

العنوان:	العملات المشفرة البتكوين والأدوات المالية المستحدثة
المصدر:	مجلة العلوم القانونية والاقتصادية
الناشر:	جامعة عين شمس - كلية الحقوق
المؤلف الرئيسي:	توكل، فادي
المجلد/العدد:	مج62, ع1
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2020
الشهر:	يناير
الصفحات:	569 - 629
رقم MD:	1293581
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
اللغة:	Arabic
قواعد المعلومات:	EcoLink, IslamicInfo
مواضيع:	العملات الرقمية، العملات الافتراضية، الأدوات الاستثمارية، المعاملات المالية الإلكترونية
رابط:	http://search.mandumah.com/Record/1293581

للإستشهاد بهذا البحث قم بنسخ البيانات التالية حسب إسلوب الإستشهاد المطلوب:

إسلوب APA

توكل، فادي. (2020). العملات المشفرة البتكوين والأدوات المالية المستحدثة. مجلة العلوم القانونية والاقتصادية، مج62، ع1، 569 - 629. مسترجع من <http://search.mandumah.com/Record/1293581>

إسلوب MLA

توكل، فادي. "العملات المشفرة البتكوين والأدوات المالية المستحدثة." مجلة العلوم القانونية والاقتصادية مج62، ع1 (2020): 569 - 629. مسترجع من <http://search.mandumah.com/Record/1293581>

العمليات المشفرة البتكوين والأدوات المالية المستحدثة

دكتور

فادي توكل

مدرس القانون التجاري كلية القانون

الجامعة البريطانية في مصر

تمهيد وتقسيم:

- يُعتبر تنوع الأدوات الاستثمارية أحد أهم مفاهيم واستراتيجيات نجاح وتطور البورصات وذلك لما تؤديه من دور فعال في توسيع قاعدة البدائل التي تلبي حاجات المستثمرين وتضمن لهم اختيار الاستثمار المناسب من حيث العائد والمخاطر.

وتعدُّ سوق رأس المال العمود الفقري للتنمية الاقتصادية في أي دولة، فهي وسيلة من وسائل جذب المدخرات لتمويل المشروعات التي تحتاج إلى تدفقات هذه الأموال، وهي كذلك عامل مهم لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

ولذلك فقد تأثرت سوق الأوراق المالية المصرية بالمستجدات التي تطرأ على الحياة الاقتصادية والتجارية وأصبح الاقتصاد حرًا، وليس مغلقًا، وأزيلت كافة القيود وتم الاعتماد على قوى السوق، وذلك منذ صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، لتطوير وتنشيط بورصة الأوراق المالية من أجل توجيه مدخرات الأفراد والمؤسسات المالية نحو الاستثمار في شراء الأوراق المالية، واستخدامه في إنشاء وحدات إنتاجية جديدة، وتأكيدًا لذلك فقد أصدر المشرع المصري القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ في ١٤ مارس ٢٠١٨ بشأن تعديل بعض أحكام سوق رأس المال بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م والمتضمن إنشاء بورصات للعقود الآجلة والمشتقات المالية، وكذلك أصدر رئيس مجلس الوزراء بعض التعديلات على هذا القانون أيضًا بالقرار رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨.

إذًا يعتبر موضوع الأدوات المالية المستحدثة -المشتقات المالية- من الموضوعات التي احتلت مكانة هامة ضمن العلوم المالية، وهي عبارة عن أدوات مالية تستند إلى سلع محددة أو غيرها من الأدوات المالية أو المؤشرات^(١)، وتعكس المشتقات المخاطر المالية المرتبطة بسلعة محددة ويتم تداولها في البورصات المالية، من خلال بيع وشراء المشتقات، ومن ثم تمكن أطراف هذه المعاملات من إدارة تعرضهم للمخاطر المالية المستقبلية من

(1) International Monetary Fund, "Financial Derivatives", 2015.

www.imf.org/external/np/sta/fd.

خلال العمليات التي تشمل عمليات التحوط المالية والتحكيم والمضاربة.

ولعل من أبرز صور المشتقات المالية: عقود الخيارات، عقود

المستقبلات، العقود الآجلة، وعقود المبادلة، وأيضاً صور أخرى تتداخل فيما بينها، بالإضافة إلى الأدوات المالية الحديثة الأخرى مثل الشراء بالهامش وصناديق الاستثمار كأحد الأوعية الاستثمارية الحديثة التي يلجأ إليها المستثمر.

ويُعد مصطلح النقود المشفرة (cryptocurrencies) مصطلحاً جديداً على الساحة القانونية العربية وعرفه الفقه الأجنبي على أنه هي نوع جديد من العملة أو المال، والعملة الرقمية تعتمد على التشفير (Cryptography) وهي عملة لا مركزية أي أنه لا أحد يتحكم بها غير مستخدميها، فهم من يقومون بصنعها واستخدامها دون الحاجة إلى وسيط أو رقيب عليهم كحكومة أو مصرف مثل باقي العملات الموجودة بالعالم، وقد جاءت بورصة شيكاغو بقيد تلك النقود المشفرة كسلعة تخضع لتداول في بورصة السلع الأمريكية ويخضع لرقابة الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة (CFTC) (Commodities Futures Trading Commission)^(١)، ذلك للحفاظ على سلامة تداول السلع، بما في ذلك الرقابة على كل من التداولات والأسواق التي تتم فيها معالجة التداولات التجارية.

وبالنظر إلى التعريف الواسع للأدوات المالية الحديثة المطبق في مختلف

(١) The "U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC)" was established in 1974 as a US government independent agency, that supervises regulates the derivative markets.

The "Commodities Exchange Act (CEA)", prohibits any fraud conduct in the trading of derivative and commodity contracts. The role of the CFTC is to develop open, competitive, transparent, and financially sound markets, in order to reduce the systemic risk, and to protect the investors, consumers, from manipulation, fraud, and abusive practices in relation to derivatives along with the other market products, that are regulated by the Commodity Exchange Act. Commodity Futures Trading Commission, official website read from the Internet Archive February 13, 2019.

البلدان ومنها الولايات المتحدة، وهو ما يمكن تطبيقه على معاملات العملة المشفرة (البتكوين) والعمليات التي تقع ضمن نطاق الرقابة على الأدوات المالية الحديثة، تدعم أسواق تداول (منصات) العملات المشفرة من خلال مجموعة من فرص الاستثمار المالي التي يُمكن أن تدرج تحت فئة الأدوات المالية الحديثة، فمثلاً يتم تزويد الأفراد بالفعل بفرصة الاستثمار بصناديق التداول إلكترونياً التي تملك (العملة المشفرة) البتكوين كاستثمار مالي، تقوم صناديق الاستثمار القابلة للتداول للاستثمار في العملات المشفرة بدلاً من الأوراق المالية وهم يخضعون لرقابة ذات الجهة الرقابية.

اعتبر المشرع الأسترالي أن العملات المشفرة ليست أوراق مالية أو غيرها من المنتجات المالية وحددت الهيئة الأسترالية للأوراق المالية والاستثمار أن العملات المشفرة ليست منتجات مالية^(١) وبالتالي، لا تخضع الأطراف التي تباع أو تشتري أو تحتفظ بالعملات المشفرة لمتطلبات ترخيص المنتجات المالية الأسترالية، واقترحت أيضاً الهيئة الأسترالية للأوراق المالية والاستثمار، أن تمنح تراخيص عندما تتضمن الخدمات المعنية نوعاً من التفاعل بين العملة المشفرة والمنتجات أو الخدمات المالية التقليدية، هذا يشير على سبيل المثال إلى أن بعض المعاملات التي تنطوي على إمكانية تحويل العملة المشفرة إلى عملة تقليدية من خلال شراء عقدًا مستقبلياً كأحد أشكال المشتقات المالية، وبالتالي تخضع للتراخيص في الهيئة الأسترالية للأوراق المالية والاستثمار.

والجدير بالذكر أنه يمكن استخدام العملات المشفرة (البتكوين) من خلال أسواق التداول، وعلى سبيل المثال ما قامت به السلطات السويدية ترخيص لإنشاء صناديق المؤشرات^(٢) كأداة استثمارية جديدة تستثمر في البتكوين^(٣)،

(1) Jon Southurst, "Australian Regulator: Bitcoin is Not a Financial Product", 2014: www.coindesk.com/australian-regulator-bitcoin-financial-product.

(٢) لمزيد من التفاصيل عن صناديق المؤشرات راجع مؤلفنا، صناديق المؤشرات، دار النهضة العربية، ٢٠١٨.

(3) Yessi Bello Perez, "Sweden's Nasdaq Exchange Approves Bitcoin-based ETN", 2015, www.coindesk.com/swedens-nasdaq-exchange-approves-bitcoin-based-etn.

ومن خلالها سيتمكن المستثمرون من الاستثمار في البتكوين دون شراء أو حيازة بتكوين مباشرة.

تستخدم العملات المشفرة عادة كأدوات مالية متى استوفت فيها الشروط لخصوعها للرقابة التنظيمية التقليدية، وإن المقالات التجارية عادة ما تصف العملات المشفرة باعتبارها سلعة، ويتم تداول مجموعة واسعة جدًا من السلع بشكل دائم ومن ثم يعترف بها كسلعة، وعند التفكير في السلع التجارية، فإننا نفكر في كثير من الأحيان أن السلع هي مثل المنتجات الزراعية والمعادن الثمينة، ولكن يعتبر عالم تداول السلع أوسع بكثير من السلع القليلة التي تبادر إلى الذهن سريعًا.

وبتزايد الطلب من الأفراد والمنظمات في مناطق مختلفة من العالم على الاستثمار في البتكوين (العملات المشفرة) وأنواع أخرى من العملة المشفرة والتي يمكن اعتبارها سلعة يتم تداولها في بورصات السلع (كما فعل المشرع الأمريكي في بورصة شيكاغو)، حيث يمكن للسلع أن تشمل السلع المادية وغير المادية مثل الذهب أو القمح المتداول تجاريًا، وكذلك يمكن أن تكون المنتجات غير المادية هي موضوع التداول التجاري كسلع.

حيث إن العملة المشفرة التي تعتبر مجموعة من (الرموز المميزة) يمكن التعرف على هويتها باعتبارها سلع غير مادية، وبناءً على ذلك، فإنه يمكن استخدام العملة المشفرة وغيرها من السلع الإلكترونية للتداول في بورصة العقود الآجلة.

ويمكن أن تكون العملة المشفرة كسلعة بمثابة أساس للعقود الآجلة وشكل من الأشكال الأخرى للمشتقات المالية، فيمكن للأطراف -على سبيل المثال- إبرام العقود الآجلة المستندة إلى الأسعار المستقبلية للبتكوين (العملة المشفرة) وغيرها من أشكال العملات المشفرة، كما هو الحال مع السلع التقليدية مثل النفط والمنتجات الزراعية، ويمكن للأطراف المتعاقدة الدخول في اتفاقات ملزمة لشراء وبيع العملة المشفرة بسعر محدد اعتبارًا من تاريخ مستقبلي محدد، في حالة العقود الآجلة، وليس السلعة الفعلية نفسها.

ويمكن تطبيق العقود الآجلة للعملة المشفرة لإدارة المخاطر بنفس طريقة استخدام هذه العقود لفترة طويلة في سياق السلع التقليدية، فقد تم بالفعل تنفيذ وتداول العقود الآجلة وغيرها من المشتقات المالية الأخرى من خلال التداول

التجاري للعملات المشفرة مثل، (OK Coin)^(١) (واحد من أسواق تبادل العملات المشفرة الرائدة في العالم^(٢)).

تراقب الهيئات الرقابية مثل الهيئة التجارية الأمريكية للعقود السلعية الآجلة على هذه التبادلات المشتقة من العملات المشفرة، وأنهم الآن يؤكدون على أهمية الرقابة على تلك الأسواق الآجلة، وحيث يمثل المضاربون جزءاً كبيراً من حيازات البتكوين^(٣)، إلا أنه هناك عدة أنواع من عقود المشتقات المالية للأطراف التي تسعى إلى تقليل المخاطر التي يمكن التعرض إليها نتيجة تقلبات أسعار الصرف الخاصة بالبتكوين، نأخذ في الاعتبار العقود الآجلة، والدفعات المسبقة والصفقات الآجلة والتبادلات والخيارات. تأتي هذه الأنواع من مشتقات البتكوين ضمن تلك اللوائح التنظيمية من قبل هيئة تبادل السلع التجارية في العقود الآجلة، فنظمت هيئة تبادل السلع التجارية في العقود الآجلة أسواق العقود الآجلة والمبادلات لحماية مشتري وبائعي المشتقات، وغيرهم من المشاركين في أسواق المشتقات المالية، من الاحتيال والتلاعب في السوق والممارسات السيئة والمخاطر المنظمة^(٤)، وتخضع مشتقات البتكوين للتنظيم بموجب قانون تبادل السلع ولكن ليس بالتسليم المادي أو المتعارف عليه في

(1) Established in 2013, it is considered a world leading trading platform for digital asset operations. It is providing fiat trading with digital assets, such as Bitcoin, Ethereum, Bitcoin Cash, Ethereum Classic, and Litecoin. Recently, OKCoin has been expanded to the US in order to serve more users around the globe in the future.

(2) No Author Given, "The Bitcoin Derivative Boom Can Be A Mark Of The Crypto currency's Coming of Age", 2014.

www.forbes.com/sites/ericlmu/2014/08/07/the-bitcoin-derivative-boom-can-be-a-mark-of-the-coming-of-age-of-the-digital-currency/.

(3) Will Knight, Show Me the Bitcoins, MIT TECH. R. (Feb. 2014), <http://www.technologyreview.com/graphiti/524796/show-me-the-bitcoins/>.

(4) Mission and Responsibilities, U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMM'N, <http://www.CFTC.gov/About/MissionResponsibilities/index.htm>

بقي أنواع المشتقات ولكن بالتسليم غير المادي وذلك من خلال تحويل تلك النقود المشفرة إلى محفظة إلكترونية للمستفيد حيث تتميز هذه النوعية من النقود بقيمتها المادية (افتراضية).

مما سبق يتضح أن التطور المذهل السريع في تقنية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعتمد على كثافة العمل إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة الأمر الذي اقتضى إعادة روح الابتكار والتجديد، فظهرت المشتقات المالية وتداول العملات المشفرة (البتكوين)، وكان هذا النتاج حتمًا ولزامًا بل واستجابةً لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات إلى أدوات وآليات مالية جديدة تفي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر التي تواجهها مختلف الهيئات والمؤسسات، فما كان بالأمس حلولاً إبداعية لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر لم يعد موائماً ومواتياً لظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات الآن.

ومن هنا ظهرت أهمية البحث في دراسة الأدوات المالية الجديدة ومشتقاتها المقومة للعملات المشفرة (البتكوين)، التي من المرجح أن تكون ذات فائدة للجهات التشريعية والرقابية والمؤسسات التجارية والاقتصادية التي هي في حاجة لمثل هذه الأنظمة من التداول لتفي باحتياجاتها.

خطة البحث:

إن تطور اقتصاد العملات المشفرة (البتكوين)، ينبغي معه أن يتوقع المرء ظهور الطلب على الأدوات المالية ذات الصلة بالعملات المشفرة مثل (البتكوين)، وقد بدأ هذا الطلب بالفعل في الظهور، وسنتناول في هذا البحث دراسة لبعض هذه الأدوات وخاصة المشتقات المالية وتحليل كيفية تطبيق القوانين والتنظيمات الحالية عليها، وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول: العقود المستقبلية والنقود المشفرة (البتكوين).

المطلب الثاني: العقود الآجلة والنقود المشفرة (البتكوين).

المطلب الثالث: المقايضات (المبادلات) والنقود المشفرة

(البتكوين).

المطلب الرابع: عقود الخيارات المالية والنقود المشفرة (البتكوين).

الم . طلب الأول العقود الم . مستقبلية والنقد المشفرة (البتكوين)

تمهيد:

- تعد أكبر سوق للعقود المستقبلية هو سوق شيكاغو للتجارة (CBOT)^(١)، ومن خلال هذا السوق وغيرها من الأسواق حول العالم يتم التعامل على هذه العقود المشتقة من الأصول المالية وغيرها من التعاملات على العقود المستقبلية المشتقة من أصول أخرى غير مالية مثل العقود المستقبلية على الأخشاب، والطاقة، والمعادن كالذهب والفضة والحديد، والأصول المالية كالعملات الأجنبية، والسندات وأخيرًا العملات المشفرة^(٢).

