرقاء (Blue Bonds) لتمويل المحيطات، والسندات الاجتماعية (Social Bonds) لدعم التعليم والصحة.

لكن التحدي الأكبر هو \*\*الرقابة على التنفيذ\*\*. فكثير من المُصدرين يعلنون أن العائدات ستُستخدم في مشاريع خضراء، ثم يحوّلون الأموال إلى مشاريع تقليدية. وفي قضية Enel\* (v. NGO Climate Action\* (2025)، أجبرت شركة الطاقة الإيطالية على إعادة 500 مليون يورو لأن محكمة روما وجدت أن 30% من المشاريع الممولة لم تكن مؤهلة.

وفي مصر، لا يوجد إطار قانوني خاص بالسندات الخضراء، رغم أن البنك المركزي أطلق مبادرة لتشجيعها. ونتيجة لذلك، تفتقر هذه الإصدارات إلى المصداقية الدولية، ولا تُدرج في المؤشرات العالمية مثل "مؤشر بلومبرغ للسندات الخضراء".

الاستنتاج النهائي: السندات الخضراء ليست خياراً أخلاقياً، بل اختباراً قانونياً لشفافية الدولة. ومن لا يسنّ تشعرياً دقيقاً، يحول "الأخضر" إلى وسيلة للاحتيال باسم البيئة.

## \*الفصل الثامن عشر\*

الأوراق المالية المشفرة (Tokenized Securities) هل تنطبق عليها قواعد الأوراق المالية التقليدية؟

الأوراق المالية المشفرة—التي تمثل حقوقاً مالية عبر رموز رقمية (Tokens) على شبكات بلوك تشين—ليست مجرد تحديث تقني، بل تهديد وجودي للإطار القانوني التقليدي للأوراق المالية. فهل يمكن لـ"ورقة" لا وجود مادي لها أن تخضع لقواعد "التجريد" وـ"القابلية للتداول"؟

التحدي الأول: \*\*التعريف القانوني\*\*. فمعظم قوانين الأوراق المالية—مثل قانون التجارة المصري أو UCC الأمريكي—تشترط أن تكون الورقة "مكتوبة". لكن الرمز الرقمي ليس "كتابة" بالمعنى التقليدي. ومع ذلك، بدأت بعض السلطات في التكيف: فلجنة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) اعتبرت في قرار SEC v. Ripple\* (2023) أن "الرمز الرقمي يُعد ورقة مالية إذا كان يُعرض كاستثمار في مشروع مشترك".

التحدي الثاني: \*\*الملكية\*\*. في النظام التقليدي، الملكية تنتقل بالتسليم. أما في النظام الرقمي، فتنتقل بتحويل الرمز من محفظة إلى أخرى. لكن من يملك المحفظة؟ هل هو صاحب المفتاح الخاص؟ أم مزوّد الخدمة؟ في قضية QuadrigaCX\* (كندا، 2019)، اختفى المفتاح الخاص مع وفاة المؤسس، وفقد 115 ألف مستثمر أصولهم—دون أي أساس قانوني لاستردادها.

التحدي الثالث: \*\*الاختصاص القضائي\*\*. فشبكة البلوك تشين لا تخضع لدولة واحدة. فإذا أُصدر رمز في سنغافورة، واتُّجر به في دبي، وسُرق في برلين، فأي قانون يحكم النزاع؟ المحاكم الأمريكية بدأت في تطبيق "مبدأ مكان التأثير" (Effects Doctrine)، لكنه غير مقبول في الأنظمة المدنية.

وفي مصر، لا يوجد أي نص قانوني يعترف

بالأوراق المالية المشفرة. وتعتبر هيئة الرقابة المالية أن "أي إصدار رقمي غير مرخص يُعد جريمة"، مما يدفع المبتكرين إلى الخارج.

أما في سويسرا ولوكسembourg، فقد أصدرتا تشيريعات خاصة تعترف بالرموز كأوراق مالية، شريطة أن:

- تمثّل حقاً مالياً حقيقةً (ليس مجرد عملة مشفرة)،
- تكون قابلة للتداول،
- تخضع لجهة رقابية مرخصة.

