



الدليل الاسترشادي حول تنظيم نشاط التمويل الجماعي لدى الأسواق المالية العربية

اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية

دولة الإمارات العربية المتحدة

2024



المحتويات

3	❖ مقدمة
4	❖ الفصل الأول: تعاريف
5	❖ الفصل الثاني: الإطار الرقابي والتنظيمي لمنصات التمويل الجماعي
9	❖ الفصل الثالث: الإفصاح والتقارير الدورية
10	❖ الفصل الرابع: الضوابط التكنولوجية والأمن السيبراني لمنصات التمويل الجماعي
11	❖ الفصل الخامس: الحوكمة
11	❖ الفصل السادس: آليات الشكاوى وحل النزاعات وحماية حقوق المتعاملين
11	❖ الفصل السابع: الامتثال لمتطلبات اعرف عميلك ومكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب
12	❖ الفصل الثامن: العقوبات والجزاءات
13	❖ الملاحق



مقدمة

تسعى هيئات الرقابة على أسواق راس المال على التوازن بين الحاجة إلى دعم النمو الاقتصادي والحفاظ على الاستقرار وضرورة حماية المتعاملين والمستثمرين عند تطوير وسائل التمويل البديل والسماح بعمل الأنشطة المالية الجديدة مثل نشاط التمويل الجماعي، والذي يهدف بشكل رئيسي الى توفير التمويل للشركات الناشئة والمنشآت الصغيرة والمتوسطة.

ان نشاط التمويل الجماعي هو وسيلة لتمويل الشركات/ المنشآت عن طريق جمع الأموال من عدد كبير من الممولين من خلال منصات رقمية مرخصة مؤسسية من شركات قائمة أو شركات يتم انشاؤها لهذا الغرض طبقا لضوابط التأسيس والترخيص المنظمة بكل دولة، ويطلق عليها اسم مشغل المنصة. وقد يكون التمويل المطلوب في شكل طلب اقتراض او في شكل اصدار ورقة مالية (أسهم، سندات، صكوك)، ويكمن الهدف الرئيسي من تنظيم أنشطة التمويل الجماعي في المحافظة على استقرار السوق وسلامة المتعاملين فيه من خلال وضع السياسات التي تكفل تنظيم الأعمال ضمن ضوابط رقابية محددة، وحماية حقوق المتعاملين مع هذه المنصات ووضع التعليمات والضوابط التي تحكم عملها، وتراعي الإطار التنظيمي الكلي في الدولة المعنية. ومع ارتفاع المخاطر المصاحبة لنشاط التمويل الجماعي تبرز الحاجة الى تأطير هذا النشاط ضمن تشريعات ملائمة للسياق المحلي في كل دولة عضو وضمن المنهج الرقابي المعتمد في الأسواق التابعة لها.

وضمن هذا السياق، قام فريق العمل المشكل من قبل مجلس الاتحاد في اجتماعه السابع عشر الذي عقد في مدينة الرياض عام 2023 بالتعاون مع الأمانة العامة للاتحاد بإعداد دليل استرشادي حول تنظيم نشاط التمويل الجماعي (Crowdfunding) داخل الأسواق المالية العربية، حيث استند فريق العمل في إعداد هذه الدراسة الى مجموع الخبرات المتراكمة لدى الدول الأعضاء في هذا المجال بالإضافة الى اطلاع الأعضاء على الممارسات الإقليمية والدولية بهذا المجال، وكون التمويل الجماعي هو نشاط جديد فقد تم إيلاء أهمية خاصة لمعايير الأهلية التي يجب أن تتوافر في المنصات المراد ترخيصها.

ومما يذكر بأن الخطة الاستراتيجية للاتحاد للأعوام 2021-2025 قد أكدت بأن إصدار مثل هذا الدليل سيكون بصفة استرشادية تساعد الهيئات بالاتحاد عند اعتمادها على زيادة الانسجام والتقارب بين التشريعات العربية، مما يسهم في تعزيز انسياب الاستثمارات بين دول الهيئات بالاتحاد، آمين أن يسهم اعتماد هذا الدليل في تحقيق الأهداف المرجوة.

والله ولي التوفيق...

الأمانة العامة لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية



الفصل الأول: التعاريف

يكون للألفاظ والعبارات التالية المعنى المبين مقابل كل منها

1. الدولة: أي دولة من الدول الأعضاء في اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.
2. الاتحاد: اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.
3. الأعضاء: الجهات أو الهيئات الرقابية العربية الأعضاء في اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.
4. التمويل الجماعي: هو وسيلة لتمويل الشركات/ المنشآت عن طريق جمع الأموال من عدد كبير من الممولين من خلال منصات رقمية مرخصة مؤسسية من شركات قائمة أو شركات يتم انشائها لهذا الغرض طبقاً لضوابط التأسيس والترخيص المنظمة بكل دولة – ويطلق عليها اسم مشغل المنصة - وقد يكون التمويل المطلوب في شكل طلب اقتراض او في شكل اصدار ورقة مالية (أسهم، سندات، صكوك).
5. منصة التمويل الجماعي (أو المنصة): نظام تشغيل إلكتروني مبرمج يقوم بدور الوسيط لعرض المشاريع المقدمة من طالب التمويل على الممولين المسجلين عليها وفقاً للشروط والضوابط المنظمة بكل دولة
6. مشغل المنصة: الشخص الاعتباري المرخص له من الهيئة أو الجهة الرقابية بمزاولة نشاط مشغل منصة التمويل الجماعي.
7. طالب التمويل: الشخص الذي يرغب في الحصول على التمويل الجماعي من خلال المنصة بغرض تمويل مشروعه.
8. الممول: هو الشخص المسجل على المنصة بعد اجتيازه لاختبارات المعرفة التي تتاح على المنصة، والمشارك في التمويل الجماعي من خلالها، وقد يكون مستثمراً أو بحسب طبيعة التمويل الجماعي المطلوب – حسب نطاق التطبيق بكل دولة
9. مستخدم منصة التمويل الجماعي: طالب التمويل، الممول، مُشغل المنصة.



الفصل الثاني: الإطار الرقابي والتنظيمي لمنصات التمويل الجماعي (Crowdfunding)

1. الشكل القانوني:

- يجب وضع تعريف للشكل القانوني المقبول لمشغل منصات التمويل الجماعي، بحيث يكون الشكل القانوني لمشغل منصة التمويل الجماعي إما شركة مساهمة، أو ذات مسؤولية محدودة، أو أي شكل من أشكال الشركات المحددة في قوانين الدول الأعضاء.
- يجب تحديد أنواع ونماذج العمل الخاصة بالتمويل الجماعي والمسموح بتشغيلها ضمن اللوائح والضوابط الخاصة بكل منها.

2. الإطار التنظيمي والرقابي لمنصات التمويل الجماعي:

عادةً ما تخضع منصات التمويل الجماعي القائمة على المشاركة في الملكية أو الاقتراض مقابل إصدار أوراق مالية لقانون الأوراق المالية العام وإطار تشريعي محدد خاص. ويجب أن تكون اللوائح والقواعد التنظيمية التي تنظم نشاط التمويل الجماعي شاملة بحيث تغطي متطلبات الترخيص والتسجيل وقواعد للحوكمة والإفصاح وإعداد التقارير المالية والعناية الواجبة والتقارير الدورية، ومتطلبات حماية المستثمرين، بحيث تغطي المواضيع التالية على الأقل:

1- التسجيل والترخيص

- تضع الهيئة الرقابية معايير الأهلية اللازمة لتحديد مدى قدرة الجهة المرخص لها وملاءمتها لممارسة نشاط التمويل الجماعي من خلال المنصات، مثل معايير الأهلية المالية، القدرة والكفاءة، والنزاهة والأمانة وأية معايير أهلية وامتثال أخرى تراها مناسبة.
- يكون الحصول على ترخيص للمنصة من قبل الهيئة الرقابية المعنية الزامي على مشغلي منصات التمويل الجماعي قبل بدء العمليات.
- تحديد متطلبات التسجيل وإجراءات التقديم بحيث تكون متطلبات الترخيص لمنصات التمويل الجماعي، شاملة لتلبية معايير محددة تتعلق بالاستقرار المالي وتوفر الموارد البشرية والفنية والأمن السيبراني والامتثال.
- يجب أن تتماشى متطلبات التسجيل والترخيص مع معايير الأهلية التي يجب توافرها لدى مشغل المنصة، بحيث تشمل متطلبات الترخيص اثبات لهذه المعايير والالتزامات الأخرى التي تحددها الدولة العضو.

