

# التقرير الموجز حول الإفصاح: لماذا لا يكون أمرًا افتراضيًا؟

تقرير مشترك صادر عن هيئة الأوراق المالية والاستثمارات الأسترالية وهيئة  
الأسواق المالية الهولندية

December 2019

يتناول هذا التقرير موضوع الأصول الرقمية، وهي أصول قد تأخذ أشكالاً مختلفة؛ مثل: عملات، أو سلع، أو أوراق مائية. والسؤال هنا هو: ما هو الموقع الذي تحتله الأصول الرقمية في الهيئات التشريعية؟ ومع أخذ أوجه التشابه بينها وبين أماكن التداول في الحساب، هل يمكن للهيئات التشريعية النظر في إمكانية اتباع نهج تنظيمي بديل؛ مثل: تطبيق إطار عمل قائم أو بعض جوانبه، أو إعفاء المنصة من متطلبات معينة، أو فرض متطلبات إضافية أو مختلفة، أو فرض الحظر التام على مثل هذه المنصات؟ ويجب أن تراعي هذه القرارات ضرورة حماية المستثمرين وتعزيز أسواق رأس المال التي تتسم بالنزاهة والكفاءة. ويركز هذا المستند على مخاطر ومسائل معينة قد تنشأ فيما يتصل بمبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية وأهدافها ذات الصلة والنهج المتبع في تقييم تطبيق هذه المبادئ.

## الاعتبارات التنظيمية

أولاً، يجب علينا فهم بنية منصة الأصول الرقمية وعملياتها، وهو ما يعدُّ بدايةً جيدةً تساعد على تحديد المخاطر المحتملة والمسائل المتصلة بهذا الموضوع؛ فمن بين الخائص البنيوية التي تتسم بها منصات الأصول الرقمية غياب الوسيط. ثانيًا، قد تتصل الخصائص البنيوية الأخرى بعمليات تداول الأصول الرقمية وتحويلها، وهو أمر قد يؤثر على كيفية تقيّد الأطراف والتزامهم بالمسائل التنظيمية المتعلقة بالإفصاح، وهيكّل السوق، والرقابة، والتعرّف على العملاء، ومكافحة غسل الأموال، والحفظ الأمين للأصول، والمقاصة، والتسوية، ورسوم التداول. وتهدف المبادئ 33-37 التي وضعتها المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية إلى حماية المستثمرين، والتأكد من نزاهة الأسواق وكفاءتها وشفافيتها، فضلاً عن تقليل المخاطر التنظيمية. ويُنظر إلى المبادئ 29-32 و38 المتعلقة بالوسطاء في السوق على أنها ذات صلة ببعض منصات تداول الأصول الرقمية.

المسائل والمخاطر المحتملة التي ينبغي وضعها في الحساب:

### مشغلو المنصات

الهدف التنظيمي: تقييم مدى ملاءمة مشغل منصة الأصول الرقمية ومدى كفاءته عند البداية وبصورة مستمرة.

المخاطر الرئيسية: قد تعمل المنصة بطريقة تتعارض مع مصالح المستثمرين وتهدد نزاهة الأسواق وسلامتها.

ينصُّ المبدأ 33 و34 على وجوب ترخيص نظم التداول والإشراف المستمر عليها، بما في ذلك تقييم مدى ملاءمة مشغل البورصة أو نظام التداول ومدى كفاءته، وهو أمر من شأنه التقليل من مخاطر عدم امتثال المعاملات لهذين المبدأين عندما يتحمل مشغل المنصة المخاطر المرتبطة بالتسوية، أو الضمان، أو الأداء.

### الوصول إلى المنصة

الهدف التنظيمي: فهم متطلبات الوصول إلى المنصة وعملية الوصول إليها؛ لمعرفة ما إذا كانت المنصة قد وضعت معايير مناسبة لتحديد مقدمي الطلبات وتقييمهم.

المخاطر الرئيسية: استخدام المنصة في أنشطة إجرامية أو غير قانونية، أو قيام المنصة بالتمييز بين مقدمي الطلبات، أو احتمال قيام المستثمرين الذين يستخدمون المنصة بمزاولة أنشطة تفوق قدرتهم على تحمل المخاطر التي تنطوي عليها، أو احتمال أن يشكّل وصول مستثمرين معينين إلى المنصة انتهاكاً للقوانين المعمول بها في مجال الأوراق المالية والمشتقات.

إن الوصول إلى المنصة عن طريق وسيط يعزز حماية المستثمرين ويدعم المهام التنظيمية المتمثلة في الرقابة على عمليات التداول والإشراف عليها، فضلاً عن التحكم في عملية الوصول. ويعمل هذا الأمر أيضاً على ضمان ملاءمة المنتجات ويعدُّ مسؤولاً عن الحفظ الأمين للأصول.