تنتشر العقود المستقبلية في أسواق الأوراق المالية بشكل ملحوظ، وهي تتضمن بيع سلعة أو ورقة مالية أو مؤشر على أن تكون التسوية في تاريخ لاحق، ولم تظهر كأداة للاستثمار أو المضاربة في الأسواق المنظمة إلا في أواخر القرن التاسع عشر في المنطقة الزراعية في الولايات المتحدة آنذاك وهي الغرب الأوسط. وفيما يلي نتعرف على العقد المستقبلي وموقف المشرع المصري من تداوله، ثم إدارة بورصة العقود الآجلة ثم تطبيق البتكوين على العقد المستقبلي وموقف المشرع الأمريكي منها، وذلك على النحو الآتي:-

(١) تعد بورصة شيكاغو (CBOT, The Chicago Board of Trade) وبورصة شيكاغو (www.cbtc.com) وبورصة شيكاغو (www.cme.com) أكبر بورصتين للتعاملات المستقبلية في الولايات المتحدة. والأكثر للتعاملات في أوروبا هي سوق لندن الدولية للمستقبليات المالية والاختيارات (The London International Financial Futures and Options Exchange (www.liffe.com), Eurex (www.eurexchange.com) and Euronext (www.euronext.com). Robert W. Kolb, *Options, Futures, and Other Derivatives*, Ibid, pp.21.

(2) John C. Hull, *"Options, Futures, And Other Derivatives"*;2006; Futures Contract Definition, CFTC Glossary, U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMM'N EDUCATION CENTER. <http://www.cftc.gov/consumerprotection/educationcenter/cftcglossary>.

أولاً : ماهية العقد المستقبلي:

يقصد بالعقود المستقبلية هي: «عقود نمطية لشراء أو بيع سلع، أو أوراق مالية، أو غيرها من الأدوات المالية التي توافق عليها الهيئة -الجهة الرقابية-، ويكون تنفيذها في موعد مستقبلي على أساس سعر تنفيذ يُتفق عليه وقت إبرام العقد...»^(١).

ويُقصد بالعقد المستقبلي أنه: «اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تقاص لشراء أو بيع أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفاً، إلا أن عملية تسليم الأصل من قبل البائع ودفع الثمن من قبل المشتري لا تتم إلا في التاريخ المحدد في الاتفاقية»^(٢).

ويُفهم من هذا التعريف أن العقد المستقبلي عبارة عن اتفاق على بيع أصل معين في تاريخ لاحق، وهذا يعني أن العقد المستقبلي عبارة عن عقدين، في الأول يلتزم البائع ببيع الأصل محل العقد في تاريخ لاحق، ويلتزم المشتري بشراء ذلك الأصل في التاريخ المحدد، أما العقد الثاني فمحله يكون ذات الورقة التي وعد البائع ببيعها والمشتري بشرائها.

وعرف بأنه عقد بين بائع ومشتري للتعامل على أصل معين، قد يكون أصل حقيقي أو أصل مالي^(٣).

وعُرف أيضاً بأنه: «عقد آجل قابل للتداول، وهو اتفاقية على تسليم في تاريخ لاحق، أو تسليم لمقدار أو كمية محددة بجودة معينة لأصل معين بسعر معين»^(٤)، ومن المعلوم أن قابلية العقد للتداول تزيد من سيولته.

(١) انظر: المادة (٢٦) مكرر من القانون رقم (١٧) لسنة ٢٠١٨.

(٢) د/ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٨، ص ١٨٢.

(٣) د/ منير هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، «الأسهم والسندات»، توزيع دار المعرفة الجامعية، طبعة ٢٠١٠، ص ٥٧٧.

(٤) د/ سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، ١٤٢٦هـ، ٢٠٠٥م، ص ٢١٤.

وعُرف العقد المستقبلي في الولايات المتحدة الأمريكية^(١) بأنه: «عقد أجل شروطه نمطية ويتم التعامل عليه من خلال أسواق منظمة ويخضع لإجراء تسوية يومية من خلال خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر^(٢)». فأهم سمات هذا العقد أنه أجل ونمطي.

ونظم المشرع المصري العقود الآجلة بموجب القانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ حيث نص في مادته رقم (٤٦) على الآتي: «تكون العمليات المضافة إلى أجل صحيحة ولو قصد المتعاملون منها أن تتحول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار، بشرط أن تعقد العملية في سوق الأوراق المالية، وأن تتعلق بصكوك مدرجة في جدول أسعار هذا السوق، ويصدر قرار من الوزير المختص^(٣)».

ويرى جانب من الفقه أن وجود وسائل التغطية الحديثة المتمثلة في كل من عقود المستقبلات والخيارات تعمل على توفير المزيد من الضمانات للمتعاملين في السوق، وأن الهدف الأساسي من إنشاء هذه العقود على الأوراق

(1) A future contract is a forward contract that has standardized terms is traded on an organized market and follows a daily settlement procedure in which the losses of one party to the contract are paid to the other party". Don, M. Chance, An Introduction to Derivatives. p.225. November, 1994.

(2) A futures contract may be used to hedge the buyer or the seller, changes in the asset price after the futures contract provides gains to one party and losses to the other. If the price of the underlying asset increases after the future contract is made, the buyer gains and the seller losses. If the price of the asset drops, the seller gains and the buyer losses. Misbahul Islam, Jayanta Chakraborti, "future and forward contract as a route of hedging the risk", Risk governance & control: financial markets & institutions / Volume 5, Issue 4, 2015.

(٣) ويقابل نص المادة (٧٣) من القانون التجاري الملغي التي تنص على أن الأعمال المضافة إلى أجل المعقود في البورصة بها طبقاً لقانون البورصة ولوائحها، منها أنها تتحول إلى مجرد دفع الفرق، ولا تقبل دعوى أمام المحاكم، بخصوص عمل يتحول إلى مجرد دفع فروق، إذا انعقد على ما خالف النصوص المتقدمة.

المالية هو التغلب على المخاطر المرتبطة بالتقلبات الكبيرة في أسعارها وعوائدها^(١).

وقد أضاف المشرع بموجب القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م الباب الثاني مكرراً الخاص بإنشاء بورصة للعقود الآجلة والذي سمح بتداول عقود المشتقات المالية.

وكذلك قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ الصادر في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨ بشأن بعض التعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال وبصفة خاصة بورصة العقود الآجلة. حيث نصت المادة (١٠٩) من هذا القرار على الآتي: « تُنشأ بورصة للعقود الآجلة يتم التداول فيها على العقود التي تشتق قيمتها من قيمة أصول مالية أو عينية أو مؤشرات الأسعار أو أوراق مالية أو أدوات مالية أو غيرها من المؤشرات التي تحددها الهيئة، سواء كانت في شكل عقود مستقبلية أو عقود خيارات أو عقود المبادلة وغيرها من العقود النمطية».

ويصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية قراراً بأحكام وشروط وإجراءات الترخيص بمزاولة النشاط لبورصات العقود الآجلة، ويتضمن الالتزام بأداء تأمين للهيئة ومقدار قيمته والإجراءات المنظمة للخصم منه، مع العلم بأنه يتم التعامل على العقود ببورصة العقود الآجلة وفقاً للصيغ والشروط التي يقرها مجلس إدارة الهيئة^(٢).

ويجوز للبورصة المصرية تأسيس شركة مساهمة لمزاولة نشاط بورصات العقود الآجلة ولها أن تزاوّل نشاط تداول العقود المشتقة وعقود الخيارات من الأوراق المالية المقيدة بها دون الحاجة لتأسيس شركة^(٣).

(١) للمزيد انظر: د/ سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ص ٤٤١.

(٢) انظر: المادة (١١١) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨، الجريدة الرسمية، العدد ٤٧ تابع (ب)، الصادر في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨، وحيث لم يصدر أي قرارات من الهيئة العامة للرقابة المالية حتى تاريخ إعداد هذا البحث.

(٣) انظر: المادة (١١٢) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨م.

ثاني ١: إدارة بورصة العقود الآجلة:

تعتبر إدارة البورصة للعقود الآجلة الجهة الرقابية المصرية بعد الهيئة العامة للرقابة المالية، وتعمل البورصة في مصر ككيان مستقل تحت الإشراف الرقابي للهيئة العامة للرقابة المالية، وتتص المادة (١١٦) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم (٢٤٧٩) لسنة ٢٠١٨ على أن: «يتم تنفيذ العمليات داخل بورصات العقود الآجلة بواسطة منفذي الأوامر بشركات الوساطة لحساب العملاء والأعضاء المتعاملين لحسابهم، ويتم تأسيس شركات الوساطة في العقود الآجلة وفقاً لأحكام المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال، ويحدد مجلس إدارة الهيئة شروط الترخيص».

ويضع مجلس إدارة بورصة العقود الآجلة القواعد الآتية:

- قواعد التداول اللازمة لضمان سلامة العمليات التي تجرى فيها وصحة الإجراءات المتبعة بشأنها، على أن تتضمن أسس تحديد أسعار التنفيذ بالعقود والأسعار المرجعية للأدوات أو المنتجات أو السلع أو المؤشرات محل التعاقدات وتوقيات التداول ونظام الضمانة وشروطه وكيفية التعامل مع العقود التي تخالف الاشتراطات المعمول بها أو لا يتم الوفاء بها، ولا تسري هذه القواعد إلا بعد اعتمادها من الهيئة^(١).
- الحصول على المعلومات من الشركات الأعضاء المرخص لها التعامل على العقود، وعليها اتخاذ ما يلزم من إجراءات لحماية حرية المنافسة وضمان المساواة بين المتعاملين^(٢).
- تلتزم شركات الوساطة بالعقود بضوابط الإفصاح للعملاء الواردة بقانون سوق رأس المال، ويجوز لشركة الوساطة التعامل مع 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^(٣).

(١) الفقرة الثانية من المادة (٢٦ مكرراً ٣) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ م.

(٢) الفقرة الثالثة من المادة (٢٦ مكرراً ٣) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨ م.

(٣) المادة (١١٧) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ م.

- وتلتزم البورصة بنشر المعلومات المرتبطة بالتعامل في سوق العقود وإتاحتها للمستثمرين وللجمهور، من خلال موقعها الإلكتروني أو بأية وسيلة أخرى^(١).
- تلتزم بتزويد الهيئة بالبيانات والتقارير الدورية التي يصدر بتحديثها ومواعيد ودورية تقديمها قرار من مجلس إدارة الهيئة^(٢).
- ويجوز للبورصة المصرية تأسيس شركة مساهمة لمزاولة نشاط بورصات العقود الآجلة، ولها أن تزاوّل نشاط تداول العقود المشتقة من الأوراق المالية المقيدة بها دون الحاجة لتأسيس شركة^(٣).
- ويتم التداول في بورصة العقود الآجلة العقود التي تشتق قيمتها من قيمة أصول مالية أو عينية أو مؤشرات الأسعار، أو أوراق مالية أو سلع أو أدوات مالية أو غيرها من المؤشرات التي تحددها الهيئة سواء كانت في شكل عقود مستقبلية أو عقود خيارات أو عقود المبادلة وغيرها من العقود النمطية^(٤).
- وقد حدد المشرع المصري شكل تلك العقود (عقود مستقبلية - عقود خيارات - عقود المبادلة)^(٥).
- ويجب أن يكون لبورصة العقود الآجلة عقد تأسيس ونظام أساسي وفقاً للنموذج الذي تضعه الهيئة، وألا يقل رأس مالها المصدر والمدفوع نقداً عن عشرين مليون جنيه مصري^(٦).
- وأجاز المشرع المصري للبورصة المصرية تأسيس شركة مساهمة لمزاولة نشاط بورصات العقود الآجلة، ولها أن تزاوّل نشاط تداول العقود المشتقة من الأوراق المالية المقيدة بها دون الحاجة لتأسيس شركة^(٧).

(١) الفقرة الرابعة من المادة (٢٦ مكرراً ٣) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

(٢) الفقرة الأخيرة من المادة (٢٦ مكرراً ٣) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

(٣) الفقرة الثانية من المادة (٢٦ مكرراً ١) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

(٤) المادة (٢٦ مكرراً) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨، والمادة

(١٠٩) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨م.

(٥) المادة (٢٦ مكرراً) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

(٦) الفقرة الأولى من المادة (٢٦ مكرراً ١) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة

٢٠١٨م.

(٧) الفقرة الثانية من المادة (٢٦ مكرراً ١) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة

٢٠١٨م.

- وتضع الهيئة العامة للرقابة المالية أحكام وشروط وإجراءات الترخيص بمزاولة النشاط لبورصات العقود الآجلة^(١).
- وتتم عمليات المقاصة والتسوية للعقود التي يجري التعامل عليها في بورصات العقود وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيّد المركزي للأوراق المالية بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م، ولائحته التنفيذية من خلال شركة مقاصة وتسوية مرخص لها بذلك من الهيئة، ويجوز أن ترخص الهيئة لبورصة العقود بمباشرة عمليات المقاصة والتسوية وفقاً للضوابط التي يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة^(٢).
- ويتم تنفيذ العمليات داخل بورصة العقود الآجلة بواسطة منفذي الأوامر بشركات الوساطة^(٣)، التي يجب الحصول على ترخيص من الهيئة لمزاولة نشاط الوساطة داخل بورصة العقود الآجلة^(٤).
- يجب على شركات الوساطة الإفصاح عن المخاطر المرتبطة بالتعامل في العقود الآجلة^(٥).
- وأخيراً هناك عدة جهات رقابية لبورصة العقود الآجلة وهي:
 - أ- الهيئة العامة للرقابة المالية.
 - ب- وإدارة بورصة العقود الآجلة التي يتم إنشاؤها وفقاً لهذا القانون.
 - ج- وحدة الإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع بوزارة التجارة الداخلية والتي تختص بالتنظيم والإشراف والرقابة على المخازن المعتمدة للسلع وخبراء تصنيفها. وهنا يثور التساؤل عن مدى جواز تطبيق

(١) الفقرة الأولى من المادة (٢٦ مكرراً (٢) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٢) الفقرة الأولى من المادة (٢٦ مكرراً (٥) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨، والمادة (١١٣) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨م.

(٣) الفقرة الأولى من المادة (٢٦ مكرراً (٩) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٤) الفقرة الثالثة من المادة (٢٦ مكرراً (٩) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

(٥) الفقرة الأولى من المادة (٢٦ مكرراً (١١) من الباب الثاني مكرر من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨.

القواعد الخاصة بالعقود المستقبلية على النقود المشفرة (البتكوين)، وما هو موقف المشرع والفقه الأمريكي من ذلك وعليه نعرض الآتي:

لثاء ١: النقود المشفرة (البتكوين) والعقود المستقبلية:

- إن استخدام العملات المشفرة باعتبارها أداة من الأدوات المالية فمن المرجح أن تخضع هذه الأدوات للرقابة التنظيمية من قبل الجهات الرقابية، ففي كاليفورنيا ونيويورك في الولايات المتحدة على سبيل المثال، يبدو أنها تتحرك نحو ربط بعض الأدوات المالية المرتبطة بالعملات المشفرة، وعلى النقيض من ذلك نجد أن السلطات الأخرى مثل هيئة الرقابة المالية (Finanstilsynet) في الدنمارك على وجه التحديد تقر بأن العملة المشفرة ليست أداة مالية، وبالتالي فمن المفترض ألا تخضع لتنظيم الأدوات المالية التقليدية^(١).

وجاء تنظيم تداول الأدوات المالية -بما في ذلك العقود الآجلة- من قبل الهيئات الحكومية في الولايات المتحدة على سبيل المثال، وتعتبر الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة (CFTC) هي الجهة الرقابية المنوط بها الرقابة على تلك الأسواق وذلك للحفاظ على سلامة تداول السلع، من خلال الرقابة على كل من التداولات والأسواق التي تتم فيها معالجة التداولات التجارية.

وبتطبيق ما جاء في تعريف العقود المستقبلية على العملات المشفرة (البتكوين) عندما يوافق شخص على بيع البتكوين بسعر محدد مستقبلاً خوفاً من انخفاض أسعار البتكوين -على سبيل المثال- في ١ يناير، فقد يوافق طرف على بيع بتكوين واحد في تاريخ ١٥ فبراير مقابل ٨٠٠ دولار أمريكي، وعلى ذلك فالشركة التي تمتلك أو يدفع لها عملائها بالبتكوين، وتشعر بالقلق إزاء انخفاض قيمة البتكوين مقابل الدولار، فدخل الشركة في عقد آجل لبيع البتكوين قد يحمي الشركة من هذا الخطر، ولكن إذا أصبحت

(1) Finanstilsynet, "Warnings Against Digital Currencies", 2013 [Online].

Available: www.finanstilsynet.dk/da/Nyhedscenter/Pressemeddelelse/r/2013/Advarsel-mod-virtuelle-valutaerbitcom-mfl-2013.aspx.