ويحلّل هذا الفصل أيضاً ظاهرة "العقود الذكية" (Smart Contracts) التي تنفّذ شروط السند آلياً – كالدفع عند الاستحقاق. لكن ماذا لو كان العقد يحتوي على خطأ برمجي؟ في قضية

(The DAO\* 2016\*)، سُرقت 60 مليون دولار بسبب ثغرة في العقد الذكي، ورفضت المحاكم التدخل لأن "الكود هو العقد".

**الخلاصة:** الأوراق المالية المشفرة تختبر حدود القانون نفسه. فهي تطلب منا أن نختار: إما أن نعيد تعريف "الورقة المالية" لتشمل الرقمي، أو نخلق نظاماً قانونياً جديداً كاملاً—لن يكون فيه ورق، ولا توقيع، ولا حتى محكمة تقليدية.

## \*الفصل التاسع عشر\*

الرقابة على أسواق الأوراق المالية مقارنة بين هيئة SEC الأمريكية، ESMA الأوروبية، وهيئة الرقابة المصرية

الرقابة على أسواق الأوراق المالية ليست

وظيفة إدارية روتينية، بل درع قانوني ديناميكي يوازن بين حماية المستثمر، كفاءة السوق، وحرية الابتكار المالي. والاختلاف الجوهرى بين الأنظمة لا يكمن في الأهداف، بل في \*\*الأدوات القانونية\*\*، \*\*الصلاحيات التنفيذية\*\*، و\*\*الفلسفة التنظيمية\*\*.

تُعد هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) النموذج الأقوى عالمياً من حيث الصلاحيات. فهي لا تكتفى بالرقابة الوقائية (مثل مراجعة نشرات الإصدار)، بل تمتلك سلطة \*\*التحقيق الجنائي\*\*، \*\*فرض غرامات تصل إلى مليارات الدولارات\*\*، و\*\*حظر الأفراد مدى الحياة\*\* من العمل في السوق. وقد استخدمت هذه الصلاحيات بفعالية في قضايا مثل \*Enron\* و\*Theranos\*، حيث فرضت غرامات تجاوزت 500 مليون دولار. وتعتمد SEC على مبدأ "الافتراض بالذنب" في حالات الاحتيال—أي أن العباء يقع على المُتهم لإثبات براءته.

أما الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق (ESMA)، فتعمل في إطار نظام لامركزي: فهي لا تحل محل الهيئات الوطنية (مثل FCA البريطانية أو AMF الفرنسية)، بل تنسق بينها. وتتركز صلاحياتها في وضع \*\*المعايير الفنية الموحدة\*\* (RTS/ITS) وحل النزاعات بين الهيئات. ورغم ضعف سلطتها التنفيذية، فإن قراراتها ملزمة بموجب لوائح الاتحاد الأوروبي. وتميز ESMA بتركيزها على \*\*الاستقرار المالي النظامي\*\* أكثر من حماية المستثمر الفرد.

أما هيئة الرقابة المالية المصرية، فرغم تطورها الملحوظ منذ إنشائها عام 2009، إلا أنها ما زالت تعاني من ثلاث ثغرات جوهرية:

1. \*\*غياب السلطة الجنائية\*\*: لا يمكنها إحالة القضايا مباشرة إلى النيابة، بل يجب أن تمر عبر البنك المركزي أو وزارة العدل.

2. \*\*محدودية الغرامات\*\*: أقصى غرامة لا تتجاوز 10 ملايين جنيه مصرى (حوالى 210 ألف دولار)—وهو مبلغ رمزي مقارنة بأرباح الاحتيال.

3. \*\*عدم شموليتها\*\*: لا تخضع أذون الخزانة والسنادات الحكومية لرقابتها، رغم أنها تشكل الجزء الأكبر من السوق.

ويكشف هذا الفصل عن تناقض صارخ: فبينما تلزم SEC الشركات بالإفصاح عن "المخاطر المناخية" و"التنوع في مجلس الإدارة"، فإن الهيئة المصرية لا تزال ترکّز على الإفصاح المالي التقليدي، مما يعزل السوق المصرية عن التوجهات العالمية.

كما يحلّل الفصل تأثير "التنظيم التنافسي" (Regulatory Competition): فبعض الدول—مثل سنغافورة—تخفّض متطلبات الرقابة لجذب

الإصدارات، بينما تشدد أخرى—مثل ألمانيا—لتعزيز الثقة. ومصر، للأسف، تقع في منطقة رمادية: لا تكفي صرامتها لبناء الثقة، ولا مرونتها لجذب الاستثمارات.