وتوجد اعتبارات معينة تتعلق بما يلي: فئات المتعاملين الذين يُسمح لهم بالوصول إلى منصة الأصول الرقمية، والكيفية التي يتم من خلالها السماح لهؤلاء المتعاملين بالوصول إلى المنصة أو منعهم من الوصول إليها (عملية اتخاذ القرار وآلية فرض تطبيق هذين القرارين)، وكيفية تعليق الوصول إلى المنصة أو إلغاء الوصول إليها، وما إذا كانت هناك أية قيود أو اختلافات فيما يتعلق بالوصول إلى المنصة والتداول عليها، وما إذا تم إجراء عمليات المراجعة المتعلقة بالتعرف على العملاء ومكافحة غسل الأموال، وما إذا تم إجراء تقييم فيما يتعلق بمدى ملاءمة العملاء، وما إذا كانت هناك أية قيود مفروضة على التداول.

### تضارب المصالح

الهدف التنظيمي: أن يفهم المتعاملون في السوق طبيعة العلاقة التي تجمع بين المنصة ومشغلها، فضلاً عن طبيعة أي تضارب أو تعارض بين مصالح المنصة ومشغلها.

المخاطر الرئيسية: عدم وعي المستثمرين بالتضارب المحتمل الذي قد ينشأ بين مصالحهم ومصالح المنصة أو مشغلها، أو عدم فهمهم لذلك التضارب.

قد تتضمن مجالات المصالح المحددة قيام مشغل المنصة، أو من يتبعه، بالتداول لحسابه الخاص (بما في ذلك في مواضع عدم تماثل المعلومات) أو قيام المنصة بتقديم النصح والمشورة للمستثمرين.

### عمليات التداول

الهدف التنظيمي: فهم هيكل التداول على المنصة، وسبل توفير السيولة، ونوع الأوامر التي يمكن إدخالها وكيفية تفاعل هذه الأوامر مع بعضها بعض، فضلاً عن معرفة المعلومات التي تتم إتاحتها للمستثمرين وللسوق بصفة عامة فيما يتعلق ببنية المنصة (بما في ذلك الرسوم)، وتحديد ما إذا كانت تلك المعلومات دقيقة وكافية، والتأكد من أن الأعمال الإعلانية أو الترويجية للمنصة وخدماتها ليست مضللة.

المخاطر الرئيسية: من المحتمل أن يؤدي تشغيل المنصة إلى حدوث اضطراب في عمليات التداول، وهو ما يمكن أن يعزى إلى: مسائل تتعلق ببنية السوق والتي تؤدي إلى عدم كفاية السيولة، وأنواع الأوامر غير المناسبة، وغياب الرقابة على المخاطر للتخفيف من التقلبات الشديدة، وعدم استيعاب المستثمرين لكيفية عمل المنصة، بما في ذلك كيفية مطابقة الأوامر.

ومن المفيد فهم عمليات التداول التي يتم تنفيذها على المنصة؛ مثل: المعلومات المتعلقة ببنية السوق، وتفاعل أنواع الأوامر مع بعضها بعض، ومصادر السيولة، والضوابط الموضوعية للتخفيف من التقلبات، والرسوم؛ إذ تعد هذه جميعها اعتبارات مهمة في تقييم نزاهة منصة تداول الأصول الرقمية وسلامتها.

### نزاهة الأسواق

الهدف التنظيمي: معرفة الأحكام التي تمت صياغتها للمحافظة على نزاهة الأسواق، فضلاً عن تقييم مدى كفاية هذه الأحكام وكيفية متابعة الالتزام بها وفرض تطبيقها؛ لتحديد ما إذا كانت التداولات التي تتم على المنصة معرضة لعمليات الاحتيال والتلاعب.

المخاطر الرئيسية: احتمال أن تكون التداولات التي تتم على المنصة عرضة لعمليات الاحتيال والتلاعب التي تُضر بالمستثمرين، أو احتمال حدوث انتهاكات لا يمكن الكشف عنها لقوانين لم يتم فرض العمل بها بصورة فاعلة في مجال الأوراق المالية والمشتقات.

إن أحد العناصر الرئيسية للنظام هو التأكد من وجود قواعد وآليات رقابة وتنفيذ كافية لردع الانتهاكات التي تحدث في الأسواق.

### آليات الكشف عن الأسعار

الهدف التنظيمي: معرفة المعلومات التي تتم إتاحتها لجميع المتعاملين في السوق فيما يتعلق بالكشف عن الأسعار (وتحت أية شروط تتم إتاحة هذه المعلومات).

المخاطر الرئيسية : قد يصبح الكشف عن الأسعار أقل كفاءة في ظل غياب القدر الكافي من الشفافية قبل عمليات التداول وبعدها، وقد لا يتمكن المستثمرون من تنفيذ أوامرهم على أفضل وجه.