2- معايير قبول طلب التمويل:



- تحديد معايير قبول طلبات التمويل الجماعي، والغرض من التمويل، والحدود الدنيا والعليا لمبالغ التمويل المسموح بها، والتزامات طالبي التمويل تجاه الهيئة الرقابية المعنية وتجاه مشغل المنصة والمستثمرين وذلك للحالات التي ينطبق عليها ذلك.
- يجب على طالب التمويل الإفصاح عن طرح التمويل المنشور على المنصة عند الاستعانة بجهة مستقلة وحيادية ومرخصة مثل؛ على سبيل الذكر وليس الحصر؛ خبراء استثمار أو خبراء ماليين مرخصين وحاصلين على الموافقات اللازمة من الهيئة، أو غيرها من الجهات المعتمدة والمرخصة لإعداد دراسة جدوى للمشروع وتوضيح الأسس المستخدمة لتحديد قيمة المشروع والدفعات الخاصة به وتحديد مبلغ التمويل المطلوب والدفعات الخاصة به وتحديد قيمة الحصة أو الأسهم المتنازل عنها من جانب طالب التمويل في طرح التمويل الجماعي.

3- حماية المستثمرين

- أن يشمل الإطار التنظيمي على معايير خاصة بحدود الاستثمار وعلى وجه الخصوص الحدود المتعلقة بالمستثمرين غير المؤهلين وصغار المستثمرين لمنع التعرض الزائد للمخاطر، مع السماح للمستثمرين المؤهلين أو المؤسسات بالمشاركة بقيود أقل.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على معايير تصنيف المستثمرين إلى مستثمرين أفراد ومستثمرين من الشخصيات الاعتبارية وأن تكون أي تصنيفات أخرى وفقاً للتصنيفات العامة المحددة في تشريعات الهيئات المعنية.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تتعلق بتوفير برامج توعية واختبارات للمولين لتصنيفهم حسب درجة الوعي بتقبل المخاطر وقبول تسجيلهم على هذا الأساس.
- أن يشمل الإطار التنظيمي نصوص واضحة تتعلق بمراعاة مبادئ الأمانة والعدالة والنزاهة والمساواة وإدارة تضارب المصالح عند مزاولة نشاط التمويل الجماعي وبذل العناية المهنية الواجبة تجاه المستثمرين لحماية حقوقهم.
- أن يشمل الإطار التنظيمي ضوابط لحماية أموال المستثمرين الموجودة لدى مشغل المنصة وإجراءات فصل هذه الأموال عن أمواله الخاصة بحيث يحتفظ بأموال المستثمرين المودعة من قبلهم في حساب مصرفي مخصص لذلك (Escrow account) لحين انتهاء فترة العرض المقترحة أو غلق العرض لاستكمال التمويل المطلوب، وانعكاس ذلك في بياناته المالية والإيضاحات المتممة لها.
- أن يشمل الإطار التنظيمي نصوص تلزم مشغل المنصة بوضع آليات للتخارج¹ والتراجع عن القرارات الاستثمارية الخاصة بالمستثمرين، وآليات التعامل في أموال المستثمرين التي تمنع المنصة من السحب أو التحويل أو التعامل بأموال المستثمرين إلا بالحالات التي تقتضي ذلك والتي تحددها الأطر التنظيمية، مثل وليس حصراً على؛ أغراض

¹ (آليات التخارج: نقل ملكية الورقة المالية المصدرة مقابل التمويل من الممول الى ممول اخر تتوافر فيه ذات الشروط بما يعد سوق ثانوي للأوراق المالية المصدرة مقابل التمويل وغير المقيدة بالبورصات.



الدفع لطالب التمويل بعد استيفاء رسوم مشغل المنصة، أو للجهات التي تطلب الهيئة أو القضاء التحويل إليها، إعادة

الأموال للمستثمرين في حال عدم تحقق شروط حملة التمويل الجماعي عن مشروع معين. كما يكون الحد الأقصى لتلقي الأموال لحساب مشروع معين هو مبلغ التمويل المطلوب فقط بحيث تزود المنصة بمؤشر يوضح نسبة التغطية اثناء فترة تلقي التمويل بحيث لا يسمح بتلقي أي أموال إضافية إذا وصل المؤشر الى 100%.

- أن يشمل الإطار التنظيمي نصوص واضحة تلزم مشغل المنصة برفض طرح عرض التمويل الجماعي إذا كان العرض ينتهك مصلحة المستثمرين أو إذا كان العرض مخالفاً لقانون الهيئة أو الأنظمة النافذة.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على وجوب وضع آليات من شأنها تحظر/ تمنع طرح نفس المشروع للتمويل على أكثر من منصة.
- أن يشمل الإطار التنظيمي نصوص واضحة تنظم عملية الغاء طلب الحصول على التمويل عبر المنصة من قبل طالب التمويل، بما يشمل الاعلان عن ذلك في الوقت المناسب على المنصة وعدم مخالفته لأي شرط من شروط الغاء طلب الحصول على تمويل عبر منصة التمويل الجماعي.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص واضحة تنظم آليات التواصل ما بين الممولين وطالب التمويل من خلال المنصة.

4- الإفصاح عن المخاطر:

- أن يشمل الإطار التنظيمي نصوص تهدف الى إلزام منصات التمويل الجماعي بتوفير معلومات واضحة وكافية وشفافة وسهلة الوصول بشأن المخاطر المرتبطة بالاستثمارات المتاحة على المنصة، وإقرار المستثمر الممول بهذه المخاطر.
- يجب عرض المعلومات المتعلقة بالاستثمار بشكل بارز على المنصة ويجب أن تتضمن شرحاً تفصيلياً للخسائر المالية المحتملة ومخاطر السوق وأي عوامل أخرى ذات صلة قد تؤثر على الاستثمار.
- التأكد من أن المستثمر يقر ويفهم صراحةً المخاطر التي تم الكشف عنها والمرتبطة بالاستثمار المحدد، وأن يكون الحصول على إقرار المستثمر بالمخاطر من خلال آلية واضحة ويمكن الوصول إليها، ويجب تخزينه لأغراض حفظ السجلات.
- يجب إعداد منظومة لإدارة المخاطر التي تتضمن السياسات والعمليات والإجراءات والنظم المستخدمة في تحديد وقياس وتقييم ومراقبة المصادر الجوهرية للمخاطر وإجراءات ضبطها والحد منها .
- أن يشمل الإطار التنظيمي نصوص تهدف الى إلزام منصات التمويل الجماعي بتوفير معلومات واضحة وكافية وشفافة وسهلة الوصول بشأن المخاطر التكنولوجية مثل اختراق الحسابات أو ما يتعلق بأمن المعلومات وانشاء الحسابات عن بعد وغيره.

5- تدابير مكافحة الاحتيال:



- أن يشمل الإطار التنظيمي على تدابير قوية لمكافحة الاحتيال لمنعه واكتشافه على منصات التمويل الجماعي.
 - أن يشمل الإطار التنظيمي على آليات إلزام مشغل المنصة ببذل العناية المهنية الواجبة للتحقق من عدم وجود أي وسائل احتيال أو خداع أو إضرار بالمستثمرين من قبل طالبي التمويل، بما يشمل:
 - تنفيذ عمليات قوية للتحقق من هوية المستخدمين KYC، يشمل ذلك المستثمرين ومنشئي المشاريع.
 - التحقق من المستندات أو المصادقة البيومترية أو أي وسيلة آمنة أخرى للتأكد من هوية المستخدمين.
 - التأكد من عدم استغلال المنصة للمشاركة في أي ممارسات غير جائزة وغير سليمة من شأنها تشويه طريقة القيام بعمله.
 - توفير قنوات تقديم الشكاوى والإبلاغ للمستثمرين.
 - إنشاء أنظمة مراقبة المعاملات في الوقت الفعلي لاكتشاف الأنشطة الاحتيالية ومنعها، بما في ذلك التحقيق على الفور في أي معاملات أو أنشطة مشبوهة يتم تحديدها أثناء المراقبة، مع اتخاذ الإجراء المناسب بهذا الخصوص.
- 6- إنشاء آليات للإبلاغ عن الأنشطة المشبوهة:**
- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تمكن مشغلي المنصات من الإبلاغ عن أي أنشطة مشبوهة قد يتم اكتشافها سواء كانت تتعلق بطالبي التمويل أو المستثمرين.
 - إلزام مشغل المنصة بمجموعة من التدابير ذات العلاقة بآليات تلقي الشكاوى أو الإبلاغ عن المخالفات والتعامل معها وآلية تسوية المنازعات، بما في ذلك:
 - إنشاء والحفاظ على آليات فعالة للمستخدمين للإبلاغ عن أي أنشطة مشبوهة أو سلوك احتيالي محتمل على المنصة.
 - أن يكون الوصول إلى آليات الإبلاغ سهلاً ويمكن أن تشمل نماذج الإبلاغ عبر الإنترنت أو عناوين البريد الإلكتروني المخصصة أو قنوات الاتصال الآمنة الأخرى.
 - إجراء تحقيقات شاملة على الفور عند تلقي تقارير عن أنشطة مشبوهة واتخاذ الإجراءات المناسبة وفقاً للسياسات الداخلية والقوانين المعمول بها.
 - الإبلاغ فوراً عن حالات الاحتيال المؤكدة أو غيرها من الأنشطة غير القانونية إلى السلطات التنظيمية ذات الصلة.
 - توفير رابط واضح للجهات المنوط بها تلقي أي شكاوى أو بلاغات من المتعاملين مع المنصة، والتي يتم اللجوء لها في حالة عدم قدرة المنصة على حل الشكاوى أو البلاغات المقدمة من المتعاملين مع المنصة وذلك خلال مدة زمنية تُحدد سقوفها الزمنية من خلال الاطر التنظيمية.
- 7- الجهات التنظيمية المسؤولة**
- تحديد السلطة الرقابية المختصة والمسؤولة عن مراقبة أنشطة التمويل الجماعي وتحديد صلاحيتها في تطوير وتنفيذ وتفعيل لوائح التمويل الجماعي.