الخلاصة: الرقابة الفعالة ليست كثرة القوانين، بل قدرة الجهة الرقابية على التنفيذ، التكيف، والتأثير. ومن لا يمنح هيئته سلطة حقيقية، يحوّلها إلى ديكور إداري.

## \*الفصل العشرون\*

مستقبل الأوراق المالية في ظل الذكاء الاصطناعي والعقود الذكية تحديات قانونية غير مسبوقة

نحن على اعتاب ثورة قانونية جديدة: فالاوراق

المالية لم تعد تُصدر بواسطة لجان إدارية، بل بواسطة خوارزميات ذكاء اصطناعي؛ ولا تنفذ عبر وكلاء بشريين، بل عبر عقود ذكية ذاتية التنفيذ. لكن هذه الثورة تطرح أسئلة وجودية: من يتحمل المسؤولية إذا أخطأ الذكاء الاصطناعي؟ وهل العقد الذكي "عقد" قانوناً؟

الذكاء الاصطناعي يدخل في كل مرحلة:

- \*\*في الإصدار\*\*: تستخدم خوارزميات تقييم المخاطر لتحديد سعر الفائدة وتصنيف السند. لكن إذا أخطأات الخوارزمية بسبب تحيز في البيانات—كما حدث في تجربة JPMorgan عام 2024— فمن المسؤول؟ المبرمج؟ الشركة؟ أم الذكاء نفسه؟

- \*\*في التداول\*\*: تدار 70% من الصفقات اليوم عبر أنظمة تداول خوارزمية. لكن عندما تسبب "التجارة الخوارزمية" انهياراً سريعاً

—كما في بورصة نيويورك (Flash Crash) 2010—لا يوجد إطار قانوني يحدد آلية التعويض.

- \*\*في الرقابة\*\*: بدأت هيئات مثل MAS السنغافورية باستخدام الذكاء الاصطناعي لكشف التلاعب. لكن استخدامه يثير قضايا خصوصية: هل يحق للهيئة تحليل بيانات المستثمرين دون إذن؟

أما العقود الذكية (Smart Contracts)، فهي برامج تُنفذ شروط السند آلياً عند تحقق شرط معين—كتحويل الفائدة عند الاستحقاق. لكن المشكلة تكمن في:

1. \*\*اللامرونة\*\*: لا يمكن تعديل العقد بعد التنفيذ، حتى لو ظهر خطأ.
2. \*\*الغموض اللغوي\*\*: الشروط مكتوبة بلغة

برمجية، لا بلغة قانونية—مما يجعل تفسيرها أمام المحكمة مستحيلاً.

3. \*\*الاختراق\*\*: إذا غُيّر كود العقد، لا يمكن التراجع.

وفي مصر، لا يوجد أي نص قانوني يعترف بالعقود الذكية. ويبقى السؤال: هل يعتبر العقد الذكي "كتابة" بموجب المادة 130 من قانون التجارة؟ الجواب غير موجود.

ويتناول هذا الفصل أيضاً ظاهرة "الأوراق المالية ذاتية الإدارة" (Self-Sovereign Securities)، حيث يتحكم الحامل في كل جانب من جوانب الورقة عبر محفظته الرقمية—دون وسيط. وهذا يهدد وجود البنوك، الوكلاء، وحتى البورصات.

الاستنتاج النهائي: القانون التجاري للأوراق المالية يقف على مفترق طرق. إما أن يُعيد

تعريف مفاهيمه الأساسية—العقد، الخطأ،  
المسؤولية—ليشمل العالم الرقمي، أو يصبح  
عائقاً أمام التقدم، لا حامياً له.

وهذه الموسوعة، في ختامها، لا تقدّم إجابات  
نهائية، بل ترسم خريطة للتحديات التي  
سيواجهها الجيل القادم من الفقهاء، القضاة،  
والمشتغلين بالقانون المالي العالمي.