قيمة البتكوين أكبر من الدولار بعد الأول من يناير، فإن العقد الآجل سيظل يطلب من مشتري العقد البيع بسعر أقل من سعر السوق. وبموجب قانون بورصة السلع الأمريكي، لا يُمكن تداول العقود المستقبلية إلا في البورصات المنظمة^(١)، ووفقاً لذلك فإن تداول العقود المستقبلية يتطلب فتح حساب مع بورصة العقود الآجلة والامتثال لمتطلبات البورصة مثل الوفاء بالضمانات عند إبرام العقد (الهامش الأولي أو المبدئي) ودفع مزيد من الضمانات إذا انخفضت القيمة السوقية للعقد (هامش التباين)، وغالباً ما يتم تداول العقود المستقبلية من خلال وسيط مثل شركات الوساطة. على الرغم من أن البتكوين تدرج تحت تعريف قانون بورصة السلع، إلا أنه من غير الواضح فئة السلع التي تدرج تحتها، ويمكن تصنيف البتكوين كسلعة مستبعدة إذا كان يُنظر إليها على أنها نوع من العملة أو غيرها من الأدوات المالية، من ناحية أخرى فإن هناك العديد من الأسباب التي من الممكن أن تصنف البتكوين كسلعة معفاة^(٢).

^(١) CEA§ 6(a) (1936); 7 U.S.C. § 6 (1936).

^(٢) "Excluded commodity The term "excluded commodity" means.

- (i) an interest rate, exchange rate, currency, security, security index, credit risk or measure, debt or equity instrument, index or measure of inflation, or other macroeconomic index or measure;

(ii) any other rate, differential, index, or measure of economic or commercial risk, return, or value that is.

(I) not based in substantial part on the value of a narrow group of commodities not described in clause (i); or (II) based solely on one or more commodities that have no cash market.

(iii) any economic or commercial index based on prices, rates, values, or levels that are not within the control of any party to the relevant contract, agreement, or transaction; or.

(iv) an occurrence, extent of an occurrence, or contingency (other than a change in the price, rate, value, or level of a commodity not described in clause (i)) that is.

(I) beyond the control of the parties to the relevant contract, agreement, or transaction; and.

أولاً: يمكن النظر إلى البتكوين بأنها مماثلة للمعادن الثمينة لأنها محدودة في العرض والطلب ويمكن فيها التسليم الفعلي (على الأقل بالمعنى الرقمي)، بالإضافة إلى أن البتكوين يمكن أن تكون سلعة رأس مال لأنها تستخدم لإنتاج سلع وخدمات أخرى مثل الأصول الذكية والعقود. ثانياً: تصنف هيئة السلع التجارية في العقود الآجلة السلع غير الملموسة على أنها سلعة معفاة (إذا كان يُمكن نقل ملكية السلعة بشكل أو بآخر ويمكن استهلاك هذه السلعة).

وبناءً على ذلك، يُمكن اعتبار البتكوين سلعة معفاة من السلع غير الملموسة لأنها يمكن أن تكون مملوكة متداولة من غير تواجد مادي، وأخيراً يمكن تصنيف البتكوين كسلعة معفاة لأن السلع التي لا تقي بتعريف سلعة زراعية أو سلعة (مالية) مستبعدة وتصنف على أنها سلعة معفاة. وبناءً على ذلك، على الرغم من الطبيعة الفريدة للبتكوين، فإنها تقع ضمن تعريف السلعة لأغراض الرقابة على العقود الآجلة، أما إذا كانت البتكوين يتم تصنيفها على أنها مستبعدة أو معفاة قد يكون للسلع تأثيرات رقابية على مبادلات البتكوين والعقود التي يتم بيعها للمستثمرين الأفراد. وبالتالي فإن العقود المستقبلية المشتقة من البتكوين تخضع لنطاق كامل من اللوائح التنظيمية بموجب قانون مبادلات السلع، يعني هذا أن العقود المستقبلية للبتكوين يجب أن يتم تداولها في البورصات الموجودة مثل بورصة شيكاغو التجارية، وأي منصة تقدم عقود بتكوين مستقبلية يجب أن تتوافق مع اللوائح التنظيمية واسعة النطاق التي يشترطها قانون مبادلات السلع لتنظيم المبادلات الآجلة.

(II) associated with a financial, commercial, or economic consequence.

Exempt commodity.

The term "exempt commodity" means a commodity that is not an excluded commodity or an agricultural commodity."CEA § 1a(19,20) (1936).

وتمتد الرقابة على تعاملات العملات المشفرة إلى الأطراف المشاركة في العمليات التجارية والأسواق والوسطاء الآخرين الذين يُساعدون على تسهيل المعاملات، والمبادلات وغيرها من الأسواق الأخرى.

حيث إنه عندما يقوم المستهلك بشراء السلع أو الخدمات من خلال استخدام العملة المشفرة، فهذه المعاملة تمثل مبيعات تجارية تقليدية، وليست تداول سلع، وحتى عندما يقوم المشتري بشراء عملة بتكوين أو أي عملة رقمية أخرى، فينظر لهذه المعاملة على أنها بيع تجاري أو تحويل عملة، وليست تداول سلع، وعندما يقوم المشتري بشراء الحق في البيع أو الشراء للعملة المشفرة بسعر محدد بتاريخ آجل، فإن تلك المعاملة هي تداول سلع وتخضع للرقابة التنظيمية للسلطات مهمتها حماية سلامة الأسواق الآجلة.

إن العنصر الهام في الرقابة على الأدوات المالية هو تركيزها على نزاهة المعاملات والأسواق التي يتم فيها تبادل الأوراق المالية، وحماية هذه النزاهة أمرٌ ضروري من أجل مد الجمهور بالثقة اللازمة لضمان مشاركته المستمرة في استثمارات الأوراق المالية.

أمّا عن أستراليا -على سبيل المثال- فهناك لوائح تنظيمية لبيع الأدوات المالية والتي تتطلب فيها الترخيص والرقابة المستمرة للأطراف الذين يبيعون الأدوات المالية للجمهور، وتعتبر الهيئة الأسترالية للأوراق المالية والاستثمار صاحبة الاختصاص القضائي على الأدوات المالية، وتأخذ الهيئة الأسترالية للأوراق المالية والاستثمار في الوقت الحاضر موقف بأن العملات المشفرة في ذاتها ليست منتجات مالية، هذا التصنيف يعني أن الأطراف التي تسهل إنشاء وتخزين واستخدام العملات المشفرة بشكل عام لا يتطلب ترخيص لها من قبل الهيئة الأسترالية للأوراق المالية والاستثمار⁽¹⁾.

وقد حددت الهيئة الأسترالية للأوراق المالية والاستثمار أنه على الرغم من التفاعل والتشابه بين العملات المشفرة والأدوات المالية التقليدية (على سبيل المثال: الأدوات التي تحول العملات المشفرة لعملة تقليدية أو منتجات

(1) Jon Southurst, "Australian Regulator: Bitcoin is Not a Financial Products", 2014 Available: www.coindesk.com/australian-regulator-bitcoin-financial-product.

مالية تقليدية) وفي هذه الحالة قد يتطلب ترخيص من الهيئة الاسترالية للأوراق المالية والاستثمار على أساس صلتها بالأدوات^(١) المالية المنظمة والتقليدية. ويعد التركيز الرئيسي للرقابة على الأسواق المالية هو حماية نزاهة المعاملات، كما تؤكد الجهات الرقابية على أهمية منع عمليات الاحتيال في تداول الأوراق المالية، والجهات الرقابية هي المسؤولة عن منع الاحتيال في تداول الأوراق المالية وهي تمارس عملها حالياً بشكل فعال في بيئة العملة المشفرة، وعلى سبيل المثال قد أجرت لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة ملاحقات قضائية بادعاء تزوير الأوراق المالية في منظومة العملة المشفرة، ووجهت لجنة الأوراق المالية والبورصة اتهامات لـ(تريندون تشافرز)^(١)، منشئ ومشغل أرصدة ومدخرات العملات المشفرة (البتكوين) الذي قام بخرق قوانين الأوراق المالية الأمريكية، مدعياً استخدام مخطط بونزي للاحتيال على المستثمرين، ووفقاً لقرار لجنة الأوراق المالية والبورصة قد عرض (تشافرز) على المستثمرين نسبة فوائد عالية بشكل كبير جداً لجذبهم لتوفير الأموال اللازمة لشراء البتكوين بعد شراء ما يقرب من (٧٦٤.٠٠٠) من عملة البتكوين، تؤكد السلطات أن تشافرز اختلس ما يقرب من (١٤٠.٠٠٠) من البتكوين^(٢)، وادعت السلطات أن (تشافرز) استخدم الأموال المقدمة من المستثمرين الجدد لتعويض المستثمرين السابقين، مما يجعل هذه العملية تصنف على أنها مخطط (بونزي). تشير قضية (تشافرز) إلى رغبة لجنة الأوراق المالية والبورصة باعتبار عقود الاستثمار الخاصة بشراء العملات المشفرة شكل من أشكال المشتقات المالية الحديثة، وبناء عليه يجب على الأطراف المشاركة

(1) SEC v. Shavers *et al.*, U.S. Dist. Ct. E. Dist. Texas, Case No. 4:13-CV-416; U.S. v. Shavers, U.S.

Dist. Ct. S. Dist. N.Y., Case No. 14-mag-02465, and U.S. v. Shavers, *et al.*, U.S. Dist. Ct. E. Dist.

Texas, Case No. 14-mj-00355

(2) Jonathan Stempel, "Texan charged in first bitcoin securities fraud Ponzi.

case", 2015 Available: www.reuters.com/warticle/2014/11/06/us-bitcoin-chargesidYSKBN0Q21I20141106.

في أنشطة العملة المشفرة وسماسة العملة أن يخضعوا للتسجيل ومتطلبات الإفصاح التي يفرضها منظمو الأوراق المالية بالتزامن مع معاملات الأوراق المالية، ويمكن أن تكون هذه القضية مهمة لأنها تتعامل مع عدد كبير من وسطاء العملة الذين يستثمرون في الأوراق المالية^(١).

كما أنشأت شركة (Ledger x)^(٢) سوقاً لتبادل عقود البتكوين^(٣)، فقامت بتقديم طلب للحصول على تراخيص وطلبت موافقة الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة على عملياتها، وذلك من خلال وضع عقود نمطية للاتفاقيات الآجلة للبتكوين والتي تشمل بتكوين والعملات المشفرة الأخرى المفترض دخولها السوق مع تقدم الوقت، ومن خلال سعي الهيئة التجارية لتحقيق السلطة الرقابية الكاملة على العقود المستقبلية للبتكوين، وذلك لإضافة الطابع الرسمي على مشتقات العملات المشفرة.

تعتبر الجهود المبذولة من قبل شركة (Ledger x) لإنشاء بورصة خاصة لتداول الأوراق المالية التي تتعامل حصرياً في العملات المشفرة يمكن أن يكون لها تأثير كبير على تداول الأوراق المالية والرقابة على تلك التداولات مستقبلاً، وقد حصلت شركة (Ledger x) على ترخيص لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة لإنشاء بورصة خاصة لتداول الأوراق المالية باستخدام العملات المشفرة بتاريخ ٢٠١٧/٧/٦ وبموجب هذا

(1) No Author Given, "China Police Detain Three in Bitcoin Fraud Case, Xinhua

Says", 2013 [Online]. Available: www.bloomberg.com/news/articles/2013-12-04/china-police-detainthree-in-bitcoin-fraud-case-xinhua-says

(2) LedgerX is the first federally regulated exchange and clearing house to clear and list bitcoin swaps and options for the institutional market. The CFTC oversees LedgerX's registration and regulates virtual currency derivatives, as a "swap execution facility (SEF)" and "derivatives clearing organization (DCO).

(3) Zach Miners, "Swap agreement aims to protect Bitcoin holders from the next Crash" 2015 [Online]. Available: www.pcworld.com/article/2111201/swap-agreement-aims-to-protect-Bitcoin-holders-from-the-next-crash.html.

الترخيص تعد البورصة الجديدة بيئة تداول أوراق مالية ومقاصة لتداول المشتقات الخاصة بالعملات المشفرة من خلال العقود المستقبلية^(١). وهناك عرض آخر من شركة أوفر ستوك (Overstock.com)^(٢) مع مزيد من الجهد من قبل ليدجير اكس (Ledger X) في سياق تداول المشتقات،

(1) LedgerX is now authorized to provide clearing services for fully-collateralized digital currency swaps. LedgerX was also approved as a "swap execution facility (SEF)" on July 6, 2017, to make it the "first federally regulated SEF" allowed for offering clearing services along with trading facilities for options based on any digital currency. Meantime, LedgerX was previously granted in 2015 a temporary licensing approval. Now it holds a license for clearing and trading of financial tools, based on cryptocurrency. These tools are supposed to reduce investment risks that arises in and cryptocurrency market. "CFTC Grants LedgerX License as Derivatives Clearing Organization", Lester Coleman, 27/07/2017.

(2) On January 9, 2014, Overstock.com became the first major retailer that accepted bitcoin for payments for its products. In the first twenty two hours, they received over 800 orders worth US \$126,000 in bitcoin which represented 4.33% increase in sales from their normal income of \$3 million per day. In March 13, 2014, Overstock bitcoin income had decrease to about 1%. "Overstock to Donate 4% of Bitcoin Revenue to Foundations Advocating Cryptocurrency Adoption". Overstock Investor Portal. September 14, 2014.

In August 2018, Overstock.com shares increased 17% after a "major Chinese equity firm agreed to invest in tZERO, the blockchain subsidiary vying to reshape the investment world through a SEC-regulated alternative trading system (ATS)." tZero is an Overstock.com blockchain subsidiary

<https://en.wikipedia.org/wiki/Overstock.com#Bitcoin>.

"tZero was founded on October 2014 to utilize blockchain technology as a vehicle to revolutionize Wall Street. On December 18th, 2017, tZERO launched its ICO and was met with high levels of interest and raised upwards of \$250 million in an ongoing ICO."

في حين أن أوفر ستوك تتحرك تجاه تطبيق تكنولوجيا البلوك تشن (منصة شبكة حاسوبية موزعة على أساس التشفير) على تداول المشتقات المالية، تسعى شركة أوفر ستوك إلى تطبيق نفس المنصة (البلوك تشن) على نطاق كامل في تداول الأوراق المالية التقليدية.

فإن المبادرتين لديهما القدرة على عمل تحول في تشغيل سوق الأوراق المالية، يُمكن من خلاله أن تحقق تجاربهم جدوى فيما يخص توزيع استخدام شبكة البلوك تشن لتبادل التجارة المالية المتطورة إذا نجحت، ومن المرجح أن تمهد الطريق لمزيد من التشفير المبني على شبكات الحوسبة الموزعة التي تعمل في البورصات المالية.

فنجد أن أنصار استخدام تكنولوجيا البلوك تشن في أسواق الأوراق المالية تؤكد أن هذه النظم يُمكن أن تعزز في الواقع سلامة الأسواق المعنية، ومن خلال هذه التقنية ستكون المعاملات أكثر شفافية لكل من مستخدمي السوق والمنظمين، بالإضافة إلى ذلك تقلل هذه الأنظمة من دور الوسيط في بيئة التداول، مما يجعل المشتريين والبائعين أقرب لبعضهم البعض بشكل مباشر في المعاملات، والتي ينبغي أن تقلل من تكاليف التشغيل ومخاطر الأخطاء وسوء السلوك.

كما أن بورصة شركة أوفر ستوك تشمل جميع أشكال الأوراق المالية وليست الأسهم فقط، وكذلك تشغيل تبادل الأوراق المالية عن طريق نظام آمن باستخدام تكنولوجيا التشفير التي تهدف إلى تمكين المستخدم وزيادة كفاءة التشغيل والشفافية في المعاملات^(١)، ويدعم مؤيدو استخدام هذه الأسواق وتقنيات العملات المشفرة بأنها ستكون أكثر شفافية للمستثمرين والجهات الرقابية وأقل تكلفة، وأكثر كفاءة من التبادلات التجارية التقليدية، وقد قامت

<https://coincentral.com/what-is-tzero-and-why-it-could-be-a-big-deal/>, 03 DECEMBER 2018.

(1) Joe Pugliese, "Overstock Files to Offer Stock That Works Like Bitcoin", 2015, www.wired.com/2015/04/overstock-files-offer-stock-works-like-bitcoin.

شركة أوفر ستوك مؤخراً بشراء حصة في شركة وساطة مالية مسجلة للتوسع في نشاط هذه البورصة الجديدة^(١).