من المهم فهم نطاق المعلومات قبل التداول وبعده، بما في ذلك الفئات التي تتم إتاحة المعلومات لها، والوسيلة المتبعة في نشر المعلومات وعدد مرات نشرها، فضلاً عن ما إذا تتم إتاحة البيانات على أساس مُوحد بالتعاون مع المنصات الأخرى داخل البلاد وخارجها.

### نزاهة النظام

الهدف التنظيمي: أخذ خطوات تهدف إلى التأكد من أن نظم التداول والنظم الخاصة بمشغل المنصة تتسم بالمتانة والمرونة وتعمل بنزاهة، بما في ذلك إدارة المخاطر المتعلقة بأمن الفضاء الإلكتروني.

المخاطر الرئيسية: من الممكن وقوع اضطرابات في عمليات التداول نتيجة مسائل تتصل بالنظام نفسه، فضلاً عن كون نظام التداول وأصول العميل أو معلوماته عرضة للاختراق أو السرقة.

تعد مرونة النظام، ومصداقيته، ومتانته، وأمنه مسائل هامة تتصل بحماية المستثمرين، لاسيما بالنسبة إلى المنصات التي تحوز الأصول الرقمية أو التي يتم تداول هذه الأصول عليها؛ فقد وردت تقارير عن تعرض النظم الخاصة بمنصات معينة أو محافظ المستثمرين للاختراق والخلل، وقد قادت بعضها إلى وقوع خسائر كبيرة في أصول المستثمرين.

وبالإضافة إلى ذلك، تعد معرفة ما إذا كان قد تم تأسيس نظام التداول داخلياً أو قد تم ترخيص أي جزء منه أو الحصول عليه من قبل أي طرف ثالث أمر مهم؛ لفهم كيفية قيام المنصة بضمان الجودة ومراقبة أداء المزودين من الأطراف الثالثة.

### الحفظ الأمين ومتطلبات التسوية والمتطلبات المالية

الهدف التنظيمي: فهم دور المنصة في حيازة الأصول الرقمية، والوقت الذي يتم فيه تسليم الأصل إلى العميل بصورة لا رجعة فيها، والوضع الذي يكون عليه الأصل قبل ذلك الوقت، وتحديد ما إذا تم وضع إجراءات كافية لحماية أصول المستثمرين، وفهم كيفية قيام المنصة بتقييم وضعها المالي، فضلاً عن كيفية قيامها بمراقبة المخاطر المالية عن طريق رأس المال أو التأمين أو غير ذلك.

المخاطر الرئيسية: حماية أصول المستثمرين عند حيازتها من قبل مشغل المنصة أو طرف ثالث، ومخاطر التعرض للسرقة، وعدم كفاية رأس المال لتغطية العمليات.

تعد عمليات التسوية والمقاصة ذات المصدقية والكفاءة، فضلاً عن الحفظ الأمين لأصول المستثمرين، حيثما ينطبق ذلك، من بين العوامل الأساسية لحماية المستثمرين وضمان تعزيز أسواق تتسم بالنزاهة والكفاءة.

### الأوراق المالية أو غيرها من المنتجات المالية التي يمكن تداولها على المنصة

الهدف التنظيمي: فهم المعايير التي تضعها المنصة فيما يتعلق بالأصول الرقمية التي يتم تداولها عليها.

المخاطر الرئيسية: قد تفتقر المنصة إلى معايير كافية فيما يتعلق بالسماح بتداول الأصول الرقمية عليها، وهو ما قد يجعل المستثمرين عرضة لمخاطر الاحتيال مثلاً. وقد لا يكون المستثمرين على دراية بالأصول الرقمية التي يمكنهم تداولها على المنصة والمخاطر التي تنطوي على ذلك، وقد لا تتمكن المنصة من تحديد "المطلعين" على الجهات المصدرة للأصول الرقمية أو من الرقابة على عمليات التداول بصورة كافية، وهو ما قد يؤدي إلى غياب القدرة على فرض العمل بقوانين الأوراق المالية والمشتقات.

ومن بين أحد الاعتبارات المهمة التي ينبغي أخذها في الحسبان أنواع الأوراق المالية والمنتجات التي يتم تداولها في أماكن التداول، بما في ذلك المبادئ المتعلقة بتصميم المنتجات—كلما كان ذلك مناسب—فضلاً عن متطلبات الإدراج وأوضاع التداول. وقد ترغب الجهات التنظيمية

في دراسة كيفية قيام المنصة بوضع المعايير المتعلقة بالأصول المؤهلة وفرض الالتزام بهذه المعايير، فضلاً عن عرض المعلومات التي تقوم المنصة بإتاحتها للجمهور العام حول المنتجات التي يتم تداولها.