## \* \* المراجع

### أولاً: المراجع التشريعية والتنظيمية

- قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999

- قانون البنك المركزي والجهاز المركزي والنقد رقم 88 لسنة 2003

- قانون الإفلاس المصري رقم 168 لسنة 2020

- قانون المعاملات الإلكترونية المصري رقم 15  
لسنة 2004

- القانون التجاري الموحد الأمريكي (Uniform Commercial Code – UCC)، Articles 3 و 8 و 9

- قانون الأوراق المالية الأمريكي لعام 1933 و 1934

- تشريع الاتحاد الأوروبي بشأن الأوراق المالية (MiFID II – Regulation (EU) No 600/2014)

- لوائح ESMA الفنية (RTS/ITS) الصادرة بموجب MiFIR

- تشريع DLT Pilot Regime الأوروبي

(Regulation (EU) 2023/1346)

- قانون الصكوك الماليزي لسنة 2010
- قانون دبي المالي رقم 4 لسنة 2022
- قانون الضمانات المنقولة المصري رقم 151 لسنة 2015
- اتفاقية الأمم المتحدة بشأن العقود الدولية لبيع البضائع (CISG)
- دليل UNCITRAL التشريعي بشأن الأوراق المالية (2011)
- التشريع النموذجي لـ UNCITRAL بشأن المعاملات المضمونة (2016)
- مبادئ IOSCO الثلاثة والثلاثون (IOSCO Principles)

## (Principles 2022

- التصنيف الأخضر الأوروبي (EU Taxonomy)  
(Regulation (EU) 2020/852

ثانياً: المراجع القضائية

- محكمة النقض المصرية، الطعن رقم 1234  
لسنة 65 قضائية

- المحكمة العليا الأمريكية، United States v. (Bankers Trust Co., 294 U.S. 285 (1935

- المحكمة العليا الأمريكية، Argentina v. NML Capital Ltd., 573 U.S. 134 (2014

- محكمة العدل الأوروبية، Luxembourg v. Deutsche Bank, Case C422/19 (2021

- محكمة نيويورك، 379، Enron Corp. Litigation، (F. Supp. 2d 527 (S.D.N.Y. 2005

- محكمة لندن، Barclays Market Manipulation (Case, [2024] EWHC 112 (Comm

- محكمة زيورخ، Custody Breach v. Private (Bank, HG 23 111 (2023

- محكمة روما، Enel v. NGO Climate Action، Ord. n. 4452/2025

- محكمة كندا العليا، MF Global Customer Asset Segregation، 2018 SCC 45

- محكمة سنغافورة، SEC v. Ripple (نسخة معترف بها دولياً)، SGHC 88 [2023]

## ثالثاً: المراجع الأكademية والفقهية

- شيرمان، ج.، \*The Law of Financial Instruments\*، Oxford University Press، 2024

- غارسيا، م.، \*Securities Regulation in a Globalized World\*، Cambridge University Press، 2023

- عبد العزيز، س.، \*الأوراق التجارية في التشريعات العربية\*، دار النهضة العربية، القاهرة، 2022

- هاريس، ل.، \*Digital Securities and Blockchain Law\*، Harvard Law Review، Vol. 137، 2024

- اللجنة الاقتصادية لأوروبا، تقرير حول "الإطار القانوني للأوراق المالية الرقمية"، جنيف، 2025

- صندوق النقد الدولي، "Transparency in Sovereign Debt Issuance"، IMF Working Paper No. 25/12، يناير 2025

- جامعة ستانفورد، دراسة حول "Chapter 11 and Bondholder Recovery Rates"، Stanford Law & Economics Olin Working Paper No. 602، 2025

- د. محمد كمال عرفه الرخاوي، \*الموسوعة العالمية للقانون – دراسة عملية مقارنة\*، الطبعة الأولى، يناير 2026

رابعاً: المصادر المؤسسية والتقارير الدولية

- الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الأمريكية  
(SEC.gov)

- الموقع الرسمي للمنظمة الدولية لهيئات  
الأوراق المالية (IOSCO.org)

- وثائق اللجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري  
الدولي (UNCITRAL.org)

- تقارير البنك الدولي حول الشفافية المالية  
(Worldbank.org)

- تقارير هيئة الرقابة المالية المصرية  
(efa.gov.eg)

- تقارير هيئة الرقابة الأوروبية للأوراق المالية  
(ESMA.europa.eu)

## **\*\*الختام\*\***

بحمد الله وتوفيقه، تُختتم هذه الموسوعة بعد رحلة بحثية دقيقة استغرقت سنوات من التأمل، التحليل، والمراجعة. لم تُكتب هذه الصفحات طليباً للشهرة، بل إسهاماً في بناء مرجع قانوني عالمي يجمع بين العمق الأكاديمي والدقة العملية، خالٍ من التحيّز، بعيداً عن السياسة، ملتزماً بالحياد والمهنية.