ونري أنه بحصول شركة (Overstock.com) على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة على إنشاء هذا السوق -البورصة الجديدة- والذي يُعدُّ تطوراً وانطلاقةً جديدةً قائماً على تكنولوجيا التشفير الخاصة بالعملات المشفرة متفقاً مع القوانين القائمة والسياسات والأنظمة التي تنظم تداول الأوراق المالية باعتبارها تقنية مبتكرة ولديها القدرة على عمل تحول في سوق تداول الأوراق المالية بشكل كبير في جميع أنحاء العالم والتزامها بجميع القوانين القائمة ذات الصلة بأنشطة تداول الأدوات المالية المقترحة، ولم تحاول مناقشة أن الإطار القانوني الحالي لا ينطبق على نظامها المبتكر، لكنها أقرت بانطباق جميع الموافقات الرقابية الحالية لأنشطتها، على الرغم من حقيقة أن خطتها ستقوم بمباشرة الأنشطة بشكل غير عادي ويمكن أن يؤدي ذلك إلى تحول في بيئة تداول الأوراق المالية، وحيث إنه من المحتمل أن تكون عدد التطبيقات كبيرة ومتنوعة لمنصات العملات المشفرة وسوف تظهر التكنولوجيات كل واحد من هذه التطبيقات متطورة ومبتكرة، فمن المرجح أن توفر (Overstock) نموذجاً ممتازاً لمطوري التطبيقات الأخرى التي ستطبق البلوك تشين وغيرها من تكنولوجيات نظام العملة المشفرة.

وتقوم جزيرة (آيل أوف مان) وهي واحدة من عدة بلدان في جميع أنحاء العالم في الوقت الحاضر بعمل مراجعة لبيئتها القانونية والتنظيمية في محاولة لتسهيل الاستخدام الموسع للعملة المشفرة ولجذب الشركات العاملة في المجال الرقمي داخل منظومة العملة المشفرة، كجزء من هذا الجهد الشامل، وجزيرة (آيل أوف مان) على وجه التحديد قررت أن العملة المشفرة ليست عملة ولكن بدلاً من ذلك هي شكل من أشكال الممتلكات، والتي تخضع للحقوق والالتزامات القائمة المرتبطة بالملكية الشخصية^(٢)، ومن الجدير بالذكر أن هذه

(1) Pete Rizzo, "Overstock Invests in Broker-Dealer Ahead of Decentralized StockMarket Launch", 2015

,www.coindesk.com/overstock-medici-pro-securities.

(2) Government of the Isle of Man, "Questions and Answers -- Digital Currencies", 2014.

البلدان حريصة على تشجيع المزيد من الاستخدام واسع النطاق للعملة المشفرة لتوضيح أن العملة المشفرة هي في الواقع شكل من أشكال الملكية الشخصية. وأخيراً... فإن الأسواق المالية العالمية في حالة تطور مستمر لإيجاد أفضل الممارسات والأساليب الرقابية عليها ضمن خطة تنشيط الوعي بالأدوات المالية المستحدثة ويبقى استخدام العملات المشفرة في سوق السلع أحد التحديات القانونية المعاصرة والتي يفرضها التطور التكنولوجي الهائل والتي تحتاج إلى مزيد من الدراسة هل ستطبق التنظيم القانوني التقليدي للعقود المستقبلية كأحد الأدوات المالية على العملات المشفرة مثل البتكوين، فإننا نرى أن الطبيعة القانونية للعملات المشفرة مازالت محل جدل قانوني حتى في الدول التي قننت استخدامها كوحدة حساب وكسلعه مقيدة في بورصات السلع، وعليه نعرض في المطلب الثاني من هذا البحث مدى إمكانية وجود عقود آجلة لتداول العملات المشفرة كأحد الأدوات المالية.

المطلب الثاني

العقود الآجلة والنقود المشفرة

(البتكوين)

تمهيد:

- أصبحت العقود الآجلة شائعة في حياتنا اليومية، ك شراء المحصول الزراعي قبل موعد موسم حصاده، وكالعقد الذي ينص على تبادل كمية من العملة الأجنبية في وقت لاحق على أن يتم تحديد الثمن عند إبرام العقد، وإذا كان كل عقد يبرم وقد تحدد فيه ثمن السلعة على أن يتم تنفيذها في تاريخ لاحق هو عقد آجل فسوف نتناول في هذا المطلب ماهية العقود الآجلة وموقف المشرع المصري من تطبيقها في سوق الأوراق المالية، وذلك في ظل صدور القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨م بشأن تعديل أحكام سوق رأس المال، والمتضمن إقرار المشرع المصري بإنشاء بورصات للعقود الآجلة، ثم نتناول كيفية تداول البتكوين على العقود الآجلة وذلك على النحو التالي:

أولاً : ماهية العقود الآجلة:

- يُقصد بالعقود الآجلة: « هي عقود يُبرمها الأطراف على أن يتم تنفيذها في وقت لاحق يتفق عليه الأطراف^(١)، وبالتطور المستمر للعمليات الآجلة أصبحت تشمل الموارد الطبيعية كالذهب والفضة ثم أصبحت تُعقد على أوراق مالية، وأخيراً ظهرت العمليات الآجلة المنظمة كالمستقبلات والخيارات»^(٢).

ويُقصد أيضاً بالعمليات الآجلة: «هي تلك العمليات التي يكون فيها تسليم الأوراق المالية والوفاء بالثمن مؤجلين إلى وقت مُحدد يُسمّى بيوم التصفية، ويُحدد البائع والمشتري باتفاقهما شروط العقد، غير أنهما يتفقا على تأخير تنفيذه»^(٣).

وعلى الرغم من تمتع سوق العقود الآجلة بالكثير من المزايا وأهمها المرونة والقدرة على قبول الصفقات الكبيرة دون أن تحدث أثراً كبيراً في الأسعار وفي هذه الحالة ينفذ العقد في ميعاد استحقاقه بتسلم الثمن وتسليم الأدوات المالية المباعة، إلا أنها لا تخلو من العيوب، منها:

- في ظل العقود الآجلة لا يوجد ضمان ضد احتمال تعرض أحد طرفي العقد للعجز عن الوفاء بالتزاماته تجاه الآخر.
- لا يمكن إلغاء العقود الآجلة بدون اتفاق الطرفين، كما أن التزامات الطرفين لا يجوز تحويلها إلى طرف ثالث؛ لذا فإن العقود الآجلة ليست على درجة عالية من السيولة ولا يمكن تسويتها بسهولة.

ويعرّف العقد الآجل (Forward Contract) بأنه: «عقد بين طرفين يلتزمان بموجبه باستلام أو تسليم كمية من أصل معين بسعر معين في زمان

(١) Robert W. Kolb, Futures, Options and Swaps, 2nd. Ed., Blackwell Publishers Inc., 1997.p11.

(٢) للمزيد انظر: د/ أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧، ص ١٤٩.

(٣) للمزيد انظر: د/ سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠م، ص ٤٣٧.

محدد ومكان محدد»^(١). وفي ذات المعنى عرف بأنه: «عبارة عن اتفاق بين طرفين يرد على أصل مالي معين في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه في الوقت الحالي».

وهو نوع من المعاملات التي يتم إبرامها في سوق الأوراق المالية، ويُعد عقد بيع يتفق فيه على نوع الأوراق المالية محل العقد وعددها و ثمنها عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق، يسمى يوم التصفية، وتختلف العقود الآجلة عن البيع لأجل، في أن البيع لأجل يحصل تسليم الأوراق المالية وقت العقد، إلا أنه يتراخى دفع الثمن إلى أجل أو آجال محددة؛ وذلك بخلاف العقود الآجلة التي يتم فيها تأجيل تسليم الأوراق المالية، وكذلك تأجيل دفع الثمن.

مثل هذا الاتفاق لا يتطلب من التاجر أي مدفوعات عند التعاقد، وإنما يتم دفع الثمن عند الاستلام، وبالتالي تقل المخاطر التي يُمكن أن يتعرض لها كل من الطرفين والتي تنتج من التقلبات في الأسعار سواء للبائع أو للمشتري، فهي بمثابة عقد كتابي بين البائع والمشتري في الوقت الحالي لتبادل أصل من الأصول مقابل النقود على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق وبسعر محدد يمثل سعر التنفيذ (Exercise Price)، أمّا السعر المتفق عليه في العقود الآجلة يمثل السعر المقبول لكلا الطرفين بغض النظر عن ما يُمكن أن يحدث لسعر الأصل في المستقبل، وذلك إلى أن يتم تسليم الأصل في تاريخ التسليم، وتتصف العقود الآجلة بتوافر درجة عالية من المرونة لطرفي العقد، أي أن جميع بنود العقد تخضع لإرادة الطرفين (Tailored to Individual Needs)، ولذلك فهي تمثل عقوداً غير قياسية (Unstandardized)^(٢)، فيستطيع البائع والمشتري أن يحددا مواعيد التسليم الخاصة بهما حيث لا توجد

(١) د/رياض أسعد، استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية، ١٩٩٧، ص ٢٤١.

(٢) Forward contract is a bilateral, unstandardized agreement to sell or buy a product that will be delivered in a future date. These contracts are not traded in an organized exchange nor can be resold without the two parties agrees. Ante Nosi ; Daria Karasalihoivi, Sedlar; Lucija Juki, Oil and Gas Futures and Options Market, The Mining-Geology-Petroleum Engineering Bulletin, UDC: 550.8:552.1.

جداول تسليم ثابتة لهذه العقود، ولا يوجد عدد ثابت من الوحدات التي يجب أن يتضمنها كل عقد، ولا توجد نسبة هامش مبدئي واجب دفعها في بداية تحرير العقد، وإنما قد تشترط بعض من هذه العقود توافر حسابات ضامنة أو خطابات ضمان بنكية لازمة لأي طرف من أطراف العقد، كذلك لا توجد بيوت تسوية خاصة تقوم بتسوية مثل هذه العقود، وإنما يتم تسويتها عن طريق البنوك الخاصة بطرفي التعاقد أو عن طريق بعض السماسرة.

هذا وتتصف العقود الآجلة بأنها لا يتم تداولها في مكان مُحدد في أسواق الأوراق المالية العالمية كما هو الحال في العقود المستقبلية، وإنما يتم تداولها عبر شبكات الإنترنت والمواقع الإلكترونية، ويحصر تداول مثل هذه العقود على فئة محددة مثل كبار العملاء وكبار تجار البضائع والعملات وخلافه.

وتتصف أسواق العقود الآجلة أنها لا تضع قيوداً على المعاملات فلا توجد حدود على ملكية هذه العقود، أو لا توجد حدود سعرية يومية على تغير أسعار الأصول (No Daily Limit)، فكل هذه الصفات السابقة للعقود الآجلة تجعلها غير قياسية، وبالتالي تتخفف درجة السيولة لهذه العقود فمن الصعب على أحد طرفي التعاقد أن يتخلص من موقفه الحالي إلا إذا استطاع بذاته إجراء عملية معاكسة، كذلك لا يُمكن اللجوء إلى بيت التسوية لتسوية موقفه في هذا العقد، ولذلك فقد أثبتت الدراسات والإحصائيات أن أكثر من (٩٠%) من العقود الآجلة يتم تنفيذها في تاريخ التسليم^(١).

والعقود الآجلة عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يُسمى سعر التنفيذ (Exercise Price)، كما يتم الاتفاق على النوعية، وتاريخ الاستحقاق، والجودة أو الرتبة في حالة السلع، وعلى الكمية، وطريقة ومكان التسليم، وكيفية تسوية العقد، وهكذا يبدو في العقود الآجلة الطابع الشخصي حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية، ومن ثم لا يتوقع أن تكون لتلك العقود سوق ثانوي (Secondary)، وهذا يعني أنه بمجرد إبرام العقد قد لا يستطيع أي من الطرفين إلغاؤه وما ينطوي عليه ذلك

(١) د/ محمد صالح الحناوي، طارق الشهراوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، طبعة ٢٠١٢، ص ٢٨٥.

من مخاطر تتمثل في عدم القدرة على التسليم وحدوث تغير جوهري في سعر السلعة في المستقبل.

وهنا يثور التساؤل عن مدى جواز تطبيق القواعد الخاصة بالعقود الآجلة على النقود المشفرة (البتكوين)، وما هو موقف المشرع والفقه الأمريكي من ذلك، وعليه نعرض الآتي:

ثاني ١: النقود المشفرة (البتكوين) والعقود الآجلة:

- إن العقد الآجل هو عقد يوافق عليه بموجبه الطرفان على تداول أصل في وقت لاحق بسعر محدد في هذا الوقت.^(١) على سبيل المثال، يكون العقد متضمن فيه قيام مصافي النفط بدفع إنتاج النفط لتسليم النفط في وقت محدد في المستقبل^(٢) علي النقيض من العقود المستقبلية، فإنه يتم التفاوض على العقود الآجلة لتتوافق مع المخاطر المحددة والشروط الأخرى التي تشعر الأطراف بالقلق بشأنها ولا يتم تداولها في البورصات المركزية. كما تعتبر العقود الآجلة من أقدم أنواع المشتقات ظهوراً وتعرف العقود الآجلة بأنها تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بتسليم كمية معينة من أصل مالي

(¹) If bitcoins are classified as currency-like excluded financial commodities, they may ultimately be subject to the Treasury Department's exemption from clearing and trading applicable to foreign exchange swaps and forwards. In addition, excluded commodity bitcoins sold to retail investors would likely be regulated like retail foreign exchange transactions. However, if bitcoins are classified as exempt nonfinancial commodities, they may be completely exempt from swaps regulation if they also qualify as a forward contract intended for physical delivery. 7 U.S.C. § 1a(47)(B)(ii) (1936).

(²) Forward Contract Definition, CFTC Glossary, U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMM'N EDUC. CTR.

<http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/CFTCGlossary/index.htm>; Hull, supra note.

- عملة، أسهم، سندات، أوراق مالية أخرى وأخيراً عملات مشفرة - في تاريخ لاحق ومحدد سلفاً بسعر محدد مسبقاً^(١).

فالعقود الآجلة على هذا النحو تُعد أداة تُستخدم لتغطية المخاطر المترتبة على تقلبات أسعار الأصول المالية حيث يتحدد منذ لحظة إبرام العقد -ورقة مالية أو عملة- والسعر الذي سوف يتم بناءً عليه التبادل والتاريخ الذي سوف يتم فيه التبادل، والعقود الآجلة تعد عقوداً شخصية^(٢)، حيث يكون للطرفين الحق في وضع شروط العقد وفقاً لظروف كل منهما ولذلك تعد العقود الآجلة ذات خطورة أكبر بالنسبة لطرفيها من العقود المستقبلية ذات الطبيعة المنظمة^(٣).

وعلى هذا النحو فإن المضاربون لا يجدون مكاناً لهم في العقود الآجلة، إذ لا غرض لهم في السلعة محل التعاقد، بل همهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء وتحقيق أرباح طائلة. أما في العقود المستقبلية فالعلاقة بين الطرفين غير مباشرة، إذ تتم من خلال بيت التسوية (Clearing House)^(٤)، الذي يضمن التزامات الطرفين،

(١) Simon Yves et Lutier Delphine, *Finance Internationale*, 9er ed., Econmica, Paris, 2005. P. 344.

(٢) "A forward contract is a contract to buy some security or commodity for a predetermined price, at some time in the future; the purchase price remains fixed, whatever happens to the price of the security before maturity." Peter James, *Option Theory*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, 2003, pp.8.

(٣) د/ غزال العوسي، آليات العمل في بورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة بين مصر وفرنسا في ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفنية، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠١٠، ص ١٦٣.

(٤) Today, two systems exist for clearing and settling of derivatives, the bilateral clearing and settlement and central counterparty (CCP) clearing and settlement. A CCP is defined as "... [a]n entity that interposes itself between counterparties to contracts traded in one or more financial markets, becoming the buyer to every seller and the seller to every buyer." Robert R. Bliss and Robert S. Steigerwald, *Derivatives clearing and settlement: A comparison of central counterparties and alternative structures*.

هذا فضلاً عن أنها عقود قياسية فجميع شروطها ليست محلاً للتفاوض عدا السعر والكمية، ومن ثم فهي ليست عقوداً شخصية، وهذا يتيح وجود سوق ثانوي لها ويجد المضاربون فيها فرصاً لتحقيق الأرباح.

والعقود المستقبلية عقود قياسية من حيث الحجم وتاريخ التسليم ونوعية الأصل المتداول، بالإضافة إلى إمكانية تغيير سعر العقد المستقبلي خلال فترة التعاقد وهذا غير ممكن بالنسبة للعقد الآجل، كما أن هناك سوق مركزي رسمي للعقود المستقبلية، ويتم فيه التعاقد من خلال بيت التسوية كوسيط بين البائع والمشتري، حيث يقوم كل طرف بوضع مقدار مالي لدى بيت التسوية يُسمى الهامش المبدئي، وذلك لضمان إتمام العقد.

وتعد العقود المستقبلية شديدة الشبه بالعقود الآجلة حيث تحمل نفس المعنى ونفس الخصائص الأساسية، غير أن العقود المستقبلية تنسم بخصيتين غير متواجدين في العقود الآجلة وهما:

الأولى: أن العقود المستقبلية تُعد عقود منظمة وذات بنود قياسية، ويتم تداولها عبر الأسواق المالية المنظمة، حيث يتم تحديد عدد الوحدات محل العقد وتاريخ التسليم ومستوى الأسعار في ضوء القواعد التي تحكم عمل السوق، وهو ما يقلل من المخاطر المترتبة على هذه العقود بالنسبة لطرفيها.