الفصل الثالث: الإفصاح والتقارير الدورية

- أن يشمل الإطار التنظيمي على معايير موحدة بشأن العناية الواجبة لتحديد المشاريع التي تستحق ان يتم تمويلها من خلال العرض على منصة التمويل الجماعي، وتحديد معايير واضحة لجدوى المشروع وتوافقه مع أهداف المنصة.
- ان يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم منصات التمويل الجماعي بضمان توفير معلومات دقيقة وكاملة للمستثمرين من قبل طالبي التمويل. بالإضافة الى تعزيز الشفافية من خلال توفير تفاصيل المشروع، والمخاطر، والبيانات المالية، والشروط، بالإضافة الى توفير الإفصاحات اللازمة عن المشروعات الممولة وتطور أدائها، حتى يتمكن الممولين من متابعة استثماراتهم.
- ان يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم منصات التمويل الجماعي بإصدار تقارير دورية تتعلق بممارسة الأعمال والأداء العام للمنصة، مثل عدد وطبيعة المشاريع المدرجة والأموال التي تم جمعها والمشاريع الناجحة وغير الناجحة، بالإضافة الى الالتزام بمتطلبات الإفصاح الخاصة بمنصات التمويل الجماعي، بما في ذلك التقارير المالية والبيانات التشغيلية وتقارير إدارة المخاطر، على أن تكون البيانات المالية السنوية مدققة من قبل مدقق خارجي، والبيانات الربع سنوية والنصف سنوية مراجعة من المدقق الخارجي، وأن توضح الوضع المالي للمنصة، وتلزم الهيئة مشغل المنصة بنشر ما تراه مناسباً من تقارير على الموقع الالكتروني للمنصة وفقاً للقوانين والتشريعات المعمول بها في الدولة العضو.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم مشغل المنصة على نشر الحد الأدنى من المعلومات الرئيسية على المنصة مثل معلومات مشغل المنصة العامة، الحد الأدنى والأقصى للاستثمار، كافة أشكال الرسوم المستحقة للمشغل من عمليات الاستثمار من خلال المنصة، المخاطر المرتبطة بالاستثمار، أي معلومات أو تغييرات أو تطورات جوهرية، وأي تضارب محتمل في المصالح وأية إفصاحات أخرى تطلبها الهيئة.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم مشغل المنصة بنشر ما تراه الهيئة مناسباً من تقارير وإفصاحات ذات علاقة بطالب التمويل على الموقع الالكتروني للمنصة؛ مثل وليس حصراً على: إفصاحات طالبي التمويل، أي أخطاء أو معلومات أو بيانات مضللة أو مخاطر استثمارية تتكشف لمشغل المنصة وتتعلق بطالب التمويل أو مشاريع أو استثماراته.



الفصل الرابع: الضوابط التكنولوجية والأمن السيبراني لمنصات التمويل الجماعي

تضع الهيئة الرقابية الضوابط التكنولوجية بشأن التجهيزات والبنية التكنولوجية وأنظمة المعلومات الخاصة بعمل منصات التمويل الجماعي أو بما ينطبق عليها من التشريعات الحالية ذات العلاقة في الدولة العضو، بحيث تكون الأنظمة والضوابط المستخدمة في المنصة مناسبة وأمنة وفعالة وموثوقة، وتم إخضاعها للاختبار والفحص وفقاً لمعايير معتمدة وملانمة لحجم وطبيعة أعمالها، وأن يكون نطاق الفحص والاختبار للأنظمة والضوابط التي تقوم بحماية المعلومات التي يتم جمعها من المستثمرين وفق سياسيات الأمن السيبراني والمخاطر الأخرى المطبقة، والتي تشمل:

- تنفيذ تدابير تشفير قوية لتأمين جميع بيانات المستخدم الحساسة والمعاملات المالية والاتصالات.
- وضع بروتوكولات مناسبة لأمن البيانات للحماية من الوصول غير المصرح به، وانتهاكات البيانات، وتهديدات الأمن السيبراني الأخرى.
- أن تستخدم المنصة آليات مصادقة متعددة العوامل للتحقق من هوية المستخدمين، بما في ذلك المستثمرين ومنشئي المشاريع والإداريين.
- تنفيذ ضوابط وصول المستخدم لتقييد الوصول غير المصرح به إلى وظائف وبيانات النظام الأساسي.
- إجراء عمليات تدقيق أمنية منتظمة وشاملة، على الأقل سنوياً، لتقييم نقاط الضعف وتحديد مجالات التحسين.
- توثيق نتائج عمليات التدقيق الأمني، ويجب معالجة أي نقاط ضعف تم تحديدها على الفور.
- إنشاء خطة للاستجابة للحوادث والحفاظ عليها من أجل الاستجابة بفعالية لحوادث الأمن السيبراني، بما في ذلك خروقات البيانات أو الوصول غير المصرح به.
- تضمين خطة الاستجابة للحوادث إجراءات لإخطار المستخدمين المتأثرين والسلطات التنظيمية وأصحاب المصلحة الآخرين ذوي الصلة في حالة حدوث خرق أمني.
- تنفيذ تدابير التكرار وأنظمة النسخ الاحتياطي لضمان استمرارية توافر وموثوقية المنصة.
- إجراء اختبارات منتظمة لأنظمة النسخ الاحتياطي للتحقق من فعاليتها في استعادة العمليات في حالة فشل النظام.
- في حالة الصيانة المخطط لها أو التوقف غير المتوقع، يلتزم مشغل المنصة بتقديم إشعار مسبق للمستخدمين، مع تحديد المدة المتوقعة وأسباب الانقطاع.
- استخدام قنوات الاتصال، مثل الموقع الإلكتروني للمنصة أو إشعارات البريد الإلكتروني، لإجراء تحديثات شفافة وفي الوقت المناسب للمستخدمين.



- تنفيذ برامج تعليم للمستخدم لرفع مستوى الوعي حول أفضل ممارسات الأمن السيبراني، بما في ذلك أهمية كلمات المرور القوية والتعرف على محاولات التصيد.
- تضع الهيئة الرقابية ضوابط تنظم الممارسات السليمة لإدارة المخاطر السيبرانية والأمن السيبراني.

الفصل الخامس: الحوكمة

- ان يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم منصات التمويل الجماعي بتوفير معايير الحوكمة لإدارة وتشغيل منصات التمويل الجماعي، بما في ذلك تشكيل مجلس الإدارة، ومتطلبات التدقيق، وممارسات إدارة المخاطر، وتطبيق نظام مناسب للرقابة الداخلية بما يتناسب مع طبيعة عمل المنصة ووفقاً للمعايير الدولية.
- إلزام مشغل المنصة بوضع وتطبيق إطار وقواعد للحوكمة والتي تعالج المواضيع ذات العلاقة بتعيينات مجلس الإدارة والمسائل المتعلقة بتضارب المصالح وغيره من المواضيع المتبعة في الدولة العضو.