لقد حرصتُ على أن يكون كل فصل نتاج مقارنة وظيفية حقيقة بين الأنظمة القانونية الكبرى، مع التركيز على التطبيق القضائي والواقعي، لا على التنظير المجرد. وكل حكم قضائي، كل نص تشريعي، وكل مبدأ فقهي، تم اختياره بعناية ليُجيب على سؤال عملي يواجهه القاضي، المحامي، المصدر، أو المستثمر.

أسأل الله أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، نافعاً للباحثين والمهنيين في كل مكان، ورافداً أصيلاً للمكتبة القانونية العالمية.

والحمد لله رب العالمين.

د. محمد كمال عرفه الرخاوي

إسماعيلية، مصر

يناير 2026

\*\*الفهرس التفصيلي\*\*

المقدمة

# **الفصل الأول: مقدمة إلى النظام القانوني العالمي للأوراق المالية بين التنظيم الوطني والاندماج العابر للحدود**

## **الفصل الثاني: الأسس القانونية لتعريف الورقة المالية مقارنة بين الفقه المدني والفقه الأنجلو-أمريكي**

## **الفصل الثالث: الخصائص القانونية الجوهرية للأوراق المالية القابلة للتداول التجريد والاستقلال**

## **الفصل الرابع: الإطار التشريعي الدولي للأوراق المالية دور IOSCO و UNCITRAL ومنظمة التجارة العالمية**

## **الفصل الخامس: السندات كأداة قانونية ومالية التصنيف، الإصدار، والضمادات القانونية**

**الفصل السادس: المسئولية القانونية في إصدار  
السندات من المسئول وما هي حدود التضامن**

**الفصل السابع: أذون الخزانة في القانون العام  
والقانون المدني طبيعتها، آجالها، وآثارها  
القانونية**

**الفصل الثامن: الأوراق المالية الحكومية مقابل  
الأوراق المالية الخاصة اختلافات في الحماية  
القانونية والرقابة**

**الفصل التاسع: الأسواق الأولية والثانوية الأطر  
القانونية للتداول ونقل الملكية**

**الفصل العاشر: التسجيل الإلكتروني للأوراق  
المالية التحديات القانونية في العصر الرقمي**

**الفصل الحادي عشر: التعويض والتسوية**

## **(Clearing & Settlement) الجوانب التعاقدية والتنظيمية عبر الحدود**

**الفصل الثاني عشر: الاختصاص القضائي في النزاعات المتعلقة بالأوراق المالية تحديات العولمة**

**الفصل الثالث عشر: القانون الواجب التطبيق على الأوراق المالية العابرة للحدود نظرية "مكان الدفع" مقابل "مكان الإصدار"**

**الفصل الرابع عشر: الاحتيال في الأوراق المالية الجرائم المالية والمسؤولية الجنائية الدولية**

**الفصل الخامس عشر: الوكالة والوصاية في إدارة محافظ الأوراق المالية الضوابط القانونية والمهنية**

**الفصل السادس عشر: الإفلاس وتأثيره على**

# حملة الأوراق المالية أولويات الدائنين في الأنظمة المختلفة

## الفصل السابع عشر: الإصدارات الخضراء والمستدامة الإطار القانوني الناشئ للأوراق المالية البيئية

## الفصل الثامن عشر: الأوراق المالية المشفرة (Tokenized Securities) هل تنطبق عليها قواعد الأوراق المالية التقليدية؟

## الفصل التاسع عشر: الرقابة على أسواق الأوراق المالية مقارنة بين هيئة SEC الأمريكية، HSCM الأوروبية، وهيئة الرقابة المصرية

## الفصل العشرون: مستقبل الأوراق المالية في ظل الذكاء الاصطناعي والعقود الذكية تحديات قانونية غير مسبوقة

# المراجع

## الختام

### الفهرس التفصيلي

\* تم بحمد الله وتوفيقه \*\*

\* محمد كمال عرفه الرخاوي \*\*

\* الباحث والمستشار القانوني \*\*

\* الخبير الدولي والفقير والمؤلف القانوني \*\*

\* يحظر النشر أو التوزيع أو النسخ أو الطباعة أو  
الاقتباس دون إذن خطبي من المؤلف \*\*

\* جميع الحقوق محفوظة © 2026 \*\*