الثانية: وجود آلية لتقليل المخاطر الناتجة عن العقود المستقبلية، تتمثل بصفة أساسية في التزام طرفي العقد بإيداع نسبة من قيمة العقد كضمان لتنفيذ الالتزام ويطلق عليها هامش مبدئي (MarginInitial)، وهو ما لا يوجد في ظل العقود الآجلة، ويتراوح هذا الهامش ما بين (١%) إلى (١٠%) من قيمة العقد حسب طبيعة الأصل المالي محل التعاقد، ويتم إيداع هذا الهامش في صورة نقود أو أوراق مالية.

كذلك وعلى عكس العقود الآجلة لا يجوز إبرام أي عقد بين طرفيه بصفة شخصية بل لابد من إتمام جميع عمليات التعاقد عن طريق غرفة المقاصة والتي تقوم بالتسجيل الفوري لأي عقد مستقبلي منذ لحظة تداوله بين البائع والمشتري، حيث يُعد في غرفة المقاصة سجل بأسماء المستثمرين الذين لديهم عقود تتداول في سوق العقود المستقبلية، غير أن أوامر البيع والشراء الواردة على العقود المتداولة لا تُعطى مباشرة لغرفة المقاصة عن

طريق أطراف تلك العقود، بل لابد وأن يتم ذلك عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين بالسوق^(١).

والعقود الآجلة والعقود المستقبلية بينهما حالة تشابه، ولكن يمكن تلخيص أهم الفروق بينهما في الآتي:

١- يتم تداول العقود الآجلة في أسواق غير منظمة، بينما تداول العقود المستقبلية يتم في أسواق منظمة.

٢- العقود الآجلة غير قياسية حيث يتم تحديدها بالاتفاق بين الطرفين، أمّا العقود المستقبلية قياسية من حيث حجم التعاقد، وتاريخ التسليم ونوعية الأصل، أمّا السعر وعدد العقود فيتم التفاوض عليها بين الطرفين.

٣- لا توجد بيوت تسوية تحقق الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم القدرة على السداد في العقود المستقبلية وفقاً لأسعار السوق من خلال نظام الهامش.

٤- العقود الآجلة تظل حتى أجل الاستحقاق أمّا العقود المستقبلية فيمكن إقفالها قبل أجل الاستحقاق أو تاريخ الاستلام.

فإن التفرقة بين العقود الآجلة والمستقبلية وفقاً للفقهاء الأمريكي لا يتم تحديده بموجب النظام الأساسي أو اللائحة الأمر الذي يجعله غير واضح، وعليه فقد اعتمدت المحاكم أساليب مختلفة لتحديد ما إذا كانت الأطراف تستخدم العقود المستقبلية خارج البورصة بشكل غير قانوني متخفية في شكل أجل غير منظم.

وقد تتطلب التفرقة بين العقود الآجلة والمستقبلية -تقليدياً- إلى تحليل لمجمل الظروف المحيطة بالعقود المعنية، وبموجب هذا النهج، فإن بعض الاختلافات الرئيسية بين العقود الآجلة والمستقبلية هي أن العقود الآجلة لا معيار لها، ولا يتم تداولها في البورصة، وربما الأهم من ذلك، أن يكون المقصود من الأطراف أن تسلم السلعة فعلياً وليست فقط تسوية نقدية في السوق مقابل الفرق في أسعار العقود^(٢)، وعلى حد تعبير الهيئة التجارية

(١) د/ غزال العوسي، آليات العمل في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٦٤، ١٦٥.

(٢) Forward contract, CFTC Glossary, U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMM'N EDUC. CTR.,

للعقود السلعية الآجلة الأمريكية، الغرض الأساسي من العقد الآجل هو نقل ملكية السلعة وعدم نقل المخاطر التي ترتبط بالأسعار^(١)، ويجوز أن يشمل نقل الملكية نقل السلع غير الملموسة، مثل حقوق التلوث، بحيث يكون العقد الذي ينقل ملكية غير مادية يمكن أن يوصف على أنه عقد آجل.

وتطبيقاً لذلك فقد اتجه القضاء الأمريكي الدائرة التاسعة^(٢) في القضية التي تخص الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة ضد مجموعة شركة بترو للتسويق، أن العقود التي يتم تسويقها للجمهور لشراء العقود لا تتطلب التسليم الفعلي لكي يطلق عليها عقود مستقبلية وأوضحت المحكمة أن المشتري لهذه العقود كانوا من المضاربين دون النية أو القدرة على التسليم الفعلي، ومن

<http://www.cftc.gov/consumerprotection/educationcenter/cftcglossary/>
See also CFTC v. Erskin, 512 F.3d 309 (6th Cir. 2008) (defining and distinguishing futures and forwards contracts); In re National Gas Distributors, 556 F.3d 247 (9th Cir. 2009); CFTC v. Hanover Trading Corp., 34 F. Supp. 2d 203 (S.D.N.Y. 1999) (contracts where no delivery was contemplated were futures).

^(١) 77 Fed. Reg. 48,227, 48,228 (Aug. 13, 2012),

<http://www.cftc.gov/ucm/>

[groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-18003a.pdf](http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-18003a.pdf).

For the purposes of being excluded from the statutory definition of “swap,” the CEA defines a forward contract as “any sale of a nonfinancial commodity or security for deferred shipment or delivery, so long as the transaction is intended to be physically settled.” 7 U.S.C. § 1a(47)(B)(ii) (2014).

^(٢) In 1982, the Ninth Circuit considered a claim by the CFTC that a company named Co Petro was unlawfully engaging in “futures contracts,” under which Co Petro sold petroleum “at a fixed price for delivery at an agreed future date,” but “did not require its customer to take delivery of the fuel.” CFTC v. Co Petro Mktg. Group, Inc., 680 F.2d 573, 576 (9th Cir.1982).

The rule, based on the Co Petro holding, focused on whether the putative purchaser had a subjective intention of actually receiving delivery of the underlying commodity—if so, it was deemed a “forward contract,” but if not, it was deemed a “futures contract.”

العوامل الأخرى التي اعتبرتھا المحكمة في قضية بترو مهمة لتحديد إذا كانت العقود مستقبلية هي نمطية العقود، وأن شركة بترو تصرفت باعتبارھا بورصة لتداول الأوراق المالية عن طريق وعد عملائھا بتبادل المراكز حتى لا يضطر عملائھا للتسليم الفعلي والوقوف على أهبة الاستعداد لتصفية العقود وجمع الودائع الخاصة.

وفي الآونة الأخيرة، رفضت المحاكم التفرقة بين العقود الآجلة والمستقبلية فيما يخص العملات بمجمل الظروف، فضلاً عن ذلك، فإنھا تصيغ التفرقة باعتبار أسواق العقود المستقبلية هي بيع عقود مستقلة عن السلع المشتقة منها، في حين أن الأسواق الآجلة هي لبيع السلع.

وبعبارة أخرى: العقد الآجل هو «بيع بغرض التنفيذ أو التسليم المؤجل، على النقيض من ذلك لا يشمل العقد المستقبلي بيع السلعة على الإطلاق». ففي قضية الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة ضد (زيلنير)^(١)، اتجه القضاء الأمريكي إلى أن العقود التي تسمح للمشتريين بشراء عملة على أساس مؤجل كان عقداً آجلاً وليس مستقبلاً لأن العقود لم تكن نمطية وبالتالي لم يكن هناك أي تداول للعقود^(٢). حدد (زيلنير)^(٣) أيضاً خاصيتين أساسيتين لأسواق

(^١) CFTC v. Zelener, (7th Cir. 2004). As the Seventh Circuit declared upon considering this same provision, this broad language - "contract(s) of sale of a commodity for future delivery" - cannot reasonably be applied as broadly as it suggests. See CFTC v. Zelener, 373 F.3d 861, 865 (7th Cir. 2004).

(^٢) Zelener's classification of the contracts as forwards has not been disturbed by subsequent amendments to the CEA that expanded the CFTC's authority over retail forex transactions. See Secure Leverage Grp., Inc. v. Bodenstein (In re Peregrine Fin. Grp., Inc.), (Bankr. N.D. Ill. 2014) ("Congress did not reject the holding in Zelener that retail forex transactions are spot contracts.").

(^٣) Pursuant to the Dodd-Frank Act, on December 2, 2011 the CFTC clarified the meaning of "actual delivery" solely for the purposes of retail commodity transactions. See Retail Commodity Transactions Under Commodity Exchange Act, 78 Fed. Reg. 52,426, Aug. 23, 2013,

العقود المستقبلية (في مقابل العقود الآجلة): وجود غرفة مقاصة مركزية تتعامل مع الطرفين فيمكن للمشتري شراء عقد بيع مستقبلي، ويمكن للبائع شراء عقد شراء مستقبلي من خلالها.

وطرحت محكمة الاستئناف الأمريكية الدائرة السادسة^(١) نهجاً آخر للفرقة بين العقود الآجلة والمستقبلية، وذكرت المحكمة في القضية الخاصة بالهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة ضد (أرسكين) أن: «العقود المستقبلية هي عقد لمعاملة مستقبلية، في حين أن العقد الآجل هو عقد لمعاملة حالية باستلام مستقبلي»، وقد عرف (أرسكين) بشكل محدد كل نوع من العقود بمجموعة من ستة عناصر من الخصائص، بتطبيق تلك التعاريف على العقود محل النزاع، وجد (أرسكين) أن عقود شراء أو بيع العملات الأجنبية كانت آجلة لأنها لم تكن قابلة للاستبدال، لا يتم تداولها في البورصة، ولم يتحدد لها أحجام قياسية للكميات أو تتطلب عملة معينة، ولم يكن لها سعر مُحدد أو تاريخ تسوية، وحكمت المحكمة في قضية (أرسكين) أن العقود هي عقود آجلة على الرغم من أنها تسدد نقدًا (بدون تسليم فعلي) وفي الواقع يرفض كلا هذين النهجين الأخيرين التمييز بين الآجل والمستقبلي وفقاً لمدى ملائمة ما إذا كان العقد ينوي أو يؤدي إلى التسليم الفعلي للسلعة.

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/document/s/file/201320617a.pdf>.

(١) CFTC v. Erskine, "Transactions in foreign currency each involved "forward contract," and not "futures contract," and thus were not subject to jurisdiction of Commodities Futures Trading Commission (CFTC) under Commodity Exchange Act (CEA), given that, in each transaction, agreement was not traded on an exchange, agreement was not fungible but involved specific order of specific commodity, transaction was not bound to stated unit quantity, contract of sale did not already state particular commodity, contract did not have set price independent of market price, and price was not related to stated date on which contract would necessarily come due." Commodity Exchange Act, §§ 1a(19), 2(a)(1)(A), 7 U.S.C.A. §§ 1a(19), 2(a)(1)(A).

وأخيراً كما هو الحال في السلع الأخرى، فإن أنواعاً معينة من العقود سوف ينطبق عليها أن تكون (بتكوين آجلة)، وليست عقود بتكوين مستقبلية، وبالتالي لن تخضع للنطاق الكامل للتنظيم بموجب قانون بورصة السلع، واعتماداً على أيّ من الطرق السابقة التي تطبقها المحكمة فإن مشتقات البتكوين هي أكثر عرضة لتطبيق عليها صفة الآجل إلى المدى الذي تنطوي فيه هذه العقود على التسليم الفعلي أو أنها غير قابلة للاستبدال وليست متداولة بشكل مستقل.

المبحث الثالث

المقايضات (المبادلات) والنقود المشفرة

(البتكوين)

تمهيد:

- تمثل عقود المبادلة أحد أدوات المشتقات المالية لتغطية المخاطر بسوق الأوراق المالية وغيرها، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، فلقد أثبتت عمليات التبادل بأنها عمليات فعالة وسبباً في توحيد أسواق المال التي تصدر سندات بفائدة ثابتة وأخرى بفائدة متغيرة، بالإضافة إلى أنها أصبحت أدوات تحوط ناجحة وتحقق الوفرة في التكاليف.

وقد اعتبرها القانون الأمريكي ضمن الأوراق المالية حيث نص على أن الأوراق المالية تعني: «أي ورقة، سهم، سند خزانة، ورقة مالية مستقبلية، الورقة المالية المستندة على مبادلة...»^(١).

وقد أصبحت المبادلات الأكثر ثقلًا تجاريًا في العقود المالية عالميًا، فقد بلغ حجم تبادل معدلات الفائدة والعملات أكثر من (٣٤٨) بليون دولار عام ٢٠١٠^(٢)، وتستخدم المبادلات في عدة أغراض أهمها الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة، تخفيض تكلفة التمويل، والدخول إلى أسواق جديدة؛ واستحداث أدوات مركبة وعليه نتعرض في هذا المطلب لتعريف عقد

(1) SEC. 2., (1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond..., “Securities Act of 1933”.

(2) Bank of International settlement (BIS). بنك التسويات الدولية.

المبادلة، ثم نعرض لمدى إمكانية تطبيق عقود المبادلات على العملات المشفرة البتكوين، وذلك على النحو التالي:

أولاً : تعريف عقد المبادلة^(١):

- لا يختلف معنى المبادلة أو المقايضة في اللغة كثيراً عما سيرد بيانه من تعريف في الاصطلاح، علماً بأن المبادلة مرادفة لمعنى المقايضة، فهي تعني استبدال شيء مكان آخر، أو أخذ شيء مقابل لشيء آخر مماثل له في القدر أو القيمة.

وقد عُرِّفَ عقد المبادلة تعريفات عدة، وفي أنظمة مختلفة، فقد عرف الفقه الفرنسي عقد المبادلة (Swap) بأنه: «عقد بمقتضاه يلتزم الطرفان - طرفي العقد-بتبادل أصل مالي معين أو الإيرادات المالية المترتبة عليه وذلك فيما يتعلق بعمليات محددة»^(٢).

(١) ب د ل - (البَدِيلُ) البَدَلُ و(بَدَلُ) الشيءَ غَيْرُهُ يُقَالُ بَدَلْتُ وَ(بَدَلْتُ) كَشَبْتُهُ وَشَبَّهْتُ وَمَثَلْتُ وَمِثَلْتُ. و(أَبْدَلْتُ) الشيءَ بغيرِهِ و(بَدَّلْتُ) الله تعالى من الخَوْفِ أَمْنًا و(تَبَدَّلْتُ) الشيءَ أَيْضًا تَغْيِيرُهُ وإن لم يَأْتِ بِبَدَلِهِ و(اِسْتَبَدَلْتُ) الشيءَ بغيرِهِ و(تَبَدَّلْتُ) به إذا أَخَذَهُ مَكَانَهُ و(المُبَادَلَةُ التَّبَادُلُ). و(الأَبْدَالُ) قَوْمٌ مِنَ الصَّالِحِينَ لَا تَخْلُو الدُّنْيَا مِنْهُمْ إِذَا مَاتَ وَاحِدٌ مِنْهُمْ أَبْدَلَ اللَّهُ تَعَالَى مَكَانَهُ بآخر. قال ابنُ دُرَيْدٍ: الواحدُ (بَدِيلٌ).

ق ي ض - (قَابِضَةٌ مُقَابِضَةٌ) عَارِضَةٌ يَمْتَنِعُ. أبو بكر الرازي، مختار الصحاح، مرجع سبق ذكره. وهما قَيْضَانِ كما يُقَالُ بَيْعَانِ. وقايضه مقايضةً إذا أعطاه سلعة وأخذ عوضها سلعة. ابن منظور، لسان العرب، المجلد السابع، باب الضاد، مرجع سابق، ص ٢٢٥. وتعني بالانجليزية: (barter). ومقايضة معدلات فائدة الأسهم (rate anticipation swap): بيع سند دين وشراء سند آخر بتاريخ استحقاق مختلف للاستفادة إلى أبعد حد من التغيرات المتوقعة في معدلات الفائدة. مقايضة معدل الدين بمعدل السهم (debt - for - equity): اتفاق مبادلة يوافق مستثمر بموجبه على تبديل عائد أسهم بعائد دين مع مستثمر آخر خلال فترة محددة مسبقاً.

والمبادلة تشمل مبادلة مال بمال، ومال بمنفعة، ومال بغير ما هو لا مال ولا منفعة. وقد تكون مبادلة منفعة بمنفعة، أو مبادلة المنفعة بما هو لا بمال ولا بمنفعة. ولدى فقهاء المالكية في الشريعة الإسلامية، مفهوم آخر للمبادلة وتفصيل، فالمبادلة تعني «بيع النقد المسكوك بمثله عدا»، وقسموا بيع النقد بالنقد إلى ثلاثة أقسام، المراطلة، والمبادلة، والصرف، أما المراطلة: بيع النقد بمثله وزناً. أما المبادلة: فهو ما ذكرنا. أما الصرف: بيع النقد بالنقد من غير صنفه، كبيع الذهب بالفضة، أو بهما بفلوس. الدسوقي على الشرح الكبير (٤١/٣)، القوانين الفقهية، ص ٢٥٣.