الفصل السادس: آليات الشكاوى وحل النزاعات وحماية حقوق المتعاملين

- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص واضحة تلزم مشغل المنصة بتقديم كافة المعلومات المتعلقة بالاستثمار في المشروع للمستثمر بطريقة واضحة وشفافة، وعدم إخفاء أية معلومات من شأنها التأثير على قراره الاستثماري.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم مشغل المنصة بتوعية المستثمر بكيفية الاستثمار عبر المنصة ونوع الاستثمار المعروض عليه.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تضمن إنشاء آلية فعالة وقوية لحل النزاعات بين المستثمرين وأصحاب المشاريع على منصات التمويل الجماعي.
- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم مشغل المنصة على إنشاء آليات تقديم شكاوى تشمل إجراءات وسياسات التعامل والتحقيق في الشكاوى المقدمة على أن تحقق هذه الآليات العدالة والاتساق والتعامل الفوري مع الشكاوى ومعالجتها والبت فيها بما يتماشى والقوانين والتشريعات المعمول بها في الدولة العضو.
- على الهيئات الرقابية وضع إجراءات وتوفير قنوات واضحة للمستثمرين لتقديم شكاوى والبحث عن حلول بما يشمل آليات التظلم اللاحقة لشكاوى قدمت لمشغلي المنصات.

المادة السابعة: الامتثال لمتطلبات اعرف عميلك ومكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب

- أن يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم جميع الأطراف بالامتثال لقوانين مكافحة غسل الأموال ومعرفة العميل (AML/KYC) على منصات التمويل الجماعي، وإلزام مشغلي المنصات بالتحقق من هوية المستثمرين واصحاب المشاريع لمنع غسل الأموال والاحتيال، والابلاغ الفوري عن أي أفراد أو كيانات أو معاملات أو أنشطة مشبوهة الى جهات الاختصاص.



- ان يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تنظم السماح بعمليات التحقق ومعرفة العميل الكترونياً باستخدام وسائل التكنولوجيا الحديثة بشكل لا يؤثر على نزاهة العملية والقدرة على تأهيل المستثمر بشكل كفؤ.
- ان يشمل الإطار التنظيمي نصوصاً بخصوص إلزام مشغل المنصة على تطبيق تدابير العناية الواجبة على المستخدمين ذوي المخاطر العالية كما تم تحديدها من خلال تقييمات المخاطر، بالإضافة الى اجراء العناية الواجبة المستمرة على المستخدمين لا سيما في الحالات التي توجد فيها تغييرات في سلوك المستخدم، أو أنماط المعاملات غير العادية أو المشبوهة، أو ظروف أخرى تستدعي المزيد من التدقيق.
- ان يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم مشغل المنصة بالاحتفاظ بسجلات شاملة للمستخدمين بما يشمل وثائق الهوية وبيانات المعاملات للفترة المنصوص عليها في القوانين واللوائح المعمول بها في الدولة العضو، وأن يكون الوصول الى السجلات سهلاً لإجراء عمليات الرقابة والتفتيش أينما لزم.
- ان يشمل الإطار التنظيمي على نصوص تلزم مشغل المنصة بتعيين كادر مؤهل وتدريبه على سبل التعرف على الأنشطة المشبوهة لضمان الوعي والامتثال لمتطلبات (AML/KYC).

الفصل الثامن: العقوبات والجزاءات

- تراعي الدول الأعضاء شمول الإطار التشريعي المنظم لعمل نشاط التمويل الجماعي على نصوص تعالج العقوبات والجزاءات التي يجب اتخاذها في حال رصد أي مخالفات ناتجة عن عمليات التفتيش أو تلك الناتجة عن عمليات الإبلاغ والتحقق.
- في حال مخالفة هذه القواعد يخضع المخالف الى العقوبات والجزاءات المنصوص عليها في التشريعات والقوانين ذات العلاقة والجاري العمل بها لدى الجهات الرقابية في السوق الذي وقعت به المخالفة.



الملاحق

- الملحق (1): ورقة بحثية حول نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية
- الملحق (2): ورقة عمل حول منصات التمويل الجماعي (Crowdfunding) في الأسواق المالية العربية
- الملحق (3): معايير الأهلية التي تخضع لها الجهات المرخص لها (منصات التمويل الجماعي)
- الملحق (4): فريق العمل



الملحق (1)

ورقة بحثية حول نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية



هيئة السوق المالية
CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER
FINANCIAL MARKET COUNCIL





تعريف نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية

هي صيغة التمويل التي تعتمد على جمع الأموال من العموم عبر **منصة على الإنترنت** مخصصة للغرض بهدف تمويل شركات صاحبة مشاريع من خلال الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها (أسهم عادية، صكوك، رقاع). ويتدخل في هذا النشاط ثلاثة أطراف:



مسدي خدمات التمويل التشاركي: وهي الشركة المختصة في نشاط التمويل التشاركي عبر إحداث وتسيير منصات على الإنترنت تربط بين العموم وبين الشركات صاحبة المشاريع. وتعتبر شركة إسداء خدمات التمويل التشاركي، مشغل منصة على الخط على معنى التشريع الجاري به العمل.



المشارك: كل شخص طبيعي أو معنوي مقيم أو غير مقيم ساهم في تمويل شركة صاحبة مشروع

عبر منصة تمويل تشاركي.



الشركة صاحبة المشروع: شركة خفية الاسم ترغب في الحصول على تمويل عبر التمويل

التشاركي وتتولى للغرض إصدار أسهم عادية، صكوك أو رفاع. ويجب أن يتم إنجاز المشروع بالبلاد التونسية وأن تكون الشركة منتصبة بها.

> الإطار القانوني والترتيبي التونسي لنشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية:

- القانون عدد 37 لسنة 2020 المؤرخ في 6 أوت 2020 المتعلق بالتمويل التشاركي؛
- الأمر عدد 765 لسنة 2022 مؤرخ في 19 أكتوبر 2022 يتعلق بتنظيم نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية؛
- مشروع ترتيب هيئة السوق المالية المتعلق بضبط شروط ممارسة نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية.

> شروط وإجراءات الترخيص لممارسة نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية:



يخضع نشاط التمويل التشاركي **لترخيص** تمنحه هيئة السوق المالية ويمارس عن طريق إحداث

شركة خفية الاسم يكون مقرها الاجتماعي بالبلاد التونسية.

يحجر على شركة إسداء خدمات التمويل التشاركي ممارسة أنشطة أخرى بخلاف تلك التي تم الترخيص لها فيها. كما يحجر عليها تعاطي أكثر من صنف من نشاط التمويل التشاركي.

2

يمكن أن تتم ممارسة نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية من قبل:

- وسطاء البورصة؛
- شركات التصرف في محافظ الأوراق المالية لفائدة الغير؛
- شركات الاستثمار ذات رأس مال تنمية التي تتصرف في موارد موضوعة على ذمتها لفائدة الغير.

ويتعين عليهم **إعلام هيئة السوق المالية بصفة مسبقة** عبر إيداع ملف نموذجي مع واجب احترام نفس شروط ممارسة النشاط المحمولة على شركة إسداء خدمات التمويل التشاركي.

➤ شروط الترخيص:

- توفير رأس مال لا يقل عن **مائة ألف (100000) دينار** يتم تحريره بالكامل عند تأسيس شركة إسداء خدمات التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية؛
- تقديم **برنامج نشاط** يحتوي خاصة على مخطط الأعمال والخدمات المزمع إسدائها؛
- **صفة المساهمين المباشرين وغير المباشرين** وذلك فيما يتعلق بسمعتهم وبقدراتهم المالية؛
- توفير **الوسائل البشرية والفنية** الملائمة لبرنامج النشاط خاصة فيما يتعلق بالمنظومة المعلوماتية وأنظمة السلامة وتقييم المشاريع المعروضة على منصة التمويل التشاركي؛
- **المؤهلات العلمية وكفاءة وسمعة المسيرين** وأعضاء مجلس الإدارة أو هيئة الإدارة الجماعية ومجلس المراقبة؛
- **منظومة الحوكمة والهيكل التنظيمي والإداري** (منظومة الامتثال وإجراءات الرقابة الداخلية ومنظومة إدارة المخاطر) بما يضمن بالخصوص تطبيق التشريع المتعلق بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب؛
- **عقد تأمين**؛
- **قرار قبول معالجة المعطيات الشخصية** الصادر عن الهيئة الوطنية لحماية المعطيات الشخصية.



➤ إجراءات الترخيص:



يتعين على كل طالب ترخيص لممارسة نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية، إيداع مطلب في الغرض لدى هيئة السوق المالية مرفقاً بوثائق وإرشادات يحدد قائمتها ترتيب الهيئة. ويمكن تقديم المطلب حسب إحدى الصيغ التالية:

- بواسطة مكتوب مضمون الوصول مع الإعلام بالبلوغ؛
- عن طريق إيداعه مباشرة لدى مكتب الضبط التابع للهيئة مقابل الحصول على وصل؛
- بأي وسيلة تترك أثراً كتابياً (رسالة الكترونية).