(٢) د/ غزال العوسي، آليات العمل في بورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة بين مصر وفرنسا في ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفنية، مرجع سابق، ص ١٦٨.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية عرفها البعض: بأنها اتفاق تعاقدى بين طرفين أو أكثر لتبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق^(١)، والاتفاق يُحدد أيام سداد التدفقات النقدية وطريقة الحساب وعادة ما يؤخذ في الاعتبار عند الحساب متغيرات السوق في المستقبل.

وعرفت أيضاً بأنها: «اتفاقية بين طرفين على تبادل مدفوعات على أساس مقدار معياري -أو قياسي- متماثل»^(٢).

وعرفت المبادلة أو المقايضة أيضاً بأنها: «عقد بين طرفين يتفقان على مبادلات في أيام محددة مستقبلاً لمدة زمنية محددة»^(٣)، بينما جانب المدفوعات يحسب على أسس مختلفة»^(٤).

(1) Don. M. Chance, *an Introduction to Derivatives*, Ibid, pp. 264.

-Robert W. Kolb, *Futures, Options and Swaps*, Ibid, pp.613.

- John C Hull, *Fundamentals of Futures and Options Markets*, Prentice Hall, New Jercey, 4th ed., 2002, pp. 133.

“A swap is an agreement between two parties, called *counterparties*, to exchange sets of cash flows over a period in the future.

”Robert W. Kolb and James A. Overdahl., *Financial Derivatives*, Ibid, pp. vii.

(٢) لتوضيح فكرة هذا الأسلوب، نفترض أن إحدى المنشآت كان عليها التزام في صورة سندات تبلغ قيمتها ٢٠٠٠٠٠٠ جنيه تستحق بعد مرور ١٥ سنة ويمكن لهذه المنشأة الآن شراء سندات بدون كوبون (ZeroCouponBond)، وأن هذه السندات خالية من مخاطر عدم القدرة على السداد (DefaultRisk)، وتستحق هذه السندات بعد مرور ١٥ سنة من الآن وتبلغ قيمة هذه السندات ٢٠٠٠٠٠٠ جنيه فإذا ما قامت المنشأة بشراء هذه السندات فإن ذلك من شأنه أن يمكنها من مقابلة التزامها بعد مرور ١٥ عام، أما عن مخاطر تغير سعر الفائدة المرتبط بهذه الأموال يقال أنه تم تحييدها أو التحوط ضدها (Immunizedneutralized) بشراء السندات بدون كوبون.

(3) A swap is an agreement between two parties, usually an end user and a swaps dealer, to exchange sets of cash flows over a period in the future. Robert W. Kolb and James A. Overdahl., *Financial Derivatives*, 2003, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, pp. 166.

(4) A swap is a contract between two parties agreeing to exchange payments on regular future dates for a defined period of time, where the two payment legs are calculated on a different basis. Andrew M.

أو أنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية، خلال فترة مستقبلية، وقيل بأنها: «التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، وذلك بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد»^(١).

وقد ورد النص على المبادلة في القانون المصري بالمادة (٣٢٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، بشأن الصور المختلفة للمقابل في عرض الشراء بتعريفه عرض الشراء بأنه العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء كان مقابل الشراء نقداً أو مبادلة بأوراق مالية أخرى أو عرضاً مختلطاً^(٢).

Chisholm, *Derivatives Demystified, A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options*, 2004, John Wiley & Sons Ltd., England, pp.49.

(١) خصم المبادلة: هو النقص أو الانخفاض في سعر الصرف الرسمي المقدم من البلد الأجنبي أو المصرف التجاري في بلد أجنبي عند تنفيذ عقد مبادلة لشخص أو شركة أجنبية. تجارة المبادلة (Switch Trading): هي التجارة الترددية التي تقضي بيع خدمات أو منتجات إلى أحد دول الكتلة الصينية السوفيتية أو إلى أي دولة ضمن الاتفاقيات الثنائية التجارية مقابل دين مستحق لها. ويسحب هذا الحق المالي المكتسب بدولارات مقاصة حسب الأنظمة وقوانين الاتفاقيات الثنائية. وفي الغالب يحدد سقف لمقدار دولارات المقاصة في الاتفاقيات لذلك يوجد ضغط داخلي على كلتا الدولتين لتخفيض كمية الدولارات التي لصالحها حتى يمكن الاستمرار في عملية التبادل التجاري. وهناك رجال أعمال في النمسا وفي ألمانيا متخصصون في تجارة المبادلة. د/ محمد إبراهيم التويجري، معجم المصطلحات المالية، انجليزي عربي، دار المريخ للنشر، الرياض، ١٤١٣هـ / ١٩٩٣م.

(٢) والتنازل عن طريق المبادلة من خلال التنازل المباشر عن أسهم أوراق مالية قائمة أو من خلال إجراءات زيادة رأس المال. وفي حالة عرض الشراء عن طريق المبادلة فإن للهيئة العامة للرقابة المالية أن تلزم الشركة المستهدفة بالعرض بتعيين مستشار مستقل معتمد لدى الهيئة بغض النظر عن رأي مجلس الإدارة في العرض بتقديم تقرير بتقييم عرض الشراء، والمستشار المالي المستقل عرفته المادة (٣٢٦) من اللائحة التنفيذية بأنه أي شخص استشاري متخصص لم يقدم استشارات مالية أو قانونية أو محاسبية تتعلق بالعمليات الخاصة بالشركة المستهدفة بالعرض أو أسهم المبادلة بحسب الأحوال خلال الأشهر الستة السابقة على تقديم عرض الشراء. كما يلزم انتفاء أية مصلحة مشتركة أو متعارضة بين المستشار ومقدم العرض أو الشركة المستهدفة بالعرض أو المساهمين البائعين أو أي من الأشخاص ذوي الصلة.

وهنا يثور التساؤل عن مدى جواز تطبيق القواعد الخاصة بعقود المبادلات على النقود المشفرة (البتكوين)، وما هو موقف المشرع والفقه الأمريكي من ذلك، وعليه نعرضه على النحو التالي:

ثاني ١: النقود المشفرة (البتكوين) وعقود المبادلات:

- يعتبر النوع الثالث من مشتقات البتكوين المحتملة هو المبادلات، والمبادلة هي عقد يوافق فيه الطرف المقابل على تبادل المدفوعات المتعلقة بقيمة أو عائد لبعض الأصول^(١)، وقد تشبه هيكلية المبادلات الخاصة بالعملات المشفرة (البتكوين) مبادلات النقد الأجنبي في مبادلة العملات الأجنبية، ويقوم طرفان باقتراض عملة أجنبية من بعضهما البعض ويوافقان على السداد لبعضهما البعض بسعر صرف محدد، وتستخدم مقايضات العملات الأجنبية للتحوط ضد مخاطر (سعر الصرف) الأجنبية أو المضاربة.

وتعتبر (SEC) هي الوحيدة ذات السلطة القضائية على المبادلات المشتقة من الأوراق المالية والمؤشرات، كما تعتبر الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة (CFTC) هي الجهة المختصة بالرقابة على أنواع المبادلات الأخرى، بما في ذلك تلك المشتقة من السلع والعملات وأسعار الفائدة والبتكوين باعتبارها سلعة^(٢).

(١) JOHN C. HULL, OPTIONS, FUTURES, AND OTHER DERIVATIVES 6 (6th ed. 2006); Futures Contract Definition, CFTC Glossary, U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMM'N EDUCATION CENTER,

<http://www.cftc.gov/consumerprotection/educationcenter/cftcglossary>.

(٢) Definition of "Swap," "Security-Based Swap," and "SecurityBased Swap Agreement"; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping, 77 Fed. Reg. 48,208 (Aug. 13, 2012). Under the CEA, forward contracts (for nonfinancial commodities) are excluded from the definition of "swap." CEA § 1a(47)(B)(ii) (2014), 7 U.S.C. § 1a(47)(B)(ii) (2014) (excluding from the definition of swap "any sale of a nonfinancial commodity or security for deferred shipment or delivery, so long as the transaction is intended to be physically settled").

إن عقود المقايضة ليست متاحة للمستثمرين الأفراد، فيجب على الأطراف في عقد المبادلة أن يكونوا مشاركين مؤهلين للتعاقد^(١)، وحيث إن الفئتين الرئيسيتين للكيانات الخاضعة للرقابة هم صناع سوق المبادلات وشركات الوساطة لأن عملياتهم تمثل مخاطر منظمة يجب على هذه الكيانات التسجيل لدى الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة وتكون ملزمة بالإفصاح، والشفافية وحد أدنى لرأس المال^(٢).

يتضح أن هناك شركة أمريكية تسمى^(٣) (ExchangeTera)، تقوم بتنظيم مثل هذه المبادلات من خلال العملات المشفرة البتكوين ويستلزم من

^(١) CEA § 2(e).

^(٢) 76 Fed. Reg. 43,851 (July 22, 2011) (large trader reporting).

^(٣) TeraExchange provides the market participants with anonymous central limit order book (CLOB) in order to execute a range of swaps, along with "request-for-quote (RFQ)", "request-for-market (RFM)" and "indications of interest (IOI)". The products traded on "TeraExchange" include bilateral contracts, interest rate swaps, FX cash-settled, credit default swap indices, and non-deliverable forwards.

The company increases the transparency in the markets along with the the certainty of clearing, accountability and regulation in the derivatives markets. "TeraExchange" provides the first regulated bitcoin index .

"TeraExchange" has a range of approved derivative instruments for clearing by connected clearing houses, such as CME and LCH.Clearnet.

In addition, "TeraExchange" provides complementary trading tools for market participants. "TeraDirect is a sophisticated front-end execution management system that displays all information and functionality needed to trade on TeraExchange. TeraCheck is a proprietary pre-trade credit risk management engine that allows market participants and their clearing members to enter and maintain appropriate risk controls and promotes the firmness of orders and finality of trade execution. TeraCheck integrates seamlessly with all in-house and external credit hub systems."

أطراف المبادلات الموافقة على تبادل القيمة النقدية المقابلة للبتكوين والدولار في وقت لاحق، فإن التاجر الذي يقبل بالبتكوين كوسيلة للدفع مقابل الخدمات أو السلع التي يقدمها يقوم باستخدام هذه المبادلة لحماية نفسه من الانخفاض في أسعار البتكوين من خلال العقد المبرم بأن يتم الدفع له نقدًا إذا انخفضت قيمة البتكوين مقابل الدولار.

وقد منحت الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة لشركة (Tera Exchange) ترخيص المبادلات الخاصة بالعملات المشفرة برقم ٩ لسنة ٢٠١٤^(١) في التطبيق الرسمي الأول من المبادلات التجارية والعملية

<https://www.teraexchange.com/Home/About>

TeraExchange filed an application to become a Swap Execution Facility (SEF) with the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) on July 26, 2013 and received temporary registration from the CFTC to operate the SEF on September 19, 2013. It also plans to file with the Securities and Exchange Commission as a securities-based swap execution facility once the Dodd-Frank rules become finalized. All OTC derivatives will be listed on TeraExchange, including:

- Interest rate swaps (IRS)
- Credit default swaps (CDS)
- Energy swaps
- Non-deliverable forwards (NDF)
- Equity swaps

TeraExchange announced on March 24, 2014 that it would offer a swap based on the bitcoin, which would let investors hedge risk from trading the digital currency. The launch would bring the bitcoin payment system under the oversight of U.S. regulators for the first time. TeraExchange plans to list the bitcoin swap on its Swap Execution Facility (SEF). Available: http://www.marketswiki.com/wiki/TeraExchange#cite_note-5.

(١) TeraExchange filed a self-certification application for the Bitcoin Swap with the CFTC on September 11, 2014 and issued a press release on September 12, 2014 announcing the launch of the Bitcoin

المشفرة^(١)، ونجد أن تطبيق (Tera Exchange) الخاص بالموافقة على العمل كسوق مبادلات تجارية للمشتقات المالية له القدرة على تغيير دور أسواق تداول (منصات) العملات المشفرة بشكل كبير في سوق السلع، وقد قدمت شركة (Tera Exchange) اللائحة التنظيمية الكاملة للهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة، أثبتت فيه شركة (Tera Exchange) أن أسواق تداول العملات المشفرة يمكن أن تنظم المنصات لدعم وظائف السوق المالية التقليدية من خلال استخدام (البوك تشن) التي تتفق مع مجموعة المتطلبات التنظيمية الحالية المرتبطة بهذه الأسواق.

والجدير بالذكر أن السلطات الإسبانية أيضاً تعتبر أن العملات المشفرة ليست مالا بل هي سلع رقمية وذلك لأن البتكوين والعملات المشفرة الأخرى المستخدمة في إسبانيا تخضع للقواعد المرتبطة بالمبادلة في القانون المدني لإسبانيا^(٢) وفي هذا السياق تنطوي المعاملات على العملات المشفرة في إسبانيا كالمبادلات عبر المقايضة والقوانين المدنية.

وأخيراً فإن التجار الذين يقبلون على البتكوين كوسيلة للدفع مقابل خدماتهم من خلال عمل مبادلات لتجنب مخاطر انخفاض تذبذبات أسعار العملات المشفرة الأمر الذي لا يختلف عن استخدام مقايضات البتكوين لهذا

Swap. The press release noted that TeraExchange had been working with the CFTC staff "for over six months" to ensure the Bitcoin Swap meets all of the CFTC's regulatory requirements." Commodity Pool Operators, Mutual Funds and Investment Advisers, Policy and Research", Todd P. Zerega and Andrew P. Cross, September 17, 2014.

(1) Commodities Futures Trading Commission, "Application for Registration as a

Derivatives Clearing Organization for LedgerX LLC, a Proposed Bitcoin Derivatives Exchange and Clearing House", 2014 [Online]. Available: <http://sirt.cftc.gov/sirt/sirt.aspx?Topic=ClearingOrganizationsAD&Key=30998>.

(2) Pablo Fernandez Burgueno, "Twelve Things You Should Know Before Using Bitcoin", 2013

Available: www.abanlex.com/index.php?s=bitcoin

الغرض مع التاجر الذي يستخدم مبادلات العملات الأجنبية للتحوط من مخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية عندما تُباع في الخارج - وهي فئة معترف بها بشكل جيد من المستخدمين التجاريين^(١).

وعليه نرى أن عقود مبادلات العملات المشفرة أقرب للواقع من حيث الطبيعة القانونية للعملة المشفرة كونها سلعة أو حتى وحدة حساب يُمكن مبادلاتها بالعملات الأجنبية الأخرى أو سلع أخرى من خلال أسواق منظمة، وأن موافقة الهيئة التجارية للعقود الآجلة والسلع الأمريكية على التراخيص المقدمة من شركة (ledger x) يُعد طفرة تكنولوجية تحتاج إلى المزيد من الدراسات القانونية لإحكام الرقابة على تلك الأسواق لأننا سوف نرى في المستقبل القريب استخدام (البلوك تشن) في بورصات الأوراق المالية التقليدية دون وسيط.

المطلب الرابع

عقود الخيارات المالية والنقود المشفرة

(البتكوين)

تمهيد وتقسيم:

- عقود الخيارات هي أحد عقود المشتقات المالية الحديثة وأكثرها انتشاراً، وتُعتبر عقود الخيارات أحد أشهر الأدوات المالية الحديثة حالياً في الأسواق المالية العالمية، وتُعتبر هذه النوعية أحد المكونات الرئيسية لإدارة المحافظ المالية، كما أنها تُصنّف حالياً كأحد أنجح الأدوات المالية التي يتم تداولها بصورة منتظمة في الأسواق المالية، حيث تقوم عقود الخيارات بدور مزدوج للمستثمرين؛ فهي ملائمة للمستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل مخاطر السوق، أو يرغبون في خفضها إلى الحد الأدنى، وكذلك هي أداة مناسبة للمستثمرين الذين يرغبون في تحمل مخاطر عالية في سبيل تحقيق

(¹) See 17 C.F.R. 50.50(c)(i)(F) (2013) (recognizing that “a swap is used to hedge or mitigate commercial risk if” such swap reduces “risks in the conduct and management of a commercial enterprise” from “[a]ny fluctuation in interest, currency, or foreign exchange rate exposures arising from a person's current or anticipated assets or liabilities”).

ربح أكثر، وتقوم عقود الخيارات بهذا الدور للنوعين المذكورين من المستثمرين عن طريق أساليب متنوعة ومختلفة يتم فيها استعمال عقود الخيارات، سواء للحد من المخاطر أو لتحقيق عوائد عالية.

وعليه فقد ظهرت هذه العقود كأداة من أدوات السوق المالية اعتباراً من عام ١٩٧٣م، وهو تاريخ إنشاء بورصة شيكاغو للخيارات، وقد أنشئت كوسيلة وقائية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، والمضاربون لتعظيم أرباحهم بالإضافة لحاجة المتعاملين لبعض السلع أو الأصول المالية مستقبلاً، ولعدم رغبتهم في تملك تلك الأصول أو السلع في الوقت الحاضر، ولأسباب أخرى عديدة أبرزها عدم وجود القيمة المادية المقابلة لتلك الأصول، أو عدم الرغبة في سداد كامل لتلك القيمة في الوقت الحالي لأصل سيتعاملون عليه مستقبلاً، فضلاً عن غموض المستقبل بشأن تلك الأصول أو السلع، وغير ذلك من الأسباب الكثيرة المختلفة، وقد أدّى ذلك إلى الحاجة لهذا النوع من العقود التي تتيح من خلالها لمبرمي الخيار أموراً متعددة يتخير منها ما فيه مصلحته، نظير مقابل مادي يقوم بسداده.

وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات؛ حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشترون عقد (خيار البيع)؛ ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر محدد وفي تاريخ محدد لاحقاً، وفي المقابل دفعهم لثمن الخيار مقاب لهذا العقد، ويسمى بخيار البيع، ومن ناحية أخرى فإن من يرغب من التجار في حماية نفسه من مخاطر ارتفاع الأسعار فإنه يشتري خيار الشراء؛ ليتمكن من الحصول على البضاعة بسعر محدد وفي تاريخ محدد كذلك، ويسمى حق أو خيار الشراء، وفي مقابل هذا يدفع التاجر ثمن الخيار^(١).

وفيما يتعلق بالخيارات المالية (Financial Options) فهي لا تخرج عن نفس الفكرة الأساسية لهذه الحقوق والمشتقة من سوق السلع، والاختلاف الأساسي في الخيارات المالية أن الشيء موضع التعامل هو الأسهم والسندات

(١) د/ محمد النظامي، أهم الموضوعات في أسواق المال العالمية، العقود المستقبلية والخيارات - المتاجرة في أسواق الطاقة والبترو - أساليب جان والتحليل الرقمي، مودع بدار الكتب المصرية، الطبعة الأولى، ٠١٣، ص ٥٦.

والعملات الأجنبية، أو حتى مؤشرات أسعار الأسهم، بدلاً من الحبوب والمعادن، فاستخدام الخيارات لا يؤدي فقط إلى الوقاية من المخاطر والخسارة، ولكنه أيضاً يؤدي إلى زيادة عائد الاستثمار^(١).

وسوف نتناول تعريف عقود الخيارات من حيث اللغة والاصطلاح الفقهي، وكذلك عند الاقتصاديين المعاصرين، ثم علاقة الخيارات بالبتكوين، وذلك على النحو التالي:

أولاً : التعريف بعقود الخيارات - الية:

أ- الخيار في اللغة:

- لا يختلف مفهوم الخيار في مجال الفقه الإسلامي عن مفهومه في اللغة^(٢)، فهو الخيار في بيع غيره طلب خير الأمرين من إمضاء عقد وفسخه، وبناءً على ذلك فقد عرفه البعض بأنه عبارة عن حق العاقد في فسخ العقد أو إمضائه لظهور مشرع شرعي^(٣).

(١) د/ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، ٢٠١٠، ص ٤٣٩.

(٢) خ ي ر - (الخير) ضد الشر، وبأنه باع تقول منه (خرت) يا رجل فأنت (خائر)، و (خار) الله لك. وقوله تعالى: «إِنْ تَرَكَ خَيْرًا» أي مَالًا. و(الخيار) بالكسر خلاف الأشرار، وهو أيضاً الاسم من الخيار، وهو أيضاً القِثَاء وليس بعربي. ورجل (خير) و(خير) مثل هَيْن وهَيْن، وكذا امرأة (خيرة) و(خيرة). قال تعالى: «أُولَئِكَ لَهُمُ الْخَيْرَاتُ»: جمع خيرة وهي الفاضلة من كل شيء. وقال: «فِيهِنَّ خَيْرَاتٌ حِسَانٌ». قال الأخفش: لَمَّا وُصِفَ بِهِ فَقِيلَ فَلَانٌ خَيْرٌ أَشْبَهَ الصِّفَاتِ فَأَدْخَلُوا فِيهِ الْهَاءَ لِلْمُؤَنَّثِ، وَلَمْ يَرِيدُوا بِهِ أَفْعَلَ. فَإِنْ أَرَدْتَ مَعْنَى التَّفْضِيلِ قُلْتَ فَلَانَةٌ خَيْرُ النَّاسِ، وَلَا تَقُلْ خَيْرَةٌ وَلَا أُخَيْرٌ وَلَا يَنْتَى وَلَا يُجْمَعُ؛ لِأَنَّهُ فِي مَعْنَى أَفْعَلَ. وَأَمَّا قَوْلُ الشَّاعِرِ: أَلَا بَكَرَ النَّاعِي بِخَيْرِي بَنِي أَسَدٍ * فَإِنَّمَا نَبَأَهُ لِأَنَّهُ أَرَادَ خَيْرِي بِالتَّشْدِيدِ فَخَفَفَهُ، مِثْلُ: مَيِّتَ وَمَيِّتَ وَهَيِّنَ وَهَيِّنَ. و(الخير) بالكسر الكرم. و(الخيرة) بوزن الميرة الاسم من قولك (خار) الله لك في هذا الأمر أي اختار. و(الخيرة) بوزن العنبة الاسم من قولك (اختار) الله تعالى يقال: مُحَمَّدٌ (خيرة) الله من خلقه، وخيرة الله أيضاً بالتسكين. و(الاختيار) الاصطفاء، وكذا (التخير). وتصغير (مُخْتَارٍ مُخَيَّرٍ) كمُغَيَّرٍ. و(الاستخارة) طلبُ الخيرة، يقال: (استخِر) الله يَخِرُ لَكَ. و(خيرة) بين الشئيين: أي فَوْضَ إِلَيْهِ اخْتِيَارًا. الرازي، مختار الصحاح، باب الخاء.

(٣) ينقسم الخيار بحسب طبيعته إلى: حكمي وإرادي، فالحكمي: ما يثبت بمجرد حكم الشارع فينشأ الخيار عند وجود السبب الشرعي، وتحقق الشرائط المطلوبة، فهذه

وعرفه البعض بأنه ما يثبت لأحد العاقدين أو لغيرهما من الحق في إمضاء العقد أو فسخه، بناءً على اشتراط ذلك له^(١).

وهناك تعريفات أخرى منها: (الاختيار: هو القصد إلى الشيء وإرادته، وأيضاً: هو القصد إلى الفعل وتفضيله على غيره بمحض إرادته)^(٢).

ويتضح ممّا سبق أن الخيار في اللغة والفقه هو الذي يُحقق لأحد المتعاقدين الموافقة على إمضاء العقد أو فسخه.

ب- عقود الخيارات عند الاقتصاديين:

تعددت التعريفات في الفقه الاقتصادي المعاصر لعقود الخيارات، بوصفها إحدى الأدوات الحالية الحديثة التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية حول العالم، وسوف نوضح بعض هذه التعريفات.

هناك عدة تعريفات لعقد الخيار جاءت على النحو التالي:

عرفه البعض: بأنه اتفاق يُعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية (عملات - سلع - مؤشرات ...) من طرف ثانٍ بسعر محدد متفق عليه مقدماً، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تتقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء^(٣).

وعرفها البعض: بأنها شراء الأوراق المالية التي تمثل حقاً أو ديناً على سهم معين أو مجموعة معينة من الأسهم، بدلاً من التداول المباشر على الأسهم العادية، وتعطي حاملها الحق كي يتسلم أو يسلم الأصل بالشروط التي تتم بممارسة هذا الحق للمكسب والخسارة، حيث تعتمد على الفرق بين سعر الشراء والبيع^(٤).

الخيارات لا تتوقف على اتفاق أو اشتراط لقياسها، بل تنشأ لمجرد وقوع سببها الذي ربط قيامها به ومثالية خيار الغير، أمّا الإرادي فهو الذي ينشأ عن إرادة العاقد. انظر: هشام السعدني، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، ٢٠١١، ص ٩٥.

(١) هشام السعدني، عقود المشتقات المالية، المرجع السابق، ص ٩٥.

(٢) هشام السعدني، عقود المشتقات المالية، المرجع السابق، ص ٩٦.

(٣) د/ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥، ص ٣٣١.

(4) New York – Exchange – Inyse Glossary of terms acronyms – p.2.

ويري الباحث أن هذا التعريف منتقد، حيث إن عقود الخيارات لا يتم تداولها فقط على الأسهم، وإنما على الأسهم والسندات وعمليات ومؤشرات وسلع... وأخرى، وهذا ما سوف نوضحه في هذا المطلب.

وعرّفه المركز المالي الكويتي بأنه: عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول (المصدر الخيار) والطرف الآخر (المشتري) الحق، ولكن لا يلزمه بشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد [سعر التنفيذ] قبل تاريخ معين [تاريخ الاستحقاق]، ومقابل ذلك الحق يحصل مصدر الخيار على مبلغ معين من المشتري، ويُسمّى [سعر الخيار]^(١).

وعرّف المشرع المصري عقود الخيارات بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨م بأنها: «العقود التي تتوافر فيها شروط العقود المستقبلية متى كانت تعطي لمشتري العقد الحق في شراء أو بيع كمية محددة من السلع أو الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية في تاريخ مُحدد أو خلال فترة زمنية محددة بسعر تنفيذ يتم الاتفاق عليه وقت إبرام العقد»^(٢).

كما يُعرف عقد الخيار بأنه: «العقد الذي محله تبادل سعر اختيار، يعطي مشتري الاختيار الحق، ولكن ليس الالتزام، في شراء أو بيع أصل مالي عند سعر تنفيذ من بائع الاختيار في غضون مدة زمنية محددة، أو في تاريخ محدد تاريخ الانتهاء وقياسية»^(٣).

ويعرف عقد الاختيار في أمريكا بأنه: «عقد يمنح المشتري حقاً وليس التزاماً لشراء أو بيع سلعة بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة»^(٤).

(١) فهد سعد الدبيس، عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة الشريعة الإسلامية والدراسات الإسلامية، مجلس النشر العلمي، العدد ٩٢، السنة ٢٨، جامعة الكويت، جمادى الأول ١٤٣٤هـ - مارس ٢٠١٣م، ص ١٣١.

(٢) المادة (٢٦ مكرراً الخاصة بالتعريفات) من القانون ١٧ لسنة ٢٠١٨م.

(3) Options contract A contract that, in exchange for the option price, gives the option buyer the right, but not the obligation, to buy (or sell) a financial asset at the exercise price from (or to) the option seller within a specified time period, or on a specified date (expiration date).

(4) A contract giving the buyer the right –but not obligating– to buy or sell a commodity at a specific price for specific period of time”.

أوجه التشابه والاختلاف بين عقود الخيارات وعقود المشتقات المالية الأخرى:

- هناك كثير من عقود المشتقات مثل: (عقود المبادلات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية)، تتشابه وتتقارب مع عقود الخيارات، وسوف نقوم بالمقارنة بين عقود الخيارات وهذه العقود على النحو الآتي:

بداية تتماثل عقود الخيارات مع عقود المشتقات الأخرى في الآتي:-

- ١- أن كلاهما يعتبر نوعاً من أنواع المشتقات المالية الحديثة^(١).
- ٢- وأيضاً كل منهما يتم تنفيذه في وقت لاحق على الإبرام، أي وجود بُعد زمني بين عملية الإبرام وعملية التنفيذ.
- ٣- يتم استخدام المشتقات المالية بأنواعها لحصول المتعامل في السوق على أرباح دون مخاطر.
- ٤- يتم استخدام جميع عقود المشتقات لتغطية المخاطر والتحوط منها.

اختلاف عقود الخيارات عن عقود المشتقات الأخرى:

وبعد أن وضعنا اتفاق عقود الخيارات مع عقود المشتقات الأخرى بأنواعها، لا ننسى أن هناك اختلافاً بينهم، وهذا ما سوف نوضحه على النحو التالي:

(أ) اختلاف عقود الخيارات عن عقود المبادلات:

- عقود المبادلات هي أحد عقود المشتقات التي يتم إبرامها بين طرفين، وتكون ملزمة لهما، ويكون التنفيذ في وقت لاحق على فترات متلاحقة وليس على فترة واحدة^(٢).

مشار إليه لدى د/ محمد صبري السعداوي، النظام القانوني للمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠١٥، ص ٤٥٩.

(1) David M. Weiss, After Trade is made: Processing Securities Transactions, New York Institute of Finance, NYIF CORP, 1986, pp.226.

(2) "Swaps are privately negotiated derivatives. They trade in an offexchange, over-the-counter environment. A significant industry

ومن هذا التعريف يتضح أن هناك اختلاف بين عقود المبادلات وعقود الخيارات:

- ١- يتميز عقد الخيار بأنه عقد نمطي، أي محددة شروطه مسبقاً، ويتم تداوله في السوق المنظمة، عكس عقود المبادلات التي لا تتميز بالنمطية، ولذلك لا يتم تداولها في السوق المنظمة، وإنما يتم تداولها في سوق خارج المقصورة.
- ٢- لا يكون عقد الخيار ملزماً للجانبين، عكس عقد المبادلة فإنه يكون ملزماً للجانبين.
- ٣- يتميز عقد الخيار بأن به ميزة الاستحقاق، ويتسم بالمدة القصيرة عادة من سنة إلى سنتين، عكس عقد المبادلة فإنه يتميز في فترة الاستحقاق بأنه في فترة العقد يمتد من أسابيع إلى ثلاثين عاماً^(١).
- ٤- تتميز تكاليف عقد الخيار [الهامش والعمولات] بأعلى من تكاليف عقد المبادلة [عمولة السماسرة]^(٢).
- ٥- تخضع أسواق الخيارات للوائح حكومية، عكس أسواق المبادلات التي لا تخضع للوائح حكومية.
- ٦- عقد الخيار بإمكان حامل الخيار فيه وضع نهاية قبل ميعاد التنفيذ، ولذلك من السهل تغيير ميعاد التنفيذ، عكس عقد المبادلة الذي يصعب فيه تغيير الموعد؛ إذ توضح له نهاية محددة عند بداية العقد.
- ٧- في أسواق الخيارات لا يتعرض أطراف العقد لمخاطر عدم التنفيذ، ولذلك

has arisen to facilitate swap transactions. This chapter considers the role of swap dealers who stand ready to accept either side of a transaction (e.g., pay-fixed or receive-fixed) depending on the customer's demand at the time." Robert W. Kolb and James A. Overdahl., Financial Derivatives, 2003, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, p. 166

(١) د/ إسماعيل عبد العال، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧/٢٠٠٨، ص ٣٨٦.

(٢) د/ إسماعيل عبد العال، مرجع سابق، ص ٣٨٦.

تدخل مؤسسة الخيارات (OCC) لحل هذه المشكلة، لتلعب دور الطرف الآخر في العملية، وهذه المؤسسة لا توجد في أسواق المبادلات^(١).

٨- يختلف عقد الخيار عن عقد المبادلة في طريقة التنفيذ؛ حيث يتم تنفيذ عقد الخيار عن طريق تسويته مرة واحدة، عكس عقد المبادلة الذي يتم تنفيذه عن طريق فترات دورية (شهرية - ربع سنوية - نصف سنوية).

ويمكن أن يتداول عقد الخيار بجوار عقد المبادلة، ويسمى في هذه الحالة حقوق خيار المبادلات، وهي حقوق خيار على المبادلة، وقد تكون هذه الحقوق خيار بيع أو حقوق خيار شراء^(٢).

ويعرف عقد خيار المبادلات بأنه عقد بين طرفين يمنح أحدهما للآخر الحق في تنفيذ مبادلة معينة في المستقبل، بشروط يتفق عليها في مقابل مبلغ يحصل عليه مانح الحق، ويمثل سعر الخيار.

(ب) اختلاف عقود الخيارات مع العقود الآجلة:

يمكن إجمال اختلاف عقد الخيار عن العقود الآجلة في النقاط الآتية:

١- تتفق العقود الآجلة مع عقود المشتقات الأخرى في أنه عقد ملزم للجانبين، عكس عقد الخيار؛ فإنه لا يكون ملزماً للجانبين، وإنما لأحد الأطراف وهو المشتري، وله الحق في التنفيذ من عدمه^(٣).

٢- العقد الآجل ليس عقدًا نمطيًا مثل عقد الخيار، وإنما يتم تحديد شروطه وفقًا لإرادة الطرفين، وهذا يجعله يتمتع بالمرونة^(٤)، عكس عقد الخيار الذي لا دخل لإرادة الطرفين فيه، وتحدد شروطه مسبقًا [نمطي].

٣- لا يتم تداول العقد الآجل في سوق الأوراق المالية، سواء في السوق المنظمة أو سوق خارج المقصورة، عكس عقد الخيار الذي يتم تداوله في سوق الأوراق المالية، سواء في السوق المنظمة، أو سوق خارج المقصورة.