تتولى هيئة السوق المالية إجابة طالب الترخيص في أجل أقصاه

ثلاثة (3) أشهر من تاريخ إيداع المطلب المذكور **مرفقاً بالوثائق والإرشادات اللازمة**.

ويعتبر لاغياً كل مطلب لم يستوف الوثائق والمعلومات المطلوبة، في أجل ثلاثة (3) أشهر من تاريخ طلبها. وتعلم هيئة السوق المالية طالب الترخيص بقرار قبول أو رفض مطلبه بأي وسيلة تترك أثراً كتابياً، **ويكون قرار الرفض معللاً**.



➤ شروط الاستثمار في إطار نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية:



يجب على مسدي خدمات التمويل التشاركي التنصيص على معايير اختيار الشركات صاحبة المشاريع التي يتولى عرضها على منصته. ولا يمكنه عرض إلا الشركات التي تكون أوراقها المالية **غير مدرجة ببورصة الأوراق المالية بتونس ولم تكن موضوع عرض سابق مؤشر عليه من قبل هيئة السوق المالية.**

ويجب على مسدي خدمات التمويل التشاركي أن يخصص الاطلاع على المشاريع المعروضة على المنصة للمشاركين الذين قاموا **بتسجيل هوياتهم وتعرفوا على المخاطر** التي يمكنهم التعرض لها (مخاطر خسارة كل أو جزء من رأس المال المستثمر، مخاطر عدم السيولة، صعوبة تقييم الشركة صاحبة المشروع، عدم السداد بالنسبة للرقاع...)



يتعين على الشركة صاحبة المشروع قبل انطلاق العملية إعداد ونشر **مذكرة مختصرة** على منصة التمويل التشاركي طبقاً لنموذج مضبوط من قبل هيئة السوق المالية. وتتضمن المذكرة بالخصوص التعريف بالمشروع وبالشركة المصدرة من خلال تقديم معلومات حول:

- نشاط الشركة ومعطيات مالية بشأنها؛
- معلومات حول المخاطر؛
- معلومات حول الأوراق المالية المعروضة للاكتتاب؛
- آجال وصيغ إجراء العرض وبالخصوص معلومات حول العمولات والمصاريف.

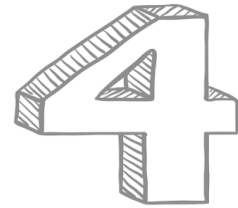


يجب ألا تتجاوز مساهمة المشارك في مشروع معروض على منصة التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية مبلغاً أقصاه **عشرة (10) آلاف دينار**.

ويجب ألا تتجاوز الأموال المجمعة من المشاركين بعنوان مشروع معروض على منصة التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية مبلغاً أقصاه **مليون (1) دينار**.

لا يمكن جمع الأموال من المشاركين إلا بواسطة **وسائل التحويل الإلكتروني للأموال والتحويل البنكي** أو كلّ نظام دفع مُرخص فيه من قبل البنك المركزي التونسي.

تتولى شركة إسداء خدمات التمويل التشاركي جمع الأموال في حساب خاص مستقل عن حسابها ومفتوح لدى بنك أو لدى الديوان الوطني للبريد الذين يتوليان التحقق من سلامة العمليات المنجزة وإعلام هيئة السوق المالية بكلّ مخالفة تتم معابنتها.



عند انتهاء العملية وفي صورة جمع المبلغ المحدد، فإنّه يتم تحويل الأموال من قبل مسدي خدمات التمويل التشاركي للشركة صاحبة المشروع وفي المقابل يتلقى المشاركون الأوراق المالية المكتتبه. أما في صورة عدم التوصل لجمع المبلغ المحدد سيسترجع كل مشارك المبلغ الذي قام بدفعه.



> خصائص نشاط التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية:

1

يمنع اللجوء للسعي المصفي للتسويق للمشروع المعروض على منصة مسدي خدمات التمويل التشاركي. كما لا يمكن اللجوء للإشهار بخصوص ذلك المشروع إلا من خلال المنصة. وتسري هذه الأحكام على وسطاء البورصة وشركات التصرف في محافظ الأوراق المالية لفائدة الغير وشركات الاستثمار ذات رأس مال تنمية التي تتصرف في موارد موضوعة على ذمتها لفائدة الغير الذين يمارسون نشاط التمويل التشاركي.

2

لا تعتبر الشركة التي تلجأ لمنصة التمويل التشاركي، من صنف شركات المساهمة العامة على معنى الفصل الأول من القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 والمتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية.

3

لا يعتبر التمويل التشاركي عبر الاستثمار في أوراق مالية نشاط تصريف في محافظ الأوراق المالية لفائدة الغير. وعليه لا يمكن لمسدي خدمات التمويل التشاركي الحصول على توكيل للتصرف في أموال المشاركين.



الملحق (2)

ورقة عمل حول منصات التمويل الجماعي

(في الأسواق المالية العربية Crowdfunding)

إعداد : د. بشار أبو زعرور، مستشار المدير العام لشؤون التطوير، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية

دولة الإمارات العربية المتحدة

2024



المحتويات

- مقدمة
- تعريف التمويل الجماعي
- أنواع صناديق التمويل الجماعي:
- الفوائد المتوقعة من صناديق التمويل الجماعي
- المخاطر المحتملة للتمويل الجماعي
- المناهج الرقابية المستخدمة في تنظيم عمل صناديق التمويل الجماعي
- قائمة المراجع



مقدمة

مع تزايد الاهتمام بالتكنولوجيا المالية واستخداماتها في القطاع المالي خلال السنوات الأخيرة، برزت العديد من المنتجات والأدوات المالية المستندة إلى التكنولوجيا، ومن ضمنها صناديق التمويل الجماعي **Crowdfunding**. وتعتبر صناديق التمويل الجماعي أحد أنواع التمويل البديل **Alternative Finance** الذي يهدف إلى تسهيل وصول الشركات الصغيرة ومتناهية الصغر والمتوسطة إلى التمويل الملائم تحديداً رأس المال العامل **Working Capital**. وهذا يفسر الاهتمام المتزايد من قبل صانعي السياسات في الدول النامية في تطوير البيئة الممكنة لعمل صناديق التمويل الجماعي، كونها تساهم في سد الفجوة التمويلية التي تعاني منها المشاريع الصغيرة ومتناهية الصغر والمتوسطة.

تعريف التمويل الجماعي

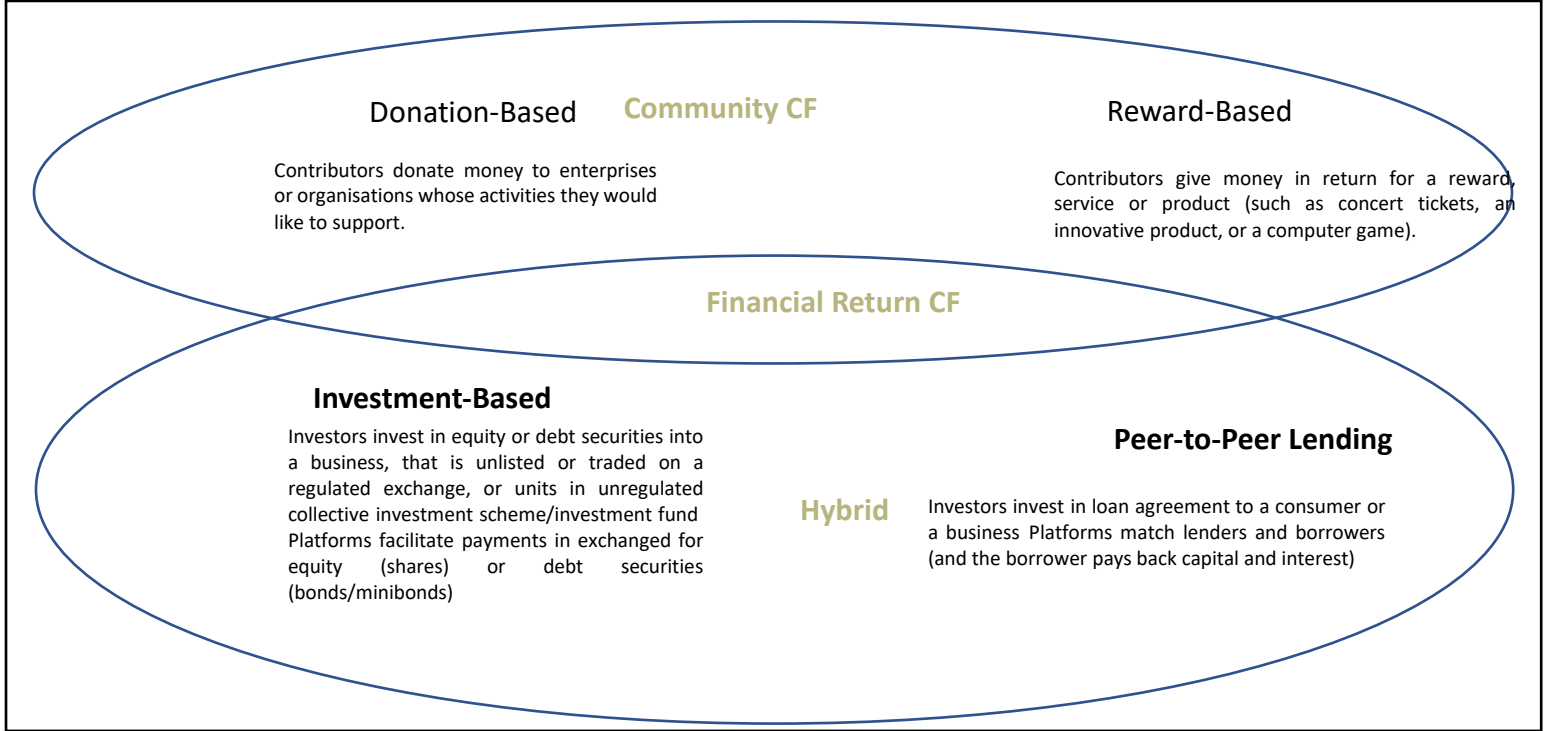
هناك العديد من التعريفات الخاصة بالتمويل الجماعي صادرة عن العديد من المؤسسات الدولية، ويمكن تعريف التمويل الجماعي بأنه طريقة تمويل يتم من خلالها جمع مبالغ صغيرة من الأموال من أعداد كبيرة من الأفراد أو الكيانات القانونية لتمويل أعمال، أو مشاريع محددة، أو استهلاك فردي، أو أية احتياجات تمويلية أخرى. وينطوي هذا النشاط على استخدام المنصات القائمة على شبكة الإنترنت للربط ما بين مستخدمي الأموال (المقترضون) بالممولين الأفراد (المقرضون) بما يتجاوز في العديد من الحالات دور الوسطاء الماليين التقليديين. وغالبا ما يجمع التمويل الجماعي ثلاثة عناصر أساسية وهي: جمع مبالغ صغيرة من الأموال، من عدد كبير من الممولين/ المستثمرين وتوجيهها إلى عدد كبير من المقترضين، باستخدام التقنيات الرقمية

أنواع صناديق التمويل الجماعي:

على الرغم من العديد من التصنيفات لصناديق التمويل الجماعي، يمكن تقسيم أنواع صناديق التمويل الجماعي إلى أربعة أنواع رئيسية وهي:

- صناديق التمويل الجماعي المستندة على الاستثمار أو الأوراق المالية **Equity or security based crowdfunding**
- صناديق التمويل الجماعي المستندة إلى اقراض النظراء **Peer to Peer lending (P2P)**
- صناديق التمويل الجماعي المستندة إلى التبرعات **Donation based crowdfunding**
- صناديق التمويل الجماعي المستندة إلى الجوائز **Reward based crowdfunding**

شكل رقم 1: أنواع صناديق التمويل الجماعي



ويعتبر التمويل الجماعي المستند على الاستثمار والتمويل الجماعي المستند على الإقراض، نوع من أنواع الوساطة المالية² والتي عادة تكون محط اهتمام الجهات الرقابية على القطاع المالي وتسعى الى تنظيمها والتي ترتبط بعائد استثماري على شكل عائد على الاستثمار او الإقراض. في حين يعتبر التمويل الجماعي المستند الى التبرعات او الجوائز ضمن الأنشطة المجتمعية والتي عادة تنظم ضمن الأطر القانونية النازمة للجمعيات الخيرية.

وفي هذه الورقة، سيتم التركيز على النوعين الأول والثاني من صناديق التمويل الجماعي وهي **Equity based** و **crowdfunding** و **P2P** كونها تعتبر من مكونات القطاع المالي، وتقدم خدمات الوساطة المالية المرتبطة بعائد على الاستثمار أو فوائد تدفع على عمليات الإقراض.

أما من حيث نماذج الاعمال المستخدمة **Business models** في صناديق التمويل الجماعي المستندة على الاستثمار وتشمل الأسهم والسندات، والصناديق المبنية على أساس الإقراض **P2P** فيمكن تلخيصها بالآتي وبشكل مختصر:

جدول 1: نماذج الاعمال المستخدمة في صناديق التمويل الجماعي المستندة على الاستثمار (Equity crowd investing (Equity crowdfunding)

² IOSCO, 2014, 'Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast'.



Business model نموذج الاعمال	Description وصف مختصر
1. The holding company model/ nominee model ³	يقوم هذا النموذج على قيام مشغل منصة التمويل الجماعي بتجميع الاستثمارات من عدة مستثمرين، ومن ثم عمل استثمار مجمع في الشركة او SMEs التي تبحث عن التمويل.
2. Investment banking model	في هذا النموذج فان المستثمرين يكونون مساهمين أو مقرضين (عبر السندات) بشكل مباشر في الشركة التي تبحث عن التمويل وهذا النموذج يشبه عملية الاستثمار من خلال الإصدار الأولي للأسهم IPO، بحيث يملك كل مستثمر حصة في الشركة التي يتم تمويلها عبر المنصة بشكل مباشر وبقيمة استثماره، ويحصر دور مشغل منصة التمويل الجماعي في التقاء المستثمرين والباحثين عن التمويل عبر المنصة.
3. Syndicate model ^{4,5}	في هذا النموذج يشترط مشغل منصة التمويل الجماعي المشاركة على المستثمرين المصنفين أو المستثمرين المؤسسيين.

جدول 2: نماذج الاعمال المستخدمة في صناديق التمويل الجماعي المستندة على الإقراض P2P Lending

Business model نموذج الاعمال	Description وصف مختصر
1. Traditional P2P lending (client- segregated account model) ^{6,7}	في هذا النموذج يعمل مشغل منصة التمويل الجماعي على تسهيل التقاء المقرضين والمقترضين عبر المنصة، ويتم عقد اتفاقية القرض بين المقرض والمقترض مباشرة وليس مع منصة التمويل، وبالتالي منصة التمويل لا تعمل على تجميع الأموال او قبول الودائع، ولا تعمل على الإقراض المباشر، وإنما بكل بساطة تعمل على تسهيل التقاء المقرضين مع المقترضين.

³ Schwiabacher, A., 2019. Equity crowdfunding: anything to celebrate?. Venture Capital, 21(1), pp.65-74.

⁴ Hornuf, L. and Schwiabacher, A., 2016. Portal design and funding dynamics in equity crowdfunding. URL: <http://www.em-lyon.com/minisiteen/content/download/169415/6656834/file/Hornuf>

⁵ Rossi, A., Vismara, S. and Meoli, M., 2019. Voting rights delivery in investment-based crowdfunding: a cross-platform analysis. Journal of Industrial and Business Economics, 46(2), pp.251-281.

⁶ Pierrakis, Y. and Collins, L., 2013. Banking on each other. Peer-to-peer lending to business: Evidence from Funding Circle, Nesta. [available at: <https://www.nesta.org.uk/report/banking-on-each-other-the-rise-of-peer-to-peer-lending-to-businesses/>]

⁷ Pierrakis, Y., 2019. Peer-to-peer lending to businesses: Investors' characteristics, investment criteria and motivation. The International Journal of Entrepreneurship and Innovation, 20(4), pp.239-251.



<p>Notary model⁸ .2</p>	<p>في هذا النموذج فان مشغل المنصة يعمل أيضا على تسهيل التقاء المقرضين مع المقترضين، ولكن القرض ينظم عن طريق بنك مشارك في أعمال المنصة، وبالتالي تعمل المنصة كوكيل بنكي يجمع المقرضين والمقترضين ويعمل البنك بتنظيم وتقديم القرض.</p>
<p>Balance sheet lending⁹ .3</p>	<p>في هذا النموذج يعمل مشغل منصة التمويل الجماعي على منح القروض مباشرةً للمقترضين، وبالتالي تقوم المنصة بدور شبيه جداً بدور البنك، وتعمل المنصة على انشاء القرض بشكل مباشر وتسجله على قوائمها المالية، ولهذا السبب سمي هذا النموذج Balance sheet lending.</p>

ومن الضروري الإشارة الى انه يمكن استخدام نماذج اعمال تتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية ضمن اعمال صناديق التمويل الجماعي، مثل الصكوك الإسلامية والصكوك الإسلامية متناهية الصغر، وفي حالات عديدة يمكن ان تستند نماذج اعمال صناديق التمويل الجماعي الى عقود إسلامية مثل المشاركة والمغارة والمزارعة والمساقاة.

الفوائد المتوقعة من صناديق التمويل الجماعي

يتوقع لصناديق التمويل الجماعي ان تعمل على توسيع نطاق الخيارات التمويلية المتاحة تحديدا للمشاريع الصغيرة ومتناهية الصغر والمتوسطة، وتأتي ضمن خيارات التمويل البديل **Alternative Finance** ، وهذا يفسر الاهتمام المتزايد بها من قبل العديد من الدول وتحديدا الدول النامية وذلك ضمن جهودها في تعزيز الشمول المالي وتوفير البدائل التمويلية لريادي الاعمال وأصحاب المشاريع الصغيرة والمتناهية الصغر والمتوسطة. ويمكن ايجاز المنافع المحتملة لصناديق التمويل الجماعي سواء تلك المستندة الى الاستثمار أو المستندة الى الإقراض بالاتي:

1. على مستوى الشركات (الصغيرة والمتوسطة ومتناهية الصغر)

- الوصول إلى مصادر تمويل بديلة وحشد الأموال
- تطوير الاعمال
- التحقق المبني من المنتج
- أداة للتسويق والتواصل
- الإرشاد **mentorship**

⁸ Kirby, E. and Worner, S., 2014. Crowd-funding: An infant industry growing fast. IOSCO Research Department, pp.1-63. [available at: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>]

⁹ Schmidt Jonas 2021, What is Balance Sheet Lending? How is it different from typical P2P Lending, P2PMarketData



2. على مستوى المستثمرين/ المقرضين

- الوصول إلى فرص الاستثمار البديلة (من الصعب على مستثمري التجزئة الوصول إلى رأس المال التأسيسي ورأس المال المخاطر).
- عوائد أعلى محتملة
- تأثير نوعي
- تنوع الاستثمار وتوزيع المخاطر

3. على مستوى الاقتصاد والخدمات المالية

- مساهمة في النمو (والانتعاش) الاقتصادي والحد من الفقر.
- دعم تطوير الخدمات المالية وكفاءتها ومنافسة السوق.
- زيادة الشمول المالي.

المخاطر المحتملة للتمويل الجماعي

على الرغم من المنافع العديدة لصناديق التمويل الجماعي، إلا أنه هناك أيضا مجموعة من المخاطر المحتملة والمتوقعة لصناديق التمويل الجماعي، والتي تعرف انها بطبيعتها على انها منتج مالي عالي المخاطر، وبالتالي يجب اخذ هذه المخاطر بعين الاعتبار ووضع السياسات والإجراءات التخفيفية للحد من تأثير هذه المخاطر ضمن أي اطار تنظيمي يتم تطويره من قبل صانعي السياسات. ويمكن ايجاز هذه المخاطر وفقا للاتي:

1. مخاطر مرتبطة بالمصدر او المقرض

- استثمارية الشركة المصدرة المقترضة
- غش أو إساءة التصرف
- خرق لقوانين غسل الأموال ومنع تمويل الإرهاب

2. مخاطر مرتبطة بالمستثمرين او المقرضين

- عدم المعرفة والخبرة الكافية لدى المستثمر او المقرض
- عدم ملائمة تصنيف المستثمر
- عدم وجود سيولة كافية لدى المستثمر
- ضعف الشفافية والافصاح ونقص المعلومات الدقيقة ذات العلاقة بالاستثمار المنوي تمويله
- خرق لقوانين غسل الأموال ومنع تمويل الإرهاب

3. مخاطر مرتبطة بمشغل منصة التمويل الجماعي

- تضارب مصالح



- الغش أو الخداع أو سوء التصرف
- المخاطر السيبرانية و اختراق المنصة
- المعلومات المضللة وغير الدقيقة
- استمرارية العمل للمنصة

المناهج الرقابية المستخدمة في تنظيم عمل صناديق التمويل الجماعي

عطفاً على المراجعة القانونية والدراسة المقارنة لتجارب الدول الإقليمية والدولية في آليات التنظيم والاشراف والرقابة على صناديق التمويل الجماعي، إضافة الى استعراض الممارسات الدولية ونماذج الاعمال المستخدمة في أعمال صناديق التمويل الجماعي، فلا بد من الإشارة الى عدم وجود منهج رقابي موحد يناسب جميع الدول، بل تتباين المناهج الرقابية وفقاً لخصوصية كل دولة وواقعها المحلي ودرجة التطور والنضوج في القطاع المالي والاطار القانوني الناظم، هذا بالإضافة الى الغايات والاهداف السياساتية التي تسعى الجهة الرقابية الى تحقيقها من خلال تنظيم عمل صناديق التمويل الجماعي.

ان الهدف الرئيسي لأية جهة رقابية على القطاع المالي في عملية التنظيم والرقابة على القطاع المالي هو حماية حقوق المستهلكين، والمحافظة على نزاهة واستقرار القطاع المالي، ويسري هذا الامر أيضاً في التنظيم والاشراف على صناديق التمويل الجماعي¹⁰. من جهة أخرى، أوصى البنك الدولي 11 الهيئات الرقابية التي تسعى الى تطوير اطار تنظيمي لصناديق التمويل الجماعي الى اتباع المبادئ الرئيسية التالية:

- تحديد الأولويات واستخدام المنهج المبني على المخاطر Risk-based approach
 - موائمة الإطار التنظيمي للواقع المحلي وخصوصيته
 - الموازنة بين الحاجة الى حماية المستهلك وتأثير ذلك على القطاع وتطور الابتكارات في سوق التمويل الجماعي
- في حين أشار البنك الأوروبي للتنمية وإعادة الاعمار EBRD في دراسة مقارنة اعدھا في العام 2018 لمجموعة من الدول فيما يخص الأطر التنظيمية لصناديق التمويل الجماعي¹²، الى مجموعة من التوصيات موجهة للهيئات الرقابية لاتباعها خلال عملية تنظيم التمويل الجماعي ومن ضمنها:

- تطوير إطار قانوني شامل Bespoke Legal regime
- حد ادنى لرأس المال يتم فرضه على مشغل منصة التمويل الجماعي ويستند الى طبيعة وحجم الأنشطة التي ستعمل المنصة على تنفيذها
- إطار ملائم لإدارة المخاطر من قبل مشغل المنصة
- توفير كادر مؤهل من قبل مشغل المنصة
- تصنيف المستثمرين الذين يسمح لهم بالاستثمار/الاقراض في التمويل الجماعي

¹⁰ GIZ (2020), "Fintech Toolkit: Smart Regulatory and Market Approaches to Financial Technology Innovation", available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3598142

¹¹ World Bank, 2021, 'Consumer Risks in Fintech'

¹² EBRD & Clifford Chance, 2018, 'Regulating Investment and Lending-Based Crowdfunding: Best Practices'.



• اطار ملائم لمتطلبات معرفة العميل KYC ووفقا للبنك الأوروبي للتنمية وإعادة الاعمار، يمكن تصنيف الأدوات المستخدمة في عملية التنظيم والاشراف للتمويل الجماعي الى ثلاث مجموعات رئيسية وهي:

- تلك المرتبطة بالمعلومات بما يشمل الإفصاح والشفافية
 - التنظيم الاحترازي Prudential مثل التفويض ومتطلبات رأس المال
 - حوكمة منصة التمويل الجماعي بما يشمل إجراءات الرقابة الداخلية
- ومن المراجعة السابقة للتجارب الدولية والإقليمية لتنظيم عمل التمويل الجماعي، يمكن الاستنتاج ان هناك ثلاثة خيارات او مناهج رقابية متاحة امام الجهات الرقابية المشرفة على القطاع المالي، والتي يمكن استخدامها في عملية التنظيم والاشراف على التمويل الجماعي، وان اختيار أي منها يعتمد بالأساس على معطيات الواقع المحلي لكل دولة واولويات السياسات المستهدفة. مع التأكيد على أهمية التنسيق الفعال وتحديد الصلاحيات فيما الجهات الرقابية على القطاع المالي في داخل الدولة كنقطة أساس وانطلاق في سبيل تطوير بيئة ممكنة لعمل صناديق تمويل جماعي قابلة للحياة، وبالتالي توفير بدائل تمويلية ملائمة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة ومتناهية الصغر.
- وفيما يلي نستعرض الخيارات الرقابية المتاحة:

الخيار الرقابي الأول: عدم التدخل الرقابي No Intervention

ويقوم هذا الخيار على أساس عدم التدخل أو التنظيم من قبل الهيئات الرقابية، وترك صناديق التمويل الجماعي تعمل دون أية رقابية او تنظيم في السوق، وهذا الخيار يعتمد بدرجة كبيرة على مدى تطور المنظومة القانونية الكلية للدولة، ومستويات الوعي والثقافة المالية لدى جمهور المستثمرين والمواطنين في الدولة.

الخيار الرقابي الثاني: التدرج في عمليات الرقابة Gradual process

ويقوم هذا الاقتراح على التدخل التدريجي في عمليات التنظيم والرقابة على عمل صناديق التمويل الجماعي وعدم تطوير إطار قانوني شامل، بل يمكن استخدام الأدوات المتاحة سواء لدى الهيئات الرقابية مثل حاضنة الابتكار الرقابي Regulatory Innovation Hub و بيئة الرقابة التجريبية Regulatory Sandbox ، كمرحلة أولى والسماح لهذه الصناديق بالعمل التدريجي والمقيد ويمكن ذلك باستخدام رسائل عدم الممانعة Waiver ، وفي مرحلة ثانية يمكن تقييد عمل هذه الصناديق بضوابط محددة مثل سقف الاستثمار أو الإقراض المسموح بها، وطبيعة المستثمرين المسموح لهم بالاستثمار، مثل مستثمر مصنف، او مستثمر مؤسسي وغيرها.

الخيار الرقابي الثالث: تطوير إطار تنظيمي شامل لعمل صناديق التمويل الجماعي Comprehensive (Bespoke)

legal reform

ويقوم هذا الخيار على تطوير إطار قانوني ورقابي اشرافي متكامل لعمل صناديق التمويل الجماعي، سواء تلك القائمة على الاستثمار أو الإقراض P2P lending، بحيث يغطي الإطار القانوني والتنظيمي متطلبات راس المال، ومتطلبات الترخيص، وحوكمة منصة التمويل، وغيرها من التفاصيل.



المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- عبد المنعم. هبة و عبيد. رامي (2019). " منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية "، صندوق النقد العربي، سلسلة دراسات اقتصادية

ثانياً: المراجع باللغة الانجليزية

- 1 EBRD & Clifford Chance, 2018, 'Regulating Investment and Lending-Based Crowdfunding: Best Practices'.
- 2 GIZ (2020), "Fintech Toolkit: Smart Regulatory and Market Approaches to Financial Technology Innovation", available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3598142
- 3 Hornuf, L. and Schwienbacher, A., 2016. Portal design and funding dynamics in equity crowdfunding. URI: <http://www.em-lyon.com/minisiteen/content/download/169415/6656834/file/Hornuf>
- 4 IOSCO, 2014, 'Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast'.
- 5 Jenik, I. et al. (2017). "Crowdfunding and Financial Inclusion", CGAP Working Paper, March
- 6 Kirby, E. and Worner, S., 2014. Crowd-funding: An infant industry growing fast. IOSCO Research Department, pp.1-63. [available at: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>]
- 7 Pierrakis, Y. and Collins, L., 2013. Banking on each other. Peer-to-peer lending to business: Evidence from Funding Circle, Nesta. [available at: <https://www.nesta.org.uk/report/banking-on-each-other-the-rise-of-peer-to-peer-lending-to-businesses/>]
- 8 Pierrakis, Y., 2019. Peer-to-peer lending to businesses: Investors' characteristics, investment criteria and motivation. The International Journal of Entrepreneurship and Innovation, 20(4), pp.239-251.



- Rossi, A., Vismara, S. and Meoli, M., 2019. Voting rights delivery in investment-based crowdfunding: a cross-platform analysis. *Journal of Industrial and Business Economics*, 46(2), pp.251-281. -9
- Schmidt Jonas 2021, What is Balance Sheet Lending? How is it different from typical P2P Lending, P2PMarketData -10
- Schwienbacher, A., 2019. Equity crowdfunding: anything to celebrate?. *Venture Capital*, 21(1), pp.65-74. -11
- World Bank, 2021, 'Consumer Risks in Fintech -12

الملحق (3) معايير الأهلية التي تخضع لها الجهات المرخص لها (منصات التمويل الجماعي)

تضع الهيئة الرقابية المعايير اللازمة لتحديد مدى قدرة الجهة المرخص لها وملاءمتها لممارسة نشاط التمويل الجماعي من خلال المنصات، بحيث يجب أن تتماشى متطلبات التسجيل والترخيص مع معايير الأهلية التي يجب توافرها لدى مشغل المنصة، بحيث تشمل متطلبات الترخيص اثبات لهذه المعايير والالتزامات الأخرى التي تحددها الدولة العضو. وأدناه مجموعة من معايير الأهلية المقترحة للاسترشاد بها من قبل الدول الأعضاء: -

1- الأهلية المالية: ما يثبت القدرة المالية للجهة المراد ترخيصها بحيث يمكنها التعويض عن أية خسائر قد يتعرض لها المستثمرون حينما يثبت ذلك، وعدم التوقف عن دفع الديون التجارية حتى لو لم يقترن ذلك بإشهار الإفلاس، ورد الاعتبار في حال إشهار الإفلاس، واثبات الالتزام بسداد القروض البنكية لأغراض تجارية والالتزامات المالية الناشئة عن قرار أو حكم قضائي.

2- القدرة والكفاءة: بيان القدرة على مزاولة النشاط المراد ترخيصه، من خلال وليس حصراً على:

- القدرة على تحديد المخاطر المرتبطة بالنشاط ووضع آليات للتعامل معها وإدارتها بفاعلية.
- اثبات الخبرة أو القدرة الفنية لمزاولة النشاط المراد ترخيصه، بالإضافة الى توفير فريق عمل فني لديه الخبرات الكافية للتحليل المالي التي تؤهله لقبول المشروع للعرض على المنصة من عدمه.
- استيفاء شروط توافر بيئة تكنولوجية مؤمنة للعمل من خلال المنصة، وأن الأنظمة الالكترونية التي سيتم استخدامها آمنة وتعمل بكفاءة وموثوقية وتضمن توفر تدابير لمواجهة متطلبات تقنية المعلومات والدعم الفني، وضمان أمن أنظمة المعلومات، وخطة وإجراءات استمرارية الأعمال وإدارة المخاطر.

3- الأمانة والنزاهة: خلو السجلات مما قد يضر أو يلحق الضرر بسلامة أو سمعة الهيئة / الجهة الرقابية، وعدم وجود دعاوى قضائية أو بلاغات أو تحقيقات في النيابة تتعلق بالأمانة والنزاهة، وعدم وجود حكم أو قرار صادر من المحاكم أو النيابة مرتبط بخيانة الأمانة أو الاحتيال أو النصب، والقدرة على تشغيل منصة منظمة عادلة وشفافة.

4- الامتثال: بالالتزام بالتشريعات، وخلو السجل المهني الصادر عن أي جهات رقابية أو تنظيمية من الجزاءات الإدارية، وعدم إدراج اسم المشغل ضمن قوائم العقوبات الصادرة عن منظمة الأمم المتحدة والمنظمات الأجنبية الأخرى خصوصاً المعنية بمواجهة غسل الأموال ومكافحة تمويل الإرهاب والتنظيمات غير المشروعة، وعدم ارتكاب المشغل أو شركاؤه أو أعضاء مجلس إدارته أي جنائية أو جنحة، وعدم الخضوع لأي تحقيقات إدارية أو جنائية أثناء تقديم أو دراسة الطلب، وعدم وجود رفض أو جزاء بالغاء ترخيص المشغل لدى جهات رقابية أخرى، وتوفيره لنظام محكم للتحقق من العملاء ولمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب من خلال المنصة.



الملحق (4)

فريق العمل المكلف بإعداد دليل استرشادي حول تنظيم نشاط التمويل الجماعي لدى أسواق المال العربية

م	أسم الهيئة	أسم العضو	الوظيفة
1	الهيئة العامة للرقابة المالية - مصر	أ/ نورهان أشرف	أخصائي تمويل مستدام - رئيس فريق العمل
2	الهيئة العامة للرقابة المالية - مصر	أ/ سالي جورج	مدير عام الإدارة العامة لصناديق الاستثمار
3	هيئة سوق رأس المال - فلسطين	أ/ رباب صباح	مدير دائرة الشمول المالي
4	هيئة سوق رأس المال - فلسطين	د/ بشار أبو زعرور	مستشار المدير العام لشؤون التطوير
5	هيئة الأوراق المالية والسلع - الامارات العربية المتحدة	أ/ عمر الحموري	مستشار مالي
6	هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية	د/ شادي بيطار	نائب رئيس مجلس المفوضين
7	هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية	أ/ نيفين سعيد	مدير الدراسات والأبحاث والتوعية
8	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها - الجزائر	أ/ ياسمينة خالفي	مديرة فرعية بمديرية العمليات والمعلومات المالية
9	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها - الجزائر	أ/ بوبترة المهدي	مدير فرعي بمديرية العمليات والمعلومات المالية