(١) د/ إسماعيل عبد العال - مرجع سابق، ص ٣٨٧.

(٢) د/ صالح الحناوي، تقييم وتحليل الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ٣٨٨.

(٣) د/ محمد النظامي، أهم الموضوعات في أسواق المال العالمية، مرجع سابق، ص ١٤.

(٤) د/ منير هندي، أساسيات عقود المشتقات، مرجع سابق، ص ٤٤.

(ج) اختلاف عقد الخيار مع العقد المستقبلي:

- ١- العقد المستقبلي هو عقد حقيقي ملزم للجانبين عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد، في حين أن عقد الخيار يكون ملزماً للبائع فقط، وليس ملزماً للمشتري، ويكون له الحق في تنفيذ العقد من عدمه.
- ٢- يدفع مشتري الخيار مكافأة (ثمن الخيار) إلى البائع، والتي يحتفظ بها، سواء نفذ الخيار أو لم ينفذ، وتكون المكافأة تأميناً ضد مخاطر تحركات الأسعار غير الملائمة، وهذه العلاقة ليست موجودة في العقد المستقبلي، لذلك يتعرض المستثمر في العقود المستقبلية لدرجة عالية من المخاطر تتجاوز التي يتعرض لها المستثمر في عقد الخيار، وهي خسارة المكافأة أو العلاوة، وفي العقد المستقبلي قيمة العقد كاملة، ولا ننسى أنه في العقد المستقبلي يتم دفع هامش مبدئي، وهو جزء من قيمة العقد المستقبلي.
- ٣- يتم تنفيذ عقد الخيار في أي وقت من تاريخ إبرام العقد حتى ميعاد التنفيذ، ووفقاً للخيارات الأمريكية، بينما العقود المستقبلية لا تمارس إلا في تاريخ محدد لانتهاء العقد.
- ٤- في العقد المستقبلي يدفع كل من طرفي العقد هامشاً (margin) يتراوح ما بين (٥%) : (١٠%) من قيمة العقد، في حين أن عقود الخيارات لا تتطلب هامشاً مبدئياً إلا من البائع، ولا يمكن شراء عقود الخيارات بالهامش، وإنما يجب أن يدفع المشتري (١٠%) من سعر الشراء.

ثاني : أ: النقود المشفرة (البتكوين) وعقود الخيارات:

ويتميز عقد خيارات العملات المشفرة أنه بشراء خيار لشراء العملة المشفرة (البتكوين) يكون للمشتري الحق في شراء العملة بسعر مُحدد مسبقاً ويكون له قيمة فقط (حقوق أرباح) إذا كان هذا السعر المتفق عليه للتنفيذ به أقل من سعر السوق وقت التنفيذ^(١)، لذلك فبالنسبة لتاجر يقبل البتكوين كوسيلة دفع مقابل السلع أو الخدمات التي يقدمها فإذا قام التاجر بشراء عقد خيار لبيع البتكوين فبذلك يحمي التاجر نفسه من مخاطر انخفاض سعر البتكوين من

(١) Hull, supra note 67, at 6.

خلال ضمان بيع البتكوين في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه سلفاً قبل انخفاض سعر البتكوين في السوق.

الخيارات المرتبطة بالسلع الأساسية تدرج تحت مفهوم (المقايضة) بموجب قانون مبادلات السلع (CEA)، وبناءً عليه، فإن الخيارات بشكل عام، نظمت باعتبارها مقايضة، فكما أن (CFTC) لا تقوم بالمراقبة على العقود الآجلة التي تعتمد بشكل كبير على تسليم المادي للسلع، فبالتالي الخيارات التي تستلزم التسليم المادي لا تقوم الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة بمراقبتها، باستثناء تلك التي يتم تداولها بين الكيانات التي تشمل على أطراف متطورة ماليًا والمستخدمين التجاريين^(١).

(^١) Com m o d it y O p t i o n s ,. Reg. 25,320, 25,325 (“commodity options will be permitted to transact subject to the same rules applicable to any other swap”), Reg. at 25,326.

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/file/2012-9888a.pdf>.

These exempt “trade options” are still subject to CFTC rules regarding recordkeeping, reporting, anti-fraud, and anti-manipulation. Id .at 25,326-25,328. Other exempt commodity options include those embedded in forward contracts.

الخاتمة

- وأخيرًا نتناول أهم ما جاء بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨م والمتضمن إنشاء بورصة للعقود الآجلة التي منها عقود المشتقات المالية وكذلك قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ الصادر في ٢٢ نوفمبر ٢٠١٨ والتعقيب عليهما، وكذلك بعض مزايا التداول بالبتكوين عن طريق الأدوات المالية الحديثة كالمشتقات المالية، وذلك على النحو الآتي:

١- تضمن القانون الجديد رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ تنظيم بورصات العقود الآجلة، ومن أهم الأحكام التي تضمنتها التعديلات أن تكون بورصة العقود في شكل شركة مساهمة مصرية تحت إشراف ورقابة الهيئة، مع السماح للبورصة المصرية بتأسيس شركة مساهمة لمزاولة نشاط بورصات العقود، وكذلك مزاولة نشاط تداول العقود المشتقة من الأوراق المالية المقيدة بها دون الحاجة لتأسيس شركة.

٢- وتضمن أيضًا تنظيم عمليات تأسيس وترخيص شركة بورصة العقود والشروط الواجب توافرها بها، ووضع تعريف للعقود التي يتم التداول عليها بهذه البورصة (العقود المستقبلية - عقود الخيارات - عقود المبادلة).

٣- كما تضمن تأسيس وترخيص شركات للوساطة في العقود مع السماح بممارسة النشاط (الوساطة في العقود) لشركات الوساطة في الأوراق المالية وفقًا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة.

٤- كما اشتمل تنظيم عمليات المقاصة والتسوية وقيام شركات الوساطة في بورصات العقود بالاشتراك في صندوق حماية المستثمر وذلك لتغطية المخاطر الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في بورصات العقود.

٥- وتضمن وضع التدابير الإدارية التي يجوز للهيئة اتخاذها ضد بورصة العقود أو شركات الوساطة بها حال مخالفتها للقواعد، مع وضع العقوبات المناسبة لمخالفة القواعد بما يتناسب مع جسامة المخالفة ويمثل عنصر ردع للمخالفين.

ويري الباحث أن الهدف من إنشاء بورصة للعقود الآجلة هو إتاحة أدوات مالية حديثة تواكب احتياجات الاقتصاد المصري وتمكنه من التنافسية

عالمياً، وتنظيم بورصة العقود الآجلة بهدف تنويع الأدوات المالية المتداولة به.

ولكن هناك عدة تساؤلات حول هذا القانون وهي:-

١- هل تم مناقشة إنشاء بورصة للعقود الآجلة حول مدى مشروعيتها ودراستها وعرضها على خبراء أسواق المال لأن استخدامها دون معرفة وخبرة ودراية كفيل بأن يلحق الضرر بمستخدميها، وخاصة المستثمرين، لذلك يجب توخي الحذر لأنها كانت أيضاً سبباً في إحداث الأزمات المالية، وإفلاس العديدة من الشركات.

٢- هل يتم تداول جميع العقود الآجلة (عقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلات) مرة واحدة وهل سوق الأوراق المالية في مصر مؤهل لتطبيق مثل تلك العقود.

٣- هل هناك كودار متخصصة للعمل ببورصة العقود الآجلة لرفع درجة كفاءته.

٤- هل القانون يوضح ماهي التدابير الإدارية والجنائية التي يجوز للهيئة اتخاذها ضد بورصة العقود أو شركات الوساطة بها حال مخالفتها للقواعد، وماهي العقوبات المناسبة لمخالفة القواعد بما يتناسب مع جسامة المخالفة ويمثل عنصر ردع للمخالفين.

أما عن مزايا تداول الأدوات المالية الحديثة المقومة بالبتكوين فنذكر منها الآتي:

تقدم البتكوين ثلاث أدوات رئيسية، يمكن ان تكون أرخص وأسرع ومقاومة للرقابة.

أولاً : تكون تكاليف معاملات البتكوين أقل بكثير من تلك الشبكات المالية التقليدية. في حين أن شبكات بطاقات الائتمان تفرض رسوم تجارية في حدود من (٣) إلى (٤%) من المبلغ الإجمالي للمعاملة، ومتوسط تكلفة التحويلات الدولية هي (٨.٥%)، يمكن أن تكلف معاملة البتكوين أقل من (١%).

ثانياً : يمكن أن تكون معاملات البتكوين أسرع بكثير حيث يتم تداولها من خلال شبكات (البلوك تشن) والتي تتم فيها العمليات بشكل مباشر على سبيل المثال، في حين أن التحويلات البنكية الدولية قد تستغرق أياماً حتى تكتمل، فتستغرق معاملات البتكوين ما يقرب من عشر دقائق.

ثالثاً وأخيراً ١: فإن البتكوين هي مقاومة للرقابة المفروضة، في حين أن الباي بال تعمل على تجميد حسابات ويكليكس بعد أن أصدرت وزارة الخارجية كابات سرية، ومنعت عملائها من تقديم تبرعات إلى المجموعة، فإن هذا القبيل من المعاملات لم تكن ممكنة في السابق على شبكة البتكوين بسبب عدم وجود وسيط.

ولهذه المزايا وغيرها من المزايا الأخرى للبتكوين فإن الهيئة التجارية للعقود السلعية الآجلة بالولايات المتحدة الأمريكية -في الوقت الحاضر- تفكر في التطبيق الرسمي الأول من المبادلات التجارية للعملة المشفرة (البتكوين).

النتائج والتوصيات

- تعد العملات المشفرة تحدياً قانونياً للعالم أجمع وعليه يجب على الفقه القانوني إيجاد التكييف القانوني المناسب لطبيعة المعاملات التي تتم من خلال تلك العملات المشفرة حيث نجد من خلال هذا البحث أن العملات المشفرة تمتد إلى الأدوات المالية الحديثة في أسواق المال والتي هي الآن محل دراسة في مصر بالشكل التقليدي في عالمنا العربي فماذا إذا دخلت هذه العملات المشفرة لسوق السلع والعقود الآجلة.

ويجب على المشرع الأمريكي توحيد الطبيعة القانونية للعملات المشفرة هل تم تكييف طبيعتها القانونية على أنها وحدة حساب تحتاج إلى تراخيص لكي يتم الدفع بها ثم تكيف مرة أخرى على أنها سلعة عند تداولها في البورصة سلع مثل: الذهب والمعادن للتداول في بورصات السلع، فلا بد من توحيد تلك الطبيعة القانونية.

ولذلك نحن في احتياج إلى المزيد من الدراسات القانونية لتلك الثورة التكنولوجية للوقوف على التكييف القانوني المناسب حيث إن سياسة المنع لم تعد مناسبة في ضوء عولمة تكنولوجيا الاتصالات التي نعيشها الآن.

المراجع

أولا : المراجع العربية:

- د. أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧.
- د. رياض أسعد، استخدام الأدوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية، ١٩٩٧.
- د. سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، ١٤٢٦هـ، ٢٠٠٥م.
- د. سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠م.
- د. فادي توكل، التنظيم القانوني للصناديق المؤشرات، دار النهضة العربية، ٢٠١٨.
- فهد سعد الدبيس، عقود الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة الشريعة الإسلامية والدراسات الإسلامية، مجلس النشر العلمي، العدد ٩٢، السنة ٢٨، جامعة الكويت، جمادي الأول ١٤٣٤هـ / مارس ٢٠١٣م.
- د. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٨.
- د. محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، طبعة ٢٠١٢.
- د. محمد صبري السعداوي، النظام القانوني للمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠١٥.
- د. منير هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، «الأسهم والسندات»، توزيع دار المعرفة الجامعية، طبعة ٢٠١٠.
- د. هشام السعدني، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، ٢٠١١.
- د. إسماعيل عبد العال، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧/٢٠٠٨.
- د. عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، ٢٠١٠.

- د. علاء التميمي، التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، حقوق الاسكندرية، العدد الأول لعام ٢٠١٧م.
- د. غزال العوسي، آليات العمل في بورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة بين مصر وفرنسا في ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفنية، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠١٠.
- د. محمد النظامي، أهم الموضوعات في أسواق المال العامة، العقود المستقبلية والخيارات - المتاجرة في أسواق الطاقة والبترو - أساليب جان والتحليل الرقمي، مودع بدار الكتب المصرية، ط أولى، ٢٠١٣.
- د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥.
- د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الاسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي، دبي بالإمارات العربية المتحدة، في الفترة من ٩-١٤/٤/٢٠٠٥م.

ثاني : ا ل ا ه ر ا ج ع الأجنبيّة:

- A. Overdahl., *Financial Derivatives*, 2003, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Andrew M. Chisholm, *Derivatives Demystified, A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options*, 2004, John Wiley & Sons Ltd., England.
- Ante Nosi ; Daria Karasalihovi, Sedlar; Lucija Juki, Oil and Gas Futures and Options Market, The Mining-Geology-Petroleum Engineering Bulletin, UDC: 550.8:552.1.
- David M. Weiss, *After Trade is made: Processing Securities Transactions*, New York Institute of Finance, NYIF CORP, 1986.
- Don, M. Chance, *An Introduction to Derivatives*. November, 1994.
- Frank S. Shyo. *Internationalization of the commodities*

Market: Convergence of Regulatory Activity, American University International Law Review, Volume 9. Issue 2 Article 6, 1994.

International Monetary Fund, "Financial Derivatives", 2015.
www.imf.org/external/np/sta/fd.

Joe Pugliese, "Overstock Files to Offer Stock That Works Like Bitcoin", 2015,
www.wired.com/2015/04/overstock-files-offer-stock-works-like-bitcoin.

John C. Hull, *"Options, Futures, And Other Derivatives"*, 2006; Futures Contract Definition, CFTC Glossary, U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMM'N EDUCATION CENTER.
<http://www.cftc.gov/consumerprotection/educationcenter/cftcglossary>

Jon Southurst, "Australian Regulator: Bitcoin is Not a Financial Product", 2014:
www.coindesk.com/australian-regulator-bitcoin-financial-product.

Jonathan Stempel, "Texan charged in first bitcoin securities fraud Ponzi case", 2015 Available:
www.reuters.com/warticle/2014/11/06/usbitcoinchargesidYSKBN0Q21I2014116

Misbahul Islam, Jayanta Chakraborti, "future and forward contract as a route of hedging the risk", Risk governance & control: financial markets & institutions / Volume 5, Issue 4, 2015.

Mission and Responsibilities, U.S. COMMODITY

FUTURES TRADING COMM'N,
<http://www.CFTC.gov/About/MissionResponsibilities/index.htm>

No Author Given, "China Police Detain Three in Bitcoin Fraud Case, Xinhua

Says", 2013 [Online]. Available:
www.bloomberg.com/news/articles/2013-12-04/china-police-detainthree-in-bitcoin-fraud-case-xinhua-says.

No Author Given, "The Bitcoin Derivative Boom Can Be A Mark Of The Crypto currency's Coming of Age", 2014
[www.forbes.com/sites/ericxlm/2014/08/07/the-bitcoin-derivative-boom-canbe-a-mark-of-the coming-Of-age-of-the-digital-currency](http://www.forbes.com/sites/ericxlm/2014/08/07/the-bitcoin-derivative-boom-canbe-a-mark-of-the-coming-Of-age-of-the-digital-currency)

Pablo Fernandez Burgueno, "Twelve Things You Should Know Before Using Bitcoin", 2013

Pete Rizzo, "Overstock Invests in Broker-Dealer Ahead of Decentralized Stock

Market Launch", 2015 ,www.coindesk.com/overstock-medici-pro-securities

Peter James, *Option Theory*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, 2003

Robert R. Bliss and Robert S. Steigerwald, *Derivatives clearing and settlement: A comparison of central counterparties and alternative structures*

Robert W. Kolb, *Futures, Options and Swaps*, 2nd. Ed., Blackwell Publishers Inc., 1997

Robert W. Kolb, *Options, Futures, and Other Derivatives*,.

Simon Yves et Lutier Delphine, *Finance Internationale*, 9^{er} ed., Econmica, Paris, 2005

Will Knight, Show Me the Bitcoins, MIT TECH. R.,
<http://www.technologyreview.com/graphiti/524796/show-me-the-Bitcoins/>.

Yessi Bello Perez, “Sweden’s Nasdaq Exchange Approves Bitcoin-based ETN”, 2015, [www.coindesk.com/swedens-nasdaq-exchange-approves-bitcoin based-etn](http://www.coindesk.com/swedens-nasdaq-exchange-approves-bitcoin-based-etn).

Zach Miners, “Swap agreement aims to protect Bitcoin holders from the nextCrash” 2015 [Online]. Available:
www.pcworld.com/article/2111201/swap-agreement-aims-toprotect-Bitcoin-holders-from-the-next-crash